

ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวและการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นกับ
สภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
Relationship between Ownership Concentration and
Dispersion and Stock Liquidity of the Listed Companies in
the Stock Exchange of Thailand

วรศรา รุ่งโรจน์, ยอดยิ่ง ธนทวี

Warissara Rungroch, Yordying Thanatawee

วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์ มหาวิทยาลัยบูรพา ชลบุรี

Graduate School of Commerce, Burapha University

วันที่รับ 21 ม.ค. 2562 วันที่แก้ไข 23 พ.ค. 2562 วันที่ตอบรับ 16 มิ.ย. 2562

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับสภาพคล่องของหุ้น และความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นกับสภาพคล่องของหุ้น กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลครบสมบูรณ์ในช่วงปี พ.ศ.2554 -พ.ศ.2558 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 5 ปี จำนวน 418 บริษัท รวม 2,090 ข้อมูล โดยในส่วนของทฤษฎีการวิเคราะห์ข้อมูลจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ คือ ส่วนแรก การวิเคราะห์ข้อมูลโดยสถิติเชิงพรรณนาและส่วนที่สองจะเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลโดยวิธีอนุมานใช้การทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์สมการการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ผลการวิจัยพบว่าอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีข้อมูลมากที่สุด และอุตสาหกรรมทรัพยากรมีข้อมูลน้อยที่สุด โดยความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นและตัวแปรตาม คือ การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับตัววัดสภาพคล่อง คือ ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย อัตราส่วนสภาพคล่อง และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย ส่วนการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัววัดสภาพคล่อง คือ อัตราส่วนสภาพคล่อง และมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย

คำสำคัญ: การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น, การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น, โครงสร้างการถือหุ้น, สภาพคล่องของหุ้น, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ABSTRACT

The purposes of this research were to examine the relationship between ownership concentration and stock liquidity as well as the relationship between ownership dispersion and stock liquidity. A sample used in the research was the listed companies in the stock exchange of Thailand in 2011 – 2015 in which 418 companies who have complete data were selected; as a result, there were 2,090 data in total. In analyzing the collected data there were two methods used: descriptive statistics and multiple regression analysis, hypothesis testing. The findings indicated that PROPCON owned the most data, but RESOURC owned the least data. Observing the relationship between independent variable and dependent variable, ownership concentration appeared to be negatively related to turnover and liquidity ratio and to be positively related to r-spread whereas ownership dispersion showed a positive relationship with liquidity ratio and a negative relationship with r-spread.

Keywords: Ownership Concentration, Ownership Dispersion, Ownership Structure, Stock Liquidity, the Stock Exchange of Thailand

บทนำ

เป็นที่ทราบกันดีว่าตลาดการเงินที่เกิดขึ้นใหม่นั้นมีสภาพคล่องที่ต่างจากตลาดการเงินที่พัฒนาแล้ว ซึ่งสภาพคล่องถือว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญสำหรับตลาดเกิดขึ้นใหม่ และเป็นอุปสรรคที่สำคัญในการพัฒนาตลาดการเงิน (Rhee and Wang, 2009) ประเทศไทยถือได้ว่าเป็นตลาดการเงินที่เกิดขึ้นใหม่ ดังนั้นสิ่งที่ต้องให้ความสำคัญและต้องคำนึงถึง คือ สภาพคล่อง (Liquidity) สภาพคล่องของหลักทรัพย์นับเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนควรให้ความสำคัญ เนื่องจากหุ้นที่มีสภาพคล่องที่สูงหรือมีปริมาณการซื้อขายจำนวนมาก การซื้อขายย่อมเป็นไปได้ง่ายและเป็นที่ปรารถนาของนักลงทุนทุกประเภท แต่หุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำหรือมีปริมาณการซื้อขายจำนวนน้อยๆ การซื้อขายย่อมเป็นไปได้ยากและทำให้นักลงทุนมีความเสี่ยงสูงในการลงทุนอีกด้วย (จิราลักษณ์ สุวรรณสิริ, 2545) โครงสร้างการถือหุ้นเป็นส่วนหนึ่งในการกำหนดทิศทางของสภาพคล่องได้ เนื่องจากการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นทำให้สภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์ลดลง (Heflin and Shaw, 2000) และการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นจะช่วยเพิ่มสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์ (Jacoby and Zheng, 2010)

จากงานวิจัยที่ผ่านมาได้มีการศึกษาการกระจุกตัวและการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นกับสภาพคล่องของหุ้น ซึ่งการกระจุกตัวและการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นให้ผลที่แตกต่างกัน เนื่องจากการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นสามารถทำให้การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นเป็นไปตามทิศทางที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่กำหนด เพราะหุ้นส่วนใหญ่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท จึงเป็นสาเหตุที่ทำให้การซื้อขายของหุ้นในบริษัทขึ้นอยู่กับนักกลทุนรายใหญ่ เนื่องจากหุ้นจะมีการกระจุกตัวอยู่ในบริษัทนั่นเอง และอีกประเด็นหนึ่งของการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นก็คือ การเผยแพร่ข้อมูลทางการเงินที่ไม่ครบถ้วนหรือมีการเผยแพร่ข้อมูลที่น้อยลงอย่างไม่โปร่งใส เพราะผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก (Fan and Wong, 2002) แต่ในทางกลับกันการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นจะทำให้มีสภาพคล่องที่สูงขึ้น เนื่องจากจำนวนหุ้นที่หมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่ส่วนใหญ่ถือครองโดยนักกลทุนรายย่อย เป็นหุ้นในส่วนที่ไม่ได้ถือครองโดยผู้มีส่วนร่วมในการบริหารเงิน (Strategic shareholder) และไม่ได้เป็นหุ้นที่ซื้อคืน ทั้งนี้การมีผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมากจะเป็นการพัฒนาตลาดการเงิน (ศูนย์วิจัยกสิกรไทย, 2554) จากความสำคัญของผู้ถือหุ้นรายย่อยทำให้เพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดหลักทรัพย์ เพราะยังเพิ่มจำนวนหุ้นในส่วนของนักกลทุนรายย่อยที่สามารถถือครองได้ ทำให้มีจำนวนการหมุนเวียนของหุ้นที่กระจายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น และสิ่งสำคัญของผู้ถือหุ้นรายย่อยยังเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท ทำให้นักกลทุนสามารถซื้อขายหุ้นได้อย่างคล่องตัวและได้ราคาที่เหมาะสมจนเกิดความน่าสนใจในหุ้นของบริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) อันจะส่งผลให้บริษัทสามารถระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ ได้โดยสะดวก ดังนั้นการมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยในบริษัทมากทำให้มีความน่าจะเป็นในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นด้วยเช่นกัน

สำหรับการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จึงมีความสนใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวและการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นกับสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นในประเทศไทยส่วนใหญ่ มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวสูง นั่นคือเจ้าของบริษัทมีการบริหารงานและควบคุมด้วยตนเอง เปรียบเสมือนการทำงานกันในลักษณะครอบครัวหรือเครือญาติ (สัจจวัฒน์ จันทร์หอม, 2554) ในงานวิจัยนี้จึงคำนึงถึงการกระจุกตัวในประเทศไทยว่าส่งผลต่อสภาพคล่องของหุ้นในเชิงใด และการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นในประเทศไทยมีการกระจายตัวมากน้อยเพียงใดและมีสภาพคล่องของหุ้นมากน้อยเพียงใด ดังนั้นงานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวและการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นกับสภาพคล่องของหุ้นในประเทศไทย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับสภาพคล่องของหุ้น
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นกับสภาพคล่องของหุ้น

สมมติฐานของการวิจัย

1. การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสภาพคล่องของหุ้น
2. การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้น
3. ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้น
4. ราคาหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสภาพคล่องของหุ้น
5. ความผันผวนของหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสภาพคล่องของหุ้น
6. ปริมาณการซื้อขายของหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้น

แนวคิดและทฤษฎีในการวิจัย

Chordia , Shivakumar and Subrahmanyam (2001) ได้คำนวณหาความอ่อนไหวของสภาพคล่องต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น โดยวิเคราะห์สมการถดถอยระหว่างเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของสภาพคล่องกับการเปลี่ยนแปลงของค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนของหุ้นรายวัน ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนที่ได้จะใช้เป็นตัววัดความอ่อนไหวของสภาพคล่องต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลรายการซื้อขายที่เข้ามาในตลาดของหุ้นสามัญที่จดทะเบียนใน New York Stock Exchange (NYSE) ตั้งแต่ปี 1988-1998 ซึ่งผลการศึกษาพบว่าค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนรายวันเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของสภาพคล่องรายวัน โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของสภาพคล่อง ซึ่งวัดจากช่วงห่างของราคาเสนอซื้อเสนอขาย เมื่อราคาหุ้นมีความผันผวนมากขึ้นมีผลทำให้ช่วงห่างของราคาเสนอซื้อเสนอขายเพิ่มขึ้น นั่นคือทำให้มีสภาพคล่องลดลง ต่อมาได้ศึกษาปัจจัยที่มีส่วนในการอธิบายความอ่อนไหวของสภาพคล่องต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น พบว่าขนาดของบริษัท ปริมาณการซื้อขายหุ้น ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน และสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความอ่อนไหวของสภาพคล่องต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น และในขณะที่ความผันผวนของปริมาณการซื้อขายหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวก

จิราลักษณ์ สุวรรณศิริ (2545) ซึ่งทำการศึกษาโดยใช้ค่าประมาณของช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (Bid-Ask Spread) เป็นตัวแทนวัดสภาพคล่อง ผลการศึกษพบว่าแทบจะไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่องเลย แต่เมื่อใช้อัตราการหมุนของหุ้นซึ่งเป็นอัตราที่ได้จากจำนวนหุ้นที่มีการซื้อขายหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด เป็นตัวแทนวัดสภาพคล่อง กลับพบว่าสภาพคล่องมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ผลการศึกษาที่ได้จึงไม่สามารถสรุปได้แน่ชัดว่าอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่องของหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์กันในทิศทางใด แต่ก็พบว่าความสัมพันธ์นี้มีอยู่

Gorkittisunthorn, Jumreornvong and Limpaphayom (2006) ได้ศึกษาการดูแลของผู้บริหารเกี่ยวกับช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายในการเปลี่ยนแปลงการแตกหุ้นในประเทศไทยกับเศรษฐกิจที่มีโครงสร้างการกระจุกตัวสูงที่มีความสอดคล้องกับสมมติฐานสภาพคล่อง พบว่าช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายลดลงอย่างมีนัยสำคัญหลังจากการแตกหุ้น และผลยังแสดงให้เห็นว่าระหว่างผู้บริหารและการเปลี่ยนแปลงช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะการลดลงของช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายส่วนใหญ่เกิดขึ้นกับบริษัทที่มีผู้บริหารระดับต่ำก่อนการแตกหุ้น ช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขายยังไม่มีเปลี่ยนแปลงสำหรับหุ้นที่มีการกระจุกตัวสูง ผลการวิจัยนี้เน้นการเชื่อมโยงระหว่างโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดี โครงสร้างจุลภาคตลาดและการตัดสินใจทางการเงินของบริษัทในตลาดเกิดใหม่

Rubin (2007) ได้วิเคราะห์การเชื่อมโยงระหว่างสภาพคล่องของหุ้นบริษัทและโครงสร้างความเป็นเจ้าของ โดยเฉพาะหุ้นบริษัทที่มีเจ้าของโดยบุคคลภายในสถาบัน และการกระจุกตัวของหุ้น พบว่าความสัมพันธ์สภาพคล่องกับเจ้าของโดยส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่ความเป็นเจ้าของของสถาบันมากกว่าบุคคลภายใน สิ่งที่สำคัญคือ สภาพคล่องมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผู้ถือหุ้นในสถาบันรวมแต่เชิงลบกับสถาบันผู้ถือหุ้นรายใหญ่หลักทรัพย์

Brockman, Chung and Yan (2009) ได้ตรวจสอบผลกระทบของผู้ถือหุ้นรายใหญ่บนกิจกรรมการซื้อขายของบริษัทและสภาพคล่องของตลาดรอง ผลการศึกษาของคณะผู้วิจัยแสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะปิดกิจกรรมการซื้อขาย เพื่อทำให้เกิดการกระจายโครงสร้างผู้ถือหุ้นและการลดสภาพคล่องในตลาดของบริษัท สิ่งเหล่านี้มีผลกระทบทำให้สภาพคล่องลดลง อย่างไรก็ตามเมื่อคณะผู้วิจัยได้ควบคุมกิจกรรมการซื้อขาย ได้พบว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นอันตรายกับสภาพคล่องในตลาดของบริษัท เพราะเป็นผลกระทบในด้านการซื้อขายซึ่งเป็นผลกระทบที่ลดลงอย่างแท้จริง หลังจากที่ได้ควบคุมผลกระทบนี้ คณะผู้วิจัยได้พบหลักฐานของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีผลในเชิงลบของการให้ข้อมูลที่ลดลง ผลแสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่และสภาพคล่องในตลาดมีความสัมพันธ์ที่ตรงข้ามกัน

Jacoby and Zheng (2010) ได้ทบทวนเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายตัวของความเป็นเจ้าของและสภาพคล่องของตลาด สำหรับการกระจายตัวของความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้น ได้มีการพิจารณาเป็น 2 มิติ คือ จำนวนความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นรายย่อยและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สำหรับสภาพคล่องของตลาดได้พิจารณา 4 ประเภจากการวัดสภาพคล่อง คือ การกระจายตัว ความน่าจะเป็นของการซื้อขายข้อมูล (PIN) ความลึกและปริมาณ ตัวอย่างจะรวมถึงบริษัท NASDAQ ที่นอกเหนือจากบริษัท NYSE และบริษัท AMEX และได้พบความสัมพันธ์หลายอย่างที่มิได้บันทึกไว้ในวรรณกรรมทางการเงิน ผลการทดสอบโดยรวมพบว่ามีความสอดคล้องกับความคิดที่ว่าการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นสูงขึ้นช่วยเพิ่มสภาพคล่องของตลาด

Chai, Faff and Gharghori (2010) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของหุ้นและดัชนีชี้วัดต่างๆของการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาระดับความสัมพันธ์ของดัชนีชี้วัดสภาพคล่อง 6 ค่า คือ illiquidity ratio from Amihud, return reversal measure from Pastor and Stambaugh, stock turnover rate, zero return measure from Lesmond et al, turnover adjusted zero daily volumes from Liu และ proportional bid-ask spread ว่ามีความสัมพันธ์กันมากน้อยเพียงใด และเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีชี้วัดสภาพคล่องทั้ง 6 ค่า ผลการศึกษพบว่าดัชนีการวัดสภาพคล่อง 5 ค่าจาก 6 ค่า มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน โดยยกเว้น return reversal measure from Pastor and Stambaugh มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกัน ปัจจัยที่ส่งผลต่อดัชนีชี้วัดสภาพคล่องนั้น ราคาและปริมาณการซื้อขายจะมีการแปรผันตรงกับระดับสภาพคล่อง แต่ในทางตรงข้ามกัน ความแปรปรวน ผลตอบแทนรายเดือน และ Beedles' thin trading measure จะแปรผกผันกับดัชนีชี้วัดสภาพคล่องทั้ง 6

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ ได้ดำเนินการวิจัยในรูปแบบการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) และใช้วิธีการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยมีแหล่งข้อมูลในการศึกษา คือ แหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data Analysis) ที่นำข้อมูลมาจากรฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในส่วนของวิเคราะห์ข้อมูลจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ คือ ส่วนแรก การวิเคราะห์ข้อมูลโดยสถิติเชิงพรรณนา เพื่อนำผลจากการวิจัยเบื้องต้นทำให้เกิดความเข้าใจในภาพรวมของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ศึกษา ส่วนที่สองจะเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลโดยวิธีอนุมาน เพื่อทำการทดสอบการกระจุกตัวและการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นต่อสภาพคล่องของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2554 - พ.ศ.2558 รวมทั้งสิ้น 584 บริษัท แบ่งเป็น 8 อุตสาหกรรม และกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลที่ครบถ้วนสมบูรณ์ รวมทั้งสิ้น 418 บริษัท จำนวน 2090 ข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลในงานวิจัยชิ้นนี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้แหล่งข้อมูลจากรฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool), www.set.or.th และ www.settrade.com ซึ่งเป็นเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปรอิสระ

การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership concentration) หมายถึง ร้อยละของจำนวนของผู้ถือหุ้น หุ้ น รายใหญ่ 5 อันดับแรก (Top 5) ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership dispersion) หมายถึง ร้อยละของจำนวนผู้ถือหุ้นราย ย่อย (Free float) ที่ไม่ได้มีส่วนร่วมในการบริหารงานหรือไม่มีอำนาจการควบคุม

ขนาดของบริษัท (Firm Size) วัดจากค่าเฉลี่ยของ Market Cap ในวันที่มีการซื้อขายในปีนั้น โดย ใช้สูตรดังนี้ ขนาดบริษัท = $\ln(\text{Market Cap})$

ราคาหุ้น (Price) วัดได้จากราคาปิดของหุ้นของแต่ละบริษัทในแต่ละวัน แล้วนำมาเฉลี่ย ณ วันที่มีการ ทำการซื้อขายในปีนั้น

ความผันผวนของหุ้น (Volatility) วัดจากค่าเบี่ยงเบนการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของแต่ละวันที่มีการ ซื้อขายในปีนั้น โดยใช้สูตร คือ $\text{Stdev}(\% \text{chg})$ ในโปรแกรม Microsoft Excel เพื่อวัดการแปรปรวนของหุ้น

ปริมาณการซื้อขายของหุ้น (Volume) วัดจากค่าเฉลี่ยของปริมาณการซื้อขายของหุ้นในปีนั้น

คำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปรตาม

ช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (Bid-Ask Spread) คือ ความแตกต่างระหว่างราคาเสนอซื้อ และราคา เสนอขาย ส่วนต่างของราคานี้จะสะท้อนถึงต้นทุนที่นักลงทุนต้องแบกรับ มีสมการดังนี้

$$\text{Relative spreads} = \frac{(\text{Ask} - \text{Bid})}{\frac{(\text{Ask} + \text{Bid})}{2}}$$

โดยที่ Ask คือ ราคาเสนอขาย
Bid คือ ราคาเสนอซื้อ

Amihud's Illiquidity คือ เป็นการวัดการซื้อขายมีผลกระทบต่อความผันผวนต่อราคาหุ้นมากน้อยเพียงใดฉะนั้นค่านี้อาจเป็นค่าตรงกันข้ามกับค่าดัชนีชี้วัดสภาพคล่อง มีสมการดังนี้

$$Amihud_t = \frac{1}{D_t} \sum_{d=1}^{D_{t,t}} |r_{d,t}| / V_{d,t}$$

โดยที่ Amihud_t คือ Illiquidity ratio ของตลาดหลักทรัพย์ ในเดือนที่ t

D_t คือ จำนวนวันที่มีการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ ในเดือนที่ t

R_{d,t} คือ ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ d ในเดือนที่ t

V_{d,t} คือ มูลค่าการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ d ในเดือนที่ t

ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (Turnover) คือ อัตราส่วนระหว่างจำนวนหุ้นที่มีการซื้อขาย ณ ช่วงเวลาหนึ่ง กับจำนวนหุ้นที่มีอยู่ในตลาด มีสมการดังนี้

โดยที่ Turnover_t คือ อัตราส่วนระหว่างมูลค่าการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ในเดือนที่ t ต่อ Market Capitalization ของตลาดหลักทรัพย์ ในเดือนที่ t

V_{i,t} คือ มูลค่าการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ ในเดือนที่ t

Market Cap คือ มูลค่าตามราคาตลาดของตลาดหลักทรัพย์ ในเดือนที่ t

อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity ratio) คือ อัตราส่วนของปริมาณการซื้อขายทั้งหมดใน 1 วัน ไปถึงมูลค่าที่แท้จริงของ ผลตอบแทนของหุ้น โดยอัตราส่วนสภาพคล่องเป็นตัวแทนของสภาพคล่องของตลาดหุ้น มีสมการดังนี้

$$LR_t = \sum \{VOL_{i,t}\} / (\sum |R_{i,t}|)$$

โดยที่ LR_i คือ อัตราส่วนสภาพคล่องของหุ้น

VOL_{i,t} คือ ปริมาณการซื้อขายของหุ้น ในเดือนที่ t

R_{i,t} คือ ผลตอบแทนของหุ้น ในเดือนที่ t

การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ใช้เทคนิคในการอธิบายและวิเคราะห์ข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS และ EvIEWS โดยการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ คือ การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership concentration), การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership dispersion), ขนาดของบริษัท (Firm size), ราคาหุ้น (Price), ความผันผวนของหุ้น (Volatility), ปริมาณการซื้อขายของหุ้น (Volume) และตัวแปรตาม คือ ช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (Relative Spread), ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (Turnover), Amihud's Illiquidity (AMIHUD) และอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity ratio) โดยพิจารณาจากตัวแบบของสมการถดถอย ดังนี้

$$LIO = \alpha + \beta_1 \cdot CONCEN_t + \beta_2 \cdot PRICE_t + \beta_3 \cdot VOLATILITY_t + \beta_4 \cdot SIZE_t + \beta_5 \cdot SET_t + \epsilon_t \quad (1)$$

$$LIO = \alpha + \beta_1 \cdot DISPER_t + \beta_2 \cdot PRICE_t + \beta_3 \cdot VOLATILITY_t + \beta_4 \cdot SIZE_t + \beta_5 \cdot SET_t + \epsilon_t \quad (2)$$

ผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ทำการศึกษาวิเคราะห์ข้อมูล โดยแบ่งเป็น 3 ขั้นตอน ดังนี้

1.การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

ตารางที่ 1 จำนวนบริษัทที่มีข้อมูลครบสมบูรณ์ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 – 2558 โดยจำแนกตามอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	จำนวน (ข้อมูล)	เปอร์เซ็นต์ (%)
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	195	9.33
สินค้าอุปโภคและบริโภค	185	8.85
ธุรกิจการเงิน	245	11.72
สินค้าอุตสาหกรรม	345	16.51
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	400	19.14
ทรัพยากร	150	7.18
บริการ	390	18.66
เทคโนโลยี	180	8.61
รวม	2090	100

จากตารางที่ 1 แสดงจำนวนข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งตามอุตสาหกรรมได้ 8 อุตสาหกรรม คือ (1) อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ร้อยละ 19.14 (2) บริการ ร้อยละ 18.66 (3) อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ร้อยละ 16.51 (4) อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ร้อยละ 11.72 (5) อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ร้อยละ 9.33 (6) อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค ร้อยละ 8.85 (7) อุตสาหกรรมเทคโนโลยี ร้อยละ 8.61 และ (8) อุตสาหกรรมทรัพยากร ร้อยละ 7.18

ค่าความถี่ของข้อมูลตัวแปรโดยรวม ค่าเฉลี่ยของตัวแปรอิสระ ได้แก่ การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (CON-CEN) ร้อยละ 57.23 การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (DISPER) ร้อยละ 41.59 ขนาดของบริษัท (SIZE) 24,619.62 ล้านบาท ราคาหุ้น (PRICE) 38.68 บาท ความผันผวนของหุ้น (VOLAT) ร้อยละ 2.87 และปริมาณการซื้อขายของหุ้น (VOLUME) 13.54 ล้านหุ้น ตัวแปรตาม ได้แก่ ช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (R-SPREAD) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.02 ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (TURNOVER) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.58 Amihud's Illiquidity (AMIHUD) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 76.51 และอัตราส่วนสภาพคล่อง (LR) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 5.50 ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลตัวแปรโดยรวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Variable	หน่วย	n	Mean	Minimum	Maximum	Std. Dev.
CONCEN	%	2090	57.23	7.77	98.79	17.89
DISPER	%	2090	41.59	2.12	100.00	18.99
SIZE	ล้านบาท	2090	24,619.62	69.34	948,478.01	82,555.05
PRICE	บาท	2090	38.68	0.02	2,088.23	110.70
VOLAT	%	2090	2.87	0.05	74.58	2.76
VOLUME	ล้านหุ้น	2090	13.54	0.0002	1,743.57	67.32
R - SPREAD		2090	0.02	0.0024	0.64	0.03
TURNOVER		2090	0.58	0.0003	11.09	1.05
AMIHUD		2090	76.51	0.0008	12,449.33	468.20
LR		2090	5.50	0.0001	331.22	17.47

2.ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation Analysis)

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน แสดงความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของหุ้นกับตัวแปรอิสระ ได้ผลการวิเคราะห์ดังนี้

ช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (R-SPREAD) พบว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (CONCEN) การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (DISPER) ขนาดของบริษัท (SIZE) ราคาของหุ้น(PRICE) และปริมาณการซื้อขายของหุ้น(VOL) มีความสัมพันธ์เชิงบวก ในทางตรงข้ามกับความผันผวนของหุ้น(VOLAT) มีความสัมพันธ์เชิงลบ

ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (TURNOVER) พบว่าการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (DISPER) ความผันผวนของหุ้น (VOLAT) และปริมาณการซื้อขายของหุ้น(VOL) มีความสัมพันธ์เชิงบวก ในทางตรงข้ามกับการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (CONCEN) ขนาดของบริษัท (SIZE) และราคาของหุ้น(PRICE) มีความสัมพันธ์เชิงลบ

Amihud's Illiquidity (AMIHUD) พบว่า การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (DISPER) ขนาดของบริษัท (SIZE) และปริมาณการซื้อขายของหุ้น (VOL) มีความสัมพันธ์เชิงบวก แต่ในทางตรงข้ามกับการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (CONCEN) และความผันผวนของหุ้น(VOLAT) มีความสัมพันธ์เชิงลบ และราคาของหุ้น(PRICE)ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

อัตราส่วนสภาพคล่อง (LR) พบว่าการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (DISPER) ขนาดของบริษัท (SIZE) ความผันผวนของหุ้น (VOLAT) และปริมาณการซื้อขายของหุ้น (VOL) มีความสัมพันธ์เชิงบวก ในทางตรงข้ามกับการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (CONCEN) และราคาของหุ้น (PRICE) มีความสัมพันธ์เชิงลบ

ดังตารางที่3

ตารางที่ 3 เมตริกค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlations) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Variable	CONCEN	DISPER	SIZE	PRICE	VOLAT	VOL	R-SPREAD	TURNOVER	AMIHUD	LR
CONCEN	1									
DISPER	-0.730*** (0.000)	1								
SIZE	0.082*** (0.000)	0.053** (0.015)	1							
PRICE	0.285*** (0.000)	-0.253*** (0.000)	0.429*** (0.000)	1						
VOLAT	-0.112*** (0.000)	0.021 (0.327)	-0.328*** (0.000)	-0.269*** (0.000)	1					
VOL	-0.361*** (0.000)	0.507*** (0.000)	0.285*** (0.000)	-0.611*** (0.000)	0.138*** (0.000)	1				
R-SPREAD	-0.061*** (0.005)	-0.077*** (0.000)	-0.248*** (0.000)	-0.116*** (0.000)	0.531*** (0.000)	-0.211*** (0.000)	1			
TURNOVER	-0.347*** (0.000)	0.345*** (0.000)	-0.164*** (0.000)	-0.356*** (0.000)	0.378*** (0.000)	0.489*** (0.000)	-0.085*** (0.000)	1		
AMIHUD	0.100*** (0.000)	-0.152*** (0.000)	-0.178*** (0.000)	-0.022 (0.313)	0.284*** (0.000)	-0.201*** (0.000)	0.338*** (0.000)	-0.070*** (0.001)	1	
LR	-0.226*** (0.000)	0.243*** (0.000)	0.194*** (0.000)	-0.312*** (0.000)	0.153*** (0.000)	0.450*** (0.000)	0.095*** (0.000)	0.268*** (0.000)	-0.049** (0.024)	1

หมายเหตุ : ***, **, * หมายถึงค่านัยสำคัญทางสถิติอยู่ระดับ 1% (P-value ≤ 0.01), 5% (P-value ≤ 0.05) และ 10% (P-value ≤ 0.10) ตามลำดับ

R-SPREAD ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงบวกแต่ความสัมพัทธ์จริงคือเชิงลบ, ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงลบ แต่ความสัมพัทธ์จริงคือเชิงบวก

TURNOVER ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงบวกแต่ความสัมพัทธ์จริงคือเชิงลบ, ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงลบ แต่ความสัมพัทธ์จริงคือเชิงลบ

AMIHUD ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงบวกแต่ความสัมพัทธ์จริงคือเชิงลบ, ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงลบ แต่ความสัมพัทธ์จริงคือเชิงบวก

LR ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงบวกแต่ความสัมพัทธ์จริงคือเชิงลบ, ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงลบ แต่ความสัมพัทธ์จริงคือเชิงลบ

3.ผลการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์สมการการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) โดยใช้สภาพคล่องของหุ้นเป็นตัวแปรตาม และค่าการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (CONCEN) เป็นตัวแปรอิสระหลัก

Variable	Model			
	R-SPREAD	TURNOVER	Amihud's Illiquidity	LR
Constant	-0.0222** (-2.1289)	4.4533*** (13.1781)	-495.3405*** (-2.6409)	-67.0830*** (-10.2178)
CONCEN	-0.0168*** (-10.3571)	-0.2901*** (-5.4983)	43.5208 (1.4861)	-6.1133*** (-5.9636)
SIZE	0.0112*** (19.2341)	-0.3690*** (-19.6004)	64.9083*** (6.2111)	4.5933*** (12.5571)
PRICE	-0.0146*** (-22.0640)	0.3426*** (15.9329)	-101.2660*** (-8.4859)	-4.4327*** (-10.6121)
VOLATILITY	0.0414*** (36.8661)	0.3929*** (10.7839)	311.0181*** (15.3812)	5.8469*** (8.2609)
VOLUME	-0.0106*** (-29.0714)	0.3203*** (26.9885)	-80.5506*** (-12.2266)	0.0026 (0.0111)
R	0.705	0.680	0.413	0.520
Adjusted R ²	0.4952	0.4612	0.1687	0.2687

หมายเหตุ : ***, **, * หมายถึงค่านัยสำคัญทางสถิติอยู่ที่ระดับ 1% (P-value $\leq$ 0.01), 5% (P-value $\leq$ 0.05) และ 10% (P-value $\leq$ 0.10)ตามลำดับ

R-SPREAD ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงบวกแต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงลบ, ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงลบ แต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงบวก
TURNOVER ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงบวกแต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงบวก, ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงลบ แต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงลบ
AMIHUD ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงบวกแต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงลบ