

# การถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันต่อผลการดำเนินงาน และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

## Insider Ownership and Institutional Investor Ownership on Firm Performance and Stock Return

นางสาวนริสา เยาวลักษณ์

บริษัท สำนักงาน อีวาย จำกัด

Narisa Yaowaluk

EY Office Limited

E-Mail: narisa29@hotmail.com

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ศิลปพร ศรีจันเพชร

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

Asst. Prof. Dr. Sillapaporn Srijunpetch

Assistant Professor of Department of Accounting,

Thammasat Business School, Thammasat University

E-Mail: sillapaporn@tbs.tu.ac.th

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานของบริษัท ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดำเนินงานในปีพ.ศ. 2554–2556 จำนวน 378 บริษัท โดยใช้การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์การทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่มที่เป็นอิสระจากกันและการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณในการวิจัย

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และนักลงทุนสถาบันส่งผลทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารส่งผลทางลบต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนสถาบันจะทำการติดตามการทำงานของผู้บริหารอย่างใกล้ชิด จึงช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจโดยเอาผลประโยชน์ของตนเองเป็นที่ตั้งลงได้ และช่วยทำให้ผู้บริหารมีการตัดสินใจโดยคำนึงถึงการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งผลทางลบต่อความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ กล่าวคือ การถือหุ้นของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เพิ่มขึ้นจะช่วยลดความผันผวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ลงได้ และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันส่งผลทางบวกต่อความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

**คำสำคัญ:** สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายใน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ผลการดำเนินงานของบริษัท  
ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

## Abstract

This paper presents the relationship between executive ownership, blockholder ownership, institutional investor ownership and firm performance, stock return, stock return volatility by using data from 378 firms listed in the Stock Exchange of Thailand from 2011 to 2013. And using Correlation Analysis, Independent Two Samples t-Test and Multiple Regression Analysis

The results show the positive effect of executive ownership, blockholder ownership and institutional investor ownership on firm performance. Executive ownership has negative effect on stock returns. On the other hand, the institutional investor ownership positively affects the stock returns because institutional investor can closely monitor executive management which helps the management to maximize firm value instead of doing for their own benefits. Therefore, the higher of the institutional investor ownership the higher of the stock returns.

Executive ownership and blockholder ownership negatively affect to stock return volatility. The executive and blockholder ownership will reduce the stock return volatility. Moreover, the proportion of institutional investor ownership positively affects to stock return volatility.

**Keywords:** Insider Ownership, Institutional Investor Ownership, Firm Performance, Stock Return, Stock Return Volatility

## บทนำ

โครงสร้างของบริษัทในปัจจุบันที่มีการแบ่งแยกระหว่างอำนาจความเป็นเจ้าของและอำนาจในการบริหารจึงนำมาสู่ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เนื่องจากตัวการ (Principal) หรือผู้ที่มีความเป็นเจ้าของ ซึ่งคือเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น อาจมีความไม่ไว้วางใจในตัวแทน (Agent) หรือผู้ที่มีอำนาจในการบริหาร ซึ่งคือผู้บริหาร ที่ตนได้จ้างเข้ามาทำหน้าที่บริหารงาน เนื่องจากทั้งสองฝ่ายต่างคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองเป็นสำคัญ (Conflict of Interest) โดยผู้ถือหุ้นมีความกังวลว่า ผู้บริหารที่มีข้อมูลภายในเกี่ยวกับบริษัทมากกว่าอาจทำการตัดสินใจลักษณะที่ไม่เป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นได้ โดย Jensen and Meckling (1976) ผู้เสนอทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) กล่าวว่า ผู้บริหารจะพยายามหาหนทางที่สร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการก็ต่อเมื่อผู้บริหารเห็นว่าหนทางนั้นจะเอื้อประโยชน์ให้กับตนด้วย กรณีนี้แสดงให้เห็นว่า ปัญหาตัวแทนเป็นปัญหาหนึ่งที่สำคัญที่จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและความยั่งยืนของบริษัทได้ บริษัทต่างๆจึงมีความจำเป็นที่จะต้องหาหลักการกำกับดูแลต่างๆที่จะช่วยลดปัญหาตัวแทน

งานวิจัยในอดีตได้เสนอกลไกหลากหลายในการลดปัญหาตัวแทน ไม่ว่าจะเป็นการจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ที่ดีซึ่งปัจจุบันมีงานวิจัยจำนวนมากที่แสดงให้เห็นว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีส่วนช่วยในการลดปัญหาตัวแทนและช่วยให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีมากยิ่งขึ้น หรือการจัดหาแหล่งเงินทุนจากแหล่งภายนอกอย่างเจ้าหนี้โดยพบว่า เจ้าหนี้ นับเป็นอีกกลไกที่สำคัญที่จะช่วยควบคุมพฤติกรรมการลงทุนที่มากเกินไป (Overinvestment) ของผู้บริหารเนื่องจากการก่อหนี้จะทำให้ผู้บริหารมีภาระผูกพันในการชำระดอกเบี้ยและเงินต้นเป็นระยะๆจึงสามารถช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะนำกระแสเงินสดอิสระไปใช้ในทางที่ไม่เกิดประโยชน์ลงได้ หรือการให้หุ้นหรือสิทธิในการซื้อหุ้นกับผู้บริหารเพื่อให้ผู้บริหารเข้าใจบทบาทความเป็นเจ้าของและเพื่อให้ผลประโยชน์ของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นมี

ความสอดคล้องกันเพิ่มมากยิ่งขึ้น รวมไปถึงการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันซึ่งงานวิจัยในต่างประเทศชี้ให้เห็นว่า ในประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างสหรัฐอเมริกาหรือสหราชอาณาจักร นักลงทุนสถาบันนับเป็นกลไกในการติดตามตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารที่มีประสิทธิภาพอย่างมาก

ในการให้หุ้นหรือสิทธิในการซื้อหุ้นกับผู้บริหารนั้น งานวิจัยในอดีตแสดงให้เห็นว่า การให้ผู้บริหารเข้ามามีส่วนถือหุ้นในบริษัทอาจส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเนื่องจากการให้ผู้บริหารมีส่วนในการถือหุ้นนั้นจะช่วยทำให้ผลประโยชน์ของผู้บริหารมีความสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นตามสมมติฐานการปรับผลประโยชน์เข้าหากัน (Alignment Hypothesis) และช่วยทำให้ผู้บริหารมีการตัดสินใจในทิศทางที่จะช่วยสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการได้กล่าวคือ หากผู้บริหารยังคำนึงถึงเฉพาะผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลักอาจทำให้มูลค่าหุ้นของพวกเขาตกลงในที่สุด แต่หากพวกเขาบริหารงานเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัท มูลค่าหุ้นของพวกเขาย่อมสูงขึ้นตามไปด้วย (Fan & Wong, 2002) อย่างไรก็ตามงานวิจัยจำนวนหนึ่งแสดงหลักฐานได้แย้งว่า การให้ผู้บริหารมีส่วนในการถือหุ้นที่มากเกินไปอาจทำให้ผู้บริหารมีอำนาจในการควบคุมบริษัทมากเกินไปที่จะสามารถกอบโกยผลประโยชน์และเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายอื่นได้ (Shleifer & Vishny, 1997) สอดคล้องกับสมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Hypothesis) งานวิจัยส่วนหนึ่งจึงเชื่อว่า การให้ผู้บริหารมีส่วนในการถือหุ้นของบริษัทอาจส่งผลเสียต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ อย่างไรก็ตามในประเทศไทยงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัทมีจำกัดจึงยังไม่ชัดเจนว่า การให้ผู้บริหารมีส่วนในการถือหุ้นของบริษัทจะสามารถเป็นกลไกที่ช่วยลดปัญหาตัวแทนสำหรับบริษัทในประเทศไทยได้หรือไม่ และการถือหุ้นของผู้บริหารจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทิศทางใดเนื่องจากบทบาทการกำกับดูแลกิจการที่ดีและกฎหมายการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยของประเทศไทยยังไม่เข้มงวดมากเปรียบเทียบกับประเทศที่พัฒนาแล้ว

ในกรณีบทบาทของนักลงทุนสถาบัน งานวิจัยในต่างประเทศแสดงให้เห็นว่า นักลงทุนสถาบันเป็นกลุ่มนักลงทุนที่มีบทบาทในการติดตามการทำงานของบริษัทที่มีประสิทธิภาพ (Effective Monitoring) โดยการมีนักลงทุนสถาบันถือหุ้นในบริษัทจะช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น (Ferreira & Matos, 2008) เนื่องจาก

นักลงทุนสถาบันสามารถช่วยลดพฤติกรรมการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่นของผู้บริหารลงได้ (Han & Suk, 1998) อย่างไรก็ตาม ในประเทศกำลังพัฒนาอย่างประเทศไทยพบว่า นักลงทุนสถาบันเริ่มมีบทบาทเวลาไม่นานงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับบทบาทของนักลงทุนสถาบันจึงยังมีอยู่จำกัด อย่างไรก็ตามผู้วิจัยคาดว่า นักลงทุนสถาบันจะมีบทบาทในตลาดหุ้นไทยเพิ่มขึ้นนับจากที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันเป็นร้อยละ 50 ภายในปีพ.ศ. 2562 เพื่อช่วยเพิ่มสมดุล เพิ่มเสถียรภาพและลดความผันผวนของตลาดหุ้นประเทศไทย (สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, 2557 และ บ้านเมือง, 2557) ดังนั้นในอนาคตนักลงทุนสถาบันจึงอาจเป็นอีกหนึ่งกลไกที่สำคัญที่จะช่วยลดปัญหาตัวแทนและช่วยติดตามตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารแทนนักลงทุนรายย่อยก็เป็นได้

งานวิจัยนี้จึงศึกษาผลจากการถือหุ้นของบุคคลภายในคือผู้บริหาร และนักลงทุนสถาบันต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เพื่อพิจารณาถึงประสิทธิภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการเพื่อช่วยลดต้นทุนตัวแทนที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร และระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ถือหุ้นรายย่อย

## แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานของบริษัท ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นเรื่องที่เกิดขึ้นจากปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ระหว่างตัวการ (Principal) ซึ่งคือเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น และตัวแทน (Agent) ซึ่งคือผู้บริหารที่มีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interest) กัน โดย Jensen and Meckling (1976) ผู้เสนอทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ได้อธิบายไว้ว่า เมื่อบริษัทแบ่งแยกระหว่างอำนาจความเป็นเจ้าของและอำนาจในการบริหารงาน ผู้บริหารอาจตัดสินใจเพื่อ

ผลประโยชน์สูงสุดของตนเองมากกว่าเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นปัญหาดังกล่าวเกิดขึ้นจากการเข้าถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร โดยผู้บริหารเป็นผู้ที่สามารถเข้าถึงข้อมูลเกี่ยวกับกิจกรรมและผลการดำเนินงานของบริษัทได้มากกว่าผู้ถือหุ้นจึงทำให้ผู้ถือหุ้นเกิดความกังวลและไม่สามารถมั่นใจได้ว่า ผู้บริหารจะบริหารงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญหรือไม่ จากปรากฏการณ์เหล่านี้แสดงให้เห็นว่า ปัญหาดัชนีน้ำหนักเป็นหนึ่งปัญหาสำคัญของบริษัทต่างๆในปัจจุบันที่มักมีการแบ่งแยกอำนาจความเป็นเจ้าของออกจากอำนาจในการบริหารงาน ดังนั้นบริษัทต่างๆจึงจำเป็นต้องหากลไกการกำกับดูแลต่างๆที่จะช่วยลดปัญหาดัชนีน้ำหนักไม่ว่าจะเป็นการจัดให้บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ที่ดี การใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอกอย่างเจ้าหนี้ การให้หุ้นหรือสิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารรวมถึงการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน

นอกจากปัญหาดัชนีน้ำหนักระหว่างตัวการและตัวแทนตามที่ได้กล่าวไปในข้างต้น บริษัทส่วนใหญ่ที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) ยังต้องเผชิญกับปัญหาดัชนีน้ำหนักที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม (Controlling Shareholder) และผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุม (Non-controlling Shareholder) ซึ่งคือผู้ถือหุ้นรายย่อยอีกด้วย โดยปัญหาดัชนีน้ำหนักในลักษณะนี้มักอธิบายด้วย 2 สมมติฐานหลัก ได้แก่ สมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Hypothesis) และสมมติฐานการปรับผลประโยชน์เข้าหากัน (Alignment Hypothesis) ซึ่ง 2 สมมติฐานนี้ได้อธิบายปัญหาดัชนีน้ำหนักไว้ในทิศทางแตกต่างกัน

สมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่นได้อธิบายว่า เมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นเป็นจำนวนมากอาจทำให้พวกเขามีอำนาจในการออกเสียงมากเพียงพอที่จะรักษาผลประโยชน์ของตนเอง รวมถึงอาจมีแรงจูงใจในการถ่ายโอนผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยมาเป็นของตนเอง โดยการทำให้ตนเองสามารถดำรงตำแหน่งผู้บริหารต่อไปได้หรือการจ่ายผลตอบแทนจำนวนมากให้แก่ตนเอง

ดังนั้นการที่ผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมากอาจทำให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมที่ไม่สร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการซึ่งส่งผลเสียต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยก็เป็นได้ (Morck, Shleifer and Vishny, 1988)

แต่อย่างไรก็ตามสมมติฐานการปรับผลประโยชน์เข้าหากันหรือสมมติฐานความสอดคล้องกันของผลประโยชน์ (The Convergence of Interest Hypothesis) ได้อธิบายปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมและผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุมไว้ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกัน โดยได้อธิบายไว้ว่า การให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมถือหุ้นเพิ่มขึ้นนั้นอาจช่วยทำให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมและผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุมมีความสอดคล้องกันมากขึ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมซึ่งเป็นผู้บริหารด้วยนั้นมองว่า การถือหุ้นเพิ่มเติมอาจทำให้สิทธิในการออกเสียงหรืออำนาจในการควบคุมบริษัทของตนเองเปลี่ยนแปลงไม่มากนัก แต่การถือหุ้นดังกล่าวทำให้สิทธิในกระแสเงินสดเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นหากผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมยังคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลักแล้วอาจทำให้มูลค่าหุ้นของพวกเขาตกลงในที่สุดแต่หากพวกเขาบริหารงานเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัท มูลค่าหุ้นของพวกเขาย่อมสูงขึ้นตามไปด้วย (Fan and Wong, 2002) หรือก็คือการให้บุคคลภายในหรือผู้บริหารมีการถือหุ้นในสัดส่วนที่เพิ่มมากขึ้นจะช่วยทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย

นอกจากทฤษฎีและแนวคิดต่างๆที่ได้กล่าวไปในข้างต้น งานวิจัยในอดีตยังแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายใน (ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่) และนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงาน ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยงานวิจัยในอดีตพบว่า การถือหุ้นของบุคคลภายใน (Insiders) ซึ่งเป็นบุคคลที่มีข้อมูลภายในเกี่ยวกับบริษัทมากกว่าผู้อื่นอย่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่นั้นมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัททั้งในทางบวกและในทางลบ งานวิจัยจำนวนหนึ่งแสดงให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท เช่น งานวิจัย

ของ Jensen and Meckling (1976) แสดงให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นโดยบุคคลภายในทำให้ผู้บริหารมีอิสระในการใช้ทรัพยากรของบริษัทลดลงจึงส่งผลให้ผู้บริหารเกิดการตัดสินใจในทิศทางที่สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทสอดคล้องกับสมมติฐานการปรับผลประโยชน์เข้าหากันเช่นเดียวกับงานวิจัยของ Ho, Lam and Sami (2004) ที่แสดงให้เห็นว่าการถือหุ้นโดยผู้บริหารจะช่วยบรรเทาผลกระทบของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นลงได้จึงทำให้ผู้บริหารจะตัดสินใจการลงทุนที่จะช่วยสร้างโอกาสการเติบโตให้กับบริษัทเพิ่มมากขึ้น ในขณะที่งานวิจัยอีกจำนวนหนึ่งให้หลักฐานโต้แย้งว่าสัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในนั้นมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทเช่น งานวิจัยของ Shah, Butt and Saeed (2011) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) อย่างตลาดในแถบเอเชียใต้ พบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นกระจุกตัวโดยกลุ่มผู้บริหารจะมีผลการดำเนินงานที่แย่ สอดคล้องกับ Shleifer and Vishny (1997) ที่พบเช่นกันว่า เมื่อสัดส่วนความเป็นเจ้าของของผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพิ่มขึ้นถึงระดับที่สามารถมีอำนาจในการควบคุมบริษัทได้ อาจทำให้เกิดการเข้ามากอบโกยผลประโยชน์และเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายอื่นได้ ผลการวิจัยข้างต้นแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของบุคคลภายในและผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นเป็นไปตามสมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น

นอกจากนี้ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของบุคคลภายในและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ก็มีทิศทางที่ไม่ชัดเจนเช่นเดียวกับความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของบุคคลภายในและผลการดำเนินงานของบริษัทโดยทิศทางของความสัมพันธ์ต่างมีทั้งที่สนับสนุนสมมติฐานการปรับผลประโยชน์เข้าหากันอย่างงานวิจัยของ Han and Suk (1998) ที่พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เนื่องจากการที่บุคคลภายในมีการถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นช่วยทำให้ผลประโยชน์ของบุคคลภายในเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับนักลงทุนภายนอก

สอดคล้องกับงานวิจัยของ Oswald and Jahera (1991) และ Hudson, Jahera and Lloyd (1992) ที่พบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่สูงกว่าจะให้ผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess Return) ที่สูงกว่าแต่อย่างไรก็ตามยังคงมีงานวิจัยที่แสดงให้เห็นว่า การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นโดยบุคคลภายในในช่วงแรกจะส่งผลทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ แต่เมื่อบุคคลภายในมีการถือหุ้นมากถึงระดับหนึ่งแล้ว สัดส่วนการถือหุ้นโดยบุคคลภายในจะส่งผลทางลบต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เนื่องจากผู้บริหารอาจใช้อำนาจในการออกเสียงและอำนาจในการควบคุมเพื่อสร้างผลประโยชน์ให้กับตนเองผ่านการจ่ายค่าตอบแทนโดยไม่คำนึงถึงผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ก็เป็นได้ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น นอกจากนี้จากงานวิจัยในอดีตยังพบเพิ่มเติมว่า สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในนั้นมีความสัมพันธ์กับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เช่นกัน งานวิจัยในอดีตแสดงให้เห็นว่า บุคคลภายในเป็นกลุ่มบุคคลที่มีข้อมูลภายในเกี่ยวกับบริษัทมากกว่า การซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในจึงเปรียบเสมือนการสื่อสารข้อมูลเกี่ยวกับผลประกอบการในอนาคตของบริษัทให้ตลาดได้ทราบซึ่งช่วยให้นักลงทุนรายอื่นสามารถพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้แม่นยำเพิ่มมากขึ้น (Piotroski and Roulstone, 2005)

งานวิจัยในอดีตยังแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงาน ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน โดยนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) ซึ่งหมายถึง ผู้ลงทุนซึ่งเป็นบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ธนาคาร บริษัทเงินทุน บริษัทประกันวินาศภัย บริษัทประกันชีวิต นิติบุคคลประเภทบรรษัท กองทุนส่วนบุคคล กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ ตลอดจนกองทุนสำรองเลี้ยงชีพนั้นนับเป็นหนึ่งในกลุ่มนักลงทุนที่มีบทบาทอย่างมากในตลาดทุนในปัจจุบัน งานวิจัยในอดีตจำนวนมากได้แสดงให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันสามารถส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ เช่น งานวิจัยของ Han and Suk (1998) ที่ชี้ให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้น

ของนักลงทุนสถาบันที่เพิ่มสูงขึ้นจะช่วยทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น เนื่องจากการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันจะช่วยลดพฤติกรรมการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่นของผู้บริหารลงได้ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการติดตามอย่างมีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับงานวิจัยของ McConnell and Servaes (1990) ซึ่งพบว่า พฤติกรรมการฉกฉวยผลประโยชน์เพื่อตนเองของผู้บริหารจะเป็นไปได้ยากขึ้นเมื่อบริษัทมีการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน อีกทั้งยังมีงานวิจัยของ Aoki (1984) และ Lowenstein (1988) ที่ได้ศึกษาพบว่า การลงทุนของนักลงทุนสถาบันส่วนใหญ่จะเป็นการลงทุนปริมาณมากๆ บางครั้งจึงยากที่จะทำการขายหลักทรัพย์ดังกล่าวในทันทีหากผลตอบแทนไม่เป็นไปในทิศทางที่คาดไว้เนื่องจากจะก่อให้เกิดการขาดทุนเป็นจำนวนมาก ดังนั้นการลงทุนของนักลงทุนสถาบันส่วนหนึ่งจึงเป็นการลงทุนในระยะยาวประกอบกับสัดส่วนการถือหุ้นที่มากทำให้นักลงทุนสถาบันกลุ่มนี้มีสิทธิในการออกเสียงที่มากและสามารถสร้างแรงกดดันให้ผู้บริหารมีการลงทุนในโครงการที่จะสร้างผลตอบแทนที่สูงในระยะยาวได้ เช่น การวิจัยและพัฒนา การคิดค้นผลิตภัณฑ์ใหม่ หรือการเพิ่มความสามารถในการผลิตเพื่อเพิ่มกำไรให้บริษัท และสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทในระยะยาว จากข้างต้นจึงอาจสามารถกล่าวได้ว่า การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนในระยะยาวของบริษัทในทางบวก

ในส่วนของความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์นั้นงานวิจัยในอดีตของ Gomper and Metrick (2001) ได้แสดงให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในทางบวกเนื่องจากการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันก่อให้เกิดความผันผวนด้านอุปสงค์ (Demand Shock) กล่าวคือการเข้าถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งจะทำให้ให้นักลงทุนรายย่อยเกิดความสนใจในหลักทรัพย์นั้นซึ่งส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ดังกล่าวปรับตัวสูงขึ้นและทำให้นักลงทุนสามารถได้รับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นเช่นเดียวกับงานวิจัยของ Grinblatt and Titman (1989)

และ Wermers (2000) ที่พบว่า เนื่องจากนักลงทุนสถาบันเป็นผู้ที่มีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทมากกว่านักลงทุนทั่วไปจึงทำให้นักลงทุนสถาบันเหล่านี้สามารถระบุได้ว่า หุ้นใดเป็นหุ้นที่มีราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued Stock) และหุ้นใดเป็นหุ้นที่มีราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overvalued Stock) และสามารถทำการซื้อขายจากการมีข้อมูลที่เหนือกว่าจนสามารถได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่านักลงทุนทั่วไปได้นอกจากการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์แล้วนั้น จากงานวิจัยในอดีตยังแสดงให้เห็นว่า การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันน่าจะมีความสัมพันธ์กับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ด้วย โดย Grullon and Wang (2001) พบว่า นักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลมาก (Informed Investor) เนื่องจากนักลงทุนสถาบันสามารถเข้าถึงข้อมูลได้ด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่านักลงทุนประเภทอื่น การซื้อขายของนักลงทุนสถาบันจึงเป็นไปอย่างมีเหตุมีผลตามข้อมูลที่มี ตรงกันข้ามกับการซื้อขายของนักลงทุนที่มีข้อมูลน้อย (Less Informed Investor) หรือไม่มีข้อมูล (Uninformed Investor) ที่จะทำให้อาชีพหลักทรัพย์เกิดการเคลื่อนไหวรุนแรงและส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มีความผันผวนสูงขึ้น (French and Roll, 1986) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Faugere and Shawky (2003) ซึ่งศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในช่วงตลาดขาลง พบว่า นักลงทุนสถาบันจะเลือกถือหลักทรัพย์ที่มีราคาผันผวนน้อยกว่านักลงทุนรายย่อยโดยให้เหตุผลว่า อาจเพราะนักลงทุนสถาบันสามารถรับความเสี่ยงที่จะเกิดผลตอบแทนด้านลบหรือผลตอบแทนที่ต่ำกว่าที่กำหนด (Downside Risk) ได้น้อยกว่านักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบันจึงมีพฤติกรรมหลีกเลี่ยงการถือครองหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนสูงในช่วงตลาดขาลงจากข้างต้นจึงอาจกล่าวได้ว่า การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันน่าจะมีความสัมพันธ์กับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

### วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในและสัดส่วนการถือหุ้นของ

นักลงทุนสถาบัน กับผลการดำเนินงานของบริษัท ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในครั้งนี้มีกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดำเนินงานในปีพ.ศ. 2554 – 2556 แต่ไม่รวมถึงบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันภัย ประกันชีวิต และกองทุนต่างๆ และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน โดยมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 1,118 ปีบริษัท (firm-year) จาก 378 บริษัท และเป็นการวิจัยที่ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งประกอบไปด้วยข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายใน (ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่) และนักลงทุนสถาบัน ข้อมูลทางการบัญชีซึ่งใช้ในการคำนวณผลการดำเนินงาน ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

งานวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Models) ที่ประกอบไปด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลใน 2 ส่วนหลัก ได้แก่ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาเพื่ออธิบายเกี่ยวกับข้อมูลทางสถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา และการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยซึ่งใช้การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) การทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่มที่เป็นอิสระจากกัน (Independent Two Samples t-Test) และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) ทั้งนี้แบบจำลองของงานวิจัยครั้งนี้แบ่งออกเป็น 3 แบบจำลองหลักตามสมมติฐานงานวิจัย ได้แก่ แบบจำลองที่ 1 ซึ่งใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานของบริษัท

$$ROE \text{ หรือ } ROA = \beta_0 + \beta_1 EXECU\_OWN + \beta_2 BLOCK\_OWN + \beta_3 INST\_OWN + \beta_4 BDSIZE + \beta_5 INDD + \beta_6 DUAL + \beta_7 LEV + \beta_8 GROW\_ASSETS + \beta_9 GROW\_SALES + e \text{ ----- (1)}$$

$$ROE \text{ หรือ } ROA = \beta_0 + \beta_1 INSD\_OWN + \beta_2 INST\_OWN + \beta_3 BDSIZE + \beta_4 INDD + \beta_5 DUAL + \beta_6 LEV + \beta_7 GROW\_ASSETS + \beta_8 GROW\_SALES + e \text{ ----- (2)}$$

เพื่อตอบสนองสมมติฐานที่ 1: สัดส่วนการถือหุ้นของ

บุคคลภายในมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท และสมมติฐานที่ 2: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท

แบบจำลองที่ 2 ซึ่งใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

$$RETURN = \beta_0 + \beta_1 EXECU\_OWN + \beta_2 BLOCK\_OWN + \beta_3 INST\_OWN + \beta_4 BDSIZE + \beta_5 INDD + \beta_6 DUAL + \beta_7 LEV + \beta_8 GROW\_ASSETS + \beta_9 GROW\_SALES + e \text{ ----- (3)}$$

$$RETURN = \beta_0 + \beta_1 INSD\_OWN + \beta_2 INST\_OWN + \beta_3 BDSIZE + \beta_4 INDD + \beta_5 DUAL + \beta_6 LEV + \beta_7 GROW\_ASSETS + \beta_8 GROW\_SALES + e \text{ ----- (4)}$$

เพื่อตอบสนองสมมติฐานที่ 3: สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ และสมมติฐานที่ 4: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

และแบบจำลองที่ 3 ซึ่งใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันกับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

$$VOL\_RETURN = \beta_0 + \beta_1 EXECU\_OWN + \beta_2 BLOCK\_OWN + \beta_3 INST\_OWN + \beta_4 BDSIZE + \beta_5 INDD + \beta_6 DUAL + \beta_7 LEV + \beta_8 GROW\_ASSETS + \beta_9 GROW\_SALES + e \text{ ----- (5)}$$

$$VOL\_RETURN = \beta_0 + \beta_1 INSD\_OWN + \beta_2 INST\_OWN + \beta_3 BDSIZE + \beta_4 INDD + \beta_5 DUAL + \beta_6 LEV + \beta_7 GROW\_ASSETS + \beta_8 GROW\_SALES + e \text{ ----- (6)}$$

เพื่อตอบสนองสมมติฐานที่ 5: สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ และสมมติฐานที่ 6: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยตัวแปรต่างๆในแบบจำลองข้างต้นมีดังนี้

### ตัวแปรตาม

ROE = อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ROA = อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

RETURN = อัตราผลตอบแทนรวมจากหลักทรัพย์ในแต่ละปี

VOL\_RETURN = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์รายเดือนในแต่ละปี

### ตัวแปรอิสระ

INSD\_OWN = สัดส่วนของจำนวนหุ้นสามัญรวมที่ถือโดยบุคคลภายในต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกและชำระแล้ว

EXECU\_OWN = สัดส่วนของจำนวนหุ้นสามัญที่ถือโดยผู้บริหารต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกและชำระแล้ว

BLOCK\_OWN = สัดส่วนของจำนวนหุ้นสามัญที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกและชำระแล้ว

INST\_OWN = สัดส่วนของจำนวนหุ้นสามัญรวมที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกและชำระแล้ว

### ตัวแปรควบคุม

BDSIZE = จำนวนคณะกรรมการบริษัท

INDD = สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด

DUAL = การควมรวมตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการในคนเดียวกัน กำหนดให้มีค่าเป็น 1 เมื่อผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการเป็นคนเดียวกัน มีค่าเป็น 0 เมื่อผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการเป็นคนละคน

LEV = อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

GROW\_ASSETS = การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมในปีปัจจุบันจากปีก่อน

GROW\_SALES = การเปลี่ยนแปลงของยอดขายสุทธิในปีปัจจุบันจากปีก่อน

e = ค่าความคาดเคลื่อน (Error Term)

### ผลการศึกษาและอภิปรายผล

ในส่วนของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในและสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน กับผลการดำเนินงานของบริษัท ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ และความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ส่วนหลัก คือ ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาและผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย โดยผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆ พบว่า ในส่วนของตัวแปรตาม ผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) โดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 7.8284 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 38.1364 ขณะที่อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ของกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 8.4589 และมีค่าส่วน

เบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 11.3645ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (RETURN) ของกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 21.8240 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 83.1562 และความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (VOL\_RETURN) ของกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 12.5971 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 18.0890 และสำหรับตัวแปรอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (EXECU\_OWN) ของกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 22.6467 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 23.4575 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (BLOCK\_OWN) ของกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 28.1438 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 27.7510 สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายใน (INSD\_OWN) ของกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 50.7906 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 21.1681 และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INST\_OWN) ของกลุ่มตัวอย่างมี

ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 9.3437 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 15.0292

ผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยในส่วนของ การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ซึ่งใช้การวิเคราะห์ค่า สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของ ผู้บริหารผู้ถือหุ้นรายใหญ่บุคคลภายใน และนักลงทุน สถาบันต่างมีความสัมพันธ์ทางบวกกับทั้งอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทน จากสินทรัพย์ ขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น รายใหญ่บุคคลภายใน และนักลงทุนสถาบันต่างมีความ สัมพันธ์ทางลบกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ มีเพียง สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ ทางบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และพบว่า ทั้ง สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารผู้ถือหุ้นรายใหญ่บุคคล ภายใน และนักลงทุนสถาบันต่างมีความสัมพันธ์ทาง ลบกับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยในส่วนของ การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณตามแบบจำลอง ที่ 1 ซึ่งใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของ บุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานของบริษัทพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมี ความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วน ของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่าง มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 90% ตาม ลำดับสอดคล้องกับสมมติฐานการปรับผลประโยชน์ เข้าหากันกล่าวคือ การให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม ถือหุ้นเพิ่มขึ้นนั้นสามารถช่วยให้ผลประโยชน์ของผู้ ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมและผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจ ควบคุมมีความสอดคล้องเป็นไปในทิศทางเดียวกัน มากยิ่งขึ้น หรือก็คือการให้ผู้บริหารถือหุ้นในบริษัท มากขึ้นจะช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะเกิดพฤติกรรม ฉกฉวยผลประโยชน์และทำให้ผู้บริหารทำการตัดสินใจโดยคำนึงถึงมูลค่าสูงสุดของผู้ถือหุ้นและบริษัทเพิ่ม มากขึ้น เนื่องจากหากผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจ ควบคุมยังคงคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก แล้ว อาจทำให้มูลค่าหุ้นของพวกเขาตกลงในที่สุด แต่ หากทำการบริหารงานเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัท มูลค่าหุ้นของพวกเขาจะยิ่งสูงขึ้นตามไปด้วย (Fan &

Wong, 2002) ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้น ของบุคคลภายในจึงทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี มากขึ้นตามไปด้วยเป็นไปตามสมมติฐานที่ 1: สัดส่วน การถือหุ้นของบุคคลภายในมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ผลการดำเนินงานของบริษัท

ในกรณีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ผลการวิจัยพบความสัมพันธ์ทางบวกกับทั้งอัตราส่วน ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทน จากสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% สอดคล้องกับสมมติฐานการติดตามอย่างมีประสิทธิภาพ (Efficient Monitoring Hypothesis) ที่ เสนอโดย Pound (1988) ที่ได้อธิบายไว้ว่า นักลงทุน สถาบันเป็นนักลงทุนที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญและ สามารถติดตามตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารได้ ด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่านักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน จึงน่าจะเป็นกลไกการติดตามการทำงานของผู้บริหาร ที่มีประสิทธิภาพเช่นเดียวกับผลงานวิจัยของ McCo- nnell and Servaes (1990) ที่พบว่า พฤติกรรมการ ฉกฉวยผลประโยชน์เพื่อตนเองของผู้บริหารจะเป็นไป ได้ยากขึ้นเมื่อบริษัทมีการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุน สถาบันจึงสามารถช่วยลดพฤติกรรมกรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น (Entrenchment Effect) ของผู้บริหารลงได้ ส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงาน ที่ดีมากยิ่งขึ้นเป็นไปตามสมมติฐานที่ 2: สัดส่วนการ ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ผลการดำเนินงานของบริษัท

ผลการทดสอบสมมติฐานตามแบบจำลองที่ 2 ซึ่งใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของบุคคล ภายในและนักลงทุนสถาบันกับผลตอบแทนจากหลัก ทรัพย์พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและสัดส่วน การถือหุ้นของบุคคลภายในมีความสัมพันธ์ทางลบกับ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ ความเชื่อมั่น 95% และ 90% ตามลำดับซึ่งสอดคล้อง กับสมมติฐานการรักษาสถียรภาพอย่างเหนียวแน่นที่ พบว่า เมื่อผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นเป็นจำนวนมาก จะทำให้ผู้บริหารมีอำนาจในการออกเสียงที่มากเพียง พอที่จะรักษาสถียรภาพของตนเอง โดยผู้บริหารอาจ ใช้อำนาจในการออกเสียงและอำนาจในการควบคุม

เพื่อสร้างผลประโยชน์ให้กับตนเองผ่านการจ่ายค่าตอบแทนโดยไม่คำนึงถึงผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ก็เป็นได้ ดังนั้นการถือหุ้นของผู้บริหารที่เพิ่มมากขึ้นจึงอาจส่งผลทางลบต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ก็เป็นได้ ดังนั้นจึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 3: สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่แสดงให้เห็นว่านักลงทุนสถาบันเป็นกลุ่มนักลงทุนที่สามารถเข้าถึงข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทได้มากกว่านักลงทุนทั่วไป การซื้อขายหุ้นของนักลงทุนสถาบันจึงเปรียบเสมือนการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทออกสู่สาธารณะประกอบกับพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันที่มักจะเลือกลงทุนในบริษัทที่มีขนาดใหญ่ และให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจึงทำให้บริษัทที่มีนักลงทุนสถาบันเข้าถือหุ้นมักเป็นบริษัทที่น่าจะมีความสามารถในการดำเนินงานที่ดีในระยะยาว รวมไปถึงลักษณะการลงทุนของนักลงทุนสถาบันที่มักหลีกเลี่ยงการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนสูงจึงทำให้การถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันสามารถสะท้อนถึงความแน่นอนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่จะได้รับได้อีกด้วย นอกจากนี้แล้วยังสอดคล้องกับสมมติฐานการติดตามอย่างมีประสิทธิภาพที่ได้อธิบายไว้ว่า นักลงทุนสถาบันจะทำการติดตามการทำงานของผู้บริหารอย่างใกล้ชิดจึงช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจโดยเอาผลประโยชน์ของตนเองเป็นที่ตั้งลงได้ และช่วยทำให้ผู้บริหารมีการตัดสินใจโดยคำนึงถึงการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัทซึ่งจะส่งผลให้เกิดความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นตามไปด้วย ดังนั้นผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์จึงเป็นไปตามสมมติฐานที่ 4: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

และในส่วนสุดท้ายผลการทดสอบสมมติฐานจากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณตามแบบจำลองที่ 3 ซึ่งใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการ

ถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันกับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในมีความสัมพันธ์ทางลบกับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่แสดงให้เห็นว่า บุคคลภายในหรือก็คือ ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทเป็นกลุ่มบุคคลที่มีข้อมูลภายในเกี่ยวกับบริษัทมากกว่านักลงทุนทั่วไป การซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในจึงเสมือนการส่งสัญญาณให้ตลาดทราบเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Brealey, Lealand & Pyle, 1977) ซึ่งช่วยให้นักลงทุนทั่วไปสามารถพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้แม่นยำเพิ่มมากขึ้นจึงสามารถช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และความผันผวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ลงได้ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 5: สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ทางบวกกับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยของต่างประเทศที่พบความสัมพันธ์ในทางลบ ทั้งนี้ทิศทางการสัมพันธ์ที่แตกต่างกันนี้น่าจะเกิดขึ้นจากการที่สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในประเทศไทยยังมีค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับในต่างประเทศซึ่งเห็นได้จากขนาดการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในประเทศไทยที่กระจายอยู่ในกองทุนต่างๆรวมแล้วเพียงประมาณ 3 ล้านล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 17 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) ขณะที่สัดส่วนของขนาดการลงทุนของนักลงทุนสถาบันของประเทศเพื่อนบ้านอย่างมาเลเซียอยู่ที่ร้อยละ 45 หรือสิงคโปร์อยู่ที่ร้อยละ 60 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ นอกจากนี้สัดส่วนมูลค่าการซื้อขายรวมของนักลงทุนสถาบันในประเทศไทยร่วมกับบัญชีบริษัทหลักทรัพย์มีสัดส่วนในตลาดเฉลี่ยเพียงร้อยละ 20.8 ซึ่งนับว่าเป็นสัดส่วนที่ต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายรวมของนักลงทุนรายย่อยในประเทศที่มีสัดส่วนถึงร้อยละ 55.9 จึงมีความเป็นไปได้

ได้ว่า สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในตลาดหุ้นของประเทศไทยที่ยังมีอยู่น้อยเมื่อเทียบกับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนทั่วไปนั้นอาจส่งผลให้การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันยังไม่สามารถช่วยลดความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ได้ประกอบกับนักลงทุนทั่วไปในประเทศไทยโดยส่วนใหญ่มีความอ่อนไหวต่อข่าวสารและการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่สูงอีกทั้งยังมีพฤติกรรมที่เน้นการลงทุนในระยะสั้นเพื่อเก็งกำไรจึงส่งผลให้เมื่อนักลงทุนสถาบันทำการซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ นักลงทุนทั่วไปมักจะตอบสนองตามอย่างรวดเร็วทำให้ราคาหลักทรัพย์เกิดความผันผวนที่สูงเกินกว่าปกติ จากข้างต้นจึงสามารถสรุปได้ว่า ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในการศึกษาครั้งนี้ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 6: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ และไม่เป็นไปตามผลงานวิจัยในอดีตของต่างประเทศ

ผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยจากการทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่มที่เป็นอิสระจากกันซึ่งทำการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานของบริษัท ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยบุคคลภายในสูงกับกลุ่มตัวอย่างที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยบุคคลภายในต่ำพบว่า ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างทั้งสองกลุ่มมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ขณะที่ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างทั้งสองกลุ่มไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และค่าเฉลี่ยของความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างทั้งสองกลุ่มมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% เช่นเดียวกันกับในส่วนของการเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มตัวอย่างที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันสูงกับกลุ่มตัวอย่างที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่ำซึ่งพบว่าค่าเฉลี่ยของอัตรา

ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างทั้งสองกลุ่มมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% และ 99% ตามลำดับ ขณะที่ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างทั้งสองกลุ่มไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และค่าเฉลี่ยของความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างทั้งสองกลุ่มมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

## สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาข้างต้นสามารถสรุปผลได้ดังนี้ สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในทั้งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ล้วนส่งผลทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท สอดคล้องกับสมมติฐานการปรับผลประโยชน์เข้าหากัน กล่าวคือ การให้ผู้บริหารมีส่วนร่วมในการถือหุ้นจะช่วยทำให้ผลประโยชน์ของผู้บริหารมีความสอดคล้องกับผู้ถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นส่งผลให้ผู้บริหารจะทำการตัดสินใจโดยคำนึงถึงการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับบริษัทจึงช่วยทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีมากยิ่งขึ้นและช่วยให้บริษัทเกิดความยั่งยืนตามไปด้วย ในกรณีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันพบความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท สอดคล้องกับสมมติฐานการติดตามอย่างมีประสิทธิภาพที่ได้อธิบายว่า การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันนั้นนับเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพกลไกหนึ่ง เนื่องจากนักลงทุนสถาบันเป็นผู้ที่สามารถช่วยติดตามการทำงานของผู้บริหารแทนผู้ถือหุ้นรายย่อย และสามารถสร้างแรงกดดันให้ผู้บริหารมีการลงทุนในโครงการที่จะสร้างผลตอบแทนที่สูงในระยะยาวได้จากการที่นักลงทุนสถาบันมักลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทคราวละมากๆ และเน้นการลงทุนในระยะยาว จากข้างต้นจึงสามารถสรุปได้ว่า การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นโดยบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันจะช่วยให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีมากยิ่งขึ้น

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ สอดคล้องกับสมมติฐานการรักษาผลประโยชน์

อย่างเหนียวแน่นซึ่งได้อธิบายว่า เมื่อผู้บริหารมีการถือหุ้นในสัดส่วนที่มากขึ้นอาจทำให้ผู้บริหารมีอำนาจในการออกเสียงที่มากเพียงพอที่จะรักษาผลประโยชน์ของตนเอง ผู้บริหารจึงอาจใช้อำนาจในการออกเสียงและอำนาจในการควบคุมเพื่อสร้างผลประโยชน์ให้กับตนเองผ่านการจ่ายค่าตอบแทนโดยไม่คำนึงถึงผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ก็เป็นได้ ขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันนั้นพบว่า มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์สอดคล้องกับสมมติฐานการติดตามอย่างมีประสิทธิภาพกล่าวคือ นักลงทุนสถาบันจะทำการติดตามการทำงานของผู้บริหารอย่างใกล้ชิดจึงช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจโดยเอาผลประโยชน์ของตนเองเป็นที่ตั้งลงได้ อีกทั้งนักลงทุนสถาบันยังสามารถช่วยทำให้ผู้บริหารเกิดการตัดสินใจที่คำนึงถึงการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัทซึ่งนำไปสู่การสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นต่อไป ดังนั้นสามารถสรุปได้ว่า การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นโดยบุคคลภายในอาจส่งผลทางลบต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับก็เป็นได้เนื่องจากบุคคลภายในอาจใช้อำนาจในการออกเสียงที่สูงในการสร้างผลประโยชน์ให้กับตนเองโดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น แต่สำหรับการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันนั้นน่าจะสามารถช่วยให้ผู้ถือหุ้นมีผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้นได้จากบทบาทการดูแลติดตามการทำงานของผู้บริหารของนักลงทุนสถาบัน

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์ทางลบกับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ เนื่องจากบุคคลภายในเป็นผู้ที่มีข้อมูลภายในเกี่ยวกับบริษัทมากกว่านักลงทุนทั่วไป การซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในจึงเปรียบเสมือนการส่งสัญญาณให้ตลาดทราบเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งช่วยให้นักลงทุนทั่วไปสามารถพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้แม่นยำเพิ่มมากขึ้นจึงสามารถช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และความผันผวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ลงได้ และพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ทางบวกกับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยผลการวิจัยในส่วนนี้มีความแตกต่าง

จากงานวิจัยในอดีต ทั้งนี้อาจเกิดขึ้นจากสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในประเทศไทยที่ยังมีค่อนข้างน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับในต่างประเทศ แต่อย่างไรก็ตามผู้วิจัยคาดว่า หากในอนาคตตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถเพิ่มสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันให้สูงขึ้นได้ก็มีความเป็นไปได้ที่ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันและความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์จะเป็นไปในทางลบเช่นเดียวกับงานวิจัยในต่างประเทศ

### ข้อเสนอแนะที่ได้รับจากการวิจัย

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต เนื่องจากงานวิจัยฉบับนี้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในและสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานของบริษัท ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ และความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลังเพียง 3 ปี งานวิจัยในอนาคตอาจใช้ข้อมูลย้อนหลัง 5 ปีหรือมากกว่านั้นในการทำการวิจัย เพื่อให้ได้ผลการทดสอบความสัมพันธ์ที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้หากในอนาคตประเทศไทยมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันที่ละเอียดมากยิ่งขึ้นอาจทำการศึกษาความสัมพันธ์ตามข้างต้นอีกครั้ง โดยแบ่งแยกนักลงทุนสถาบันออกเป็นกลุ่ม Active Investor เช่น กองทุนต่างๆ และกลุ่ม Passive Investor เช่น สถาบันการเงิน เพื่อให้เห็นถึงบทบาทการติดตามดูแลการทำงานของผู้บริหารของนักลงทุนสถาบันแต่ละประเภทเพิ่มเติม

สำหรับข้อเสนอแนะต่อตลาดหลักทรัพย์นั้น ผู้วิจัยมีความเห็นว่า ทางตลาดหลักทรัพย์ควรมีมาตรการผลักดันส่งเสริมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันให้เพิ่มมากยิ่งขึ้นเพื่อช่วยเพิ่มสมดุล เพิ่มเสถียรภาพและลดความผันผวนให้กับตลาดหุ้นประเทศไทย อีกทั้งยังควรจัดให้มีการเก็บข้อมูลสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันกลุ่มต่างๆ ให้ละเอียดเพิ่มมากขึ้นซึ่งน่าจะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนทั่วไป และเป็นประโยชน์ต่องานวิจัยในอนาคตเพิ่มมากขึ้น

ข้อเสนอแนะต่อนักลงทุนสถาบัน จากผลงานวิจัยในอดีตและงานวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนนับเป็นหนึ่งในกลไกการติดตามการทำงานของผู้บริหารที่มีประสิทธิภาพอย่างยิ่ง ดังนั้นนักลงทุนสถาบันจึงควรเพิ่มบทบาทในการติดตามดูแลการทำงานของผู้บริหารอย่างใกล้ชิดเพื่อช่วยรักษาผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นทั่วไปและช่วยสนับสนุนให้เกิดการสร้างมูลค่าสูงสุดและความยั่งยืนให้แก่บริษัท

ข้อเสนอแนะต่อผู้บริหาร ผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับบริษัท และความยั่งยืนของบริษัทมากกว่าการรักษาผลประโยชน์ของตนเอง เนื่องจากหากผู้บริหารคำนึงถึงเฉพาะผลประโยชน์ของตนเองในระยะสั้นแล้วนั้น บริษัทย่อมเกิดปัญหาขาดความยั่งยืนซึ่งส่งผลให้มูลค่าของบริษัทและมูลค่าหุ้นลดลงในที่สุด

และข้อเสนอแนะต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป จากผลการวิจัยข้างต้นผู้วิจัยมีความเห็นว่า ผู้ถือหุ้นทั่วไปควรมีการศึกษาสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนแต่ละประเภทร่วมกับข้อมูลพื้นฐานของบริษัท อุตสาหกรรม และกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทนั้นๆเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนทุกครั้งเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์สูงสุดจากการลงทุน

## เอกสารอ้างอิง

- บ้านเมือง. 2557. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพิ่มนักลงทุนสถาบัน 50%. ค้นเมื่อ 6 มกราคม 2558. จาก <http://www.banmuang.co.th/news/economy/4313>.
- สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง. 2557. **Macro Morning Focus**. ค้นเมื่อ 6 มกราคม 2558. จาก <http://www.fpo.go.th/FPO/modules/Content/getfile.php?contentfileID=7735>.
- Aoki, M. 1984. **The co-operative game theory of the firm**. Oxford: Clarendon.
- Brealey, R., Leland, H. and Pyle, D. 1977. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **Journal of Finance**.32(2):371-387.

- Fan, J. and Wong, T. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. **Journal of Accounting and Economics**. 33(3):401-425.
- Faugere, C. and Shawky, H. 2003. Volatility and institutional investor holdings in a declining market: A study of nasdaq during the year 2000. **Journal of Applied Finance**.13 (2): 32-42.
- Ferreira, M. and Matos, P. 2008. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. **Journal of Financial Economics**88 (3):499-533.
- French, K. and Roll, R. 1986. Stock return variances: The arrival of information and the reaction of traders. **Journal of Financial Economics**. 17(1): 5-26.
- Gompers, P. and Metrick, A. 2001. Institutional investors and equity prices, **Quarterly Journal of Economics**.116(1):229-259.
- Grinblatt, M. and Titman, S. 1989. Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings. **Journal of Business**. 62(3): 393-416.
- Grullon, G. and Wang, A. 2001. Closed-end fund discounts with informed ownership differential. **Journal of Financial Intermediation**.10(2):171-205.
- Han, K. and Suk, D. 1998. The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence. **Review of Financial Economics**. 7(2):143-155.
- Ho, S., Lam, K. and Sami, H. 2004. The investment opportunity set, director ownership, and corporate policies: Evidence from an emerging market. **Journal of Corporate Finance**. 10(3):383-408.

- Hudson, C., Jahera, J. and Lloyd, W. 1992. Further evidence on the relationship between ownership and performance. **Financial Review**.27(2):227-239.
- Jensen, M. and Meckling, W. 1976.Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**.3(4):305-360.
- Lowenstein, L. 1988. **What's wrong with Wall Street: short-term gain and the absentee shareholder**. Reading, Mass: Addison-Wesley.
- McConnell, J. and Servaes, H. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value.**Journal of Financial Economics**.27(2):595-612.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, W. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. **Journal of Financial Economics**. 20(1-3):293-315.
- Oswald, S. and Jahera, J. 1991.The influence of ownership on performance: An empirical study. **Strategic Management Journal**.12(4):321-326.
- Piotroski, J. and Roulstone, D. 2005. Do insider trades reflect both contrarian beliefs and superior knowledge about future cash flow realizations?.**Journal of Accounting and Economics**.39(1):55-81.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. **Journal of Financial Economics**. 20(1-3):237-265.
- Shah, S. Butt, S. and Saeed, M. 2011.Ownership structure and performance of firms: Empirical evidence from an emerging market. **African Journal of Business Management**.5(2):515-523.
- Shleifer, A. and Vishny, R. 1997. A survey of corporate governance.**Journal of Finance**.52(2): 737-783.
- Wermers, R. 2000. Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses. **Journal of Finance**. 55(4):1655-1703.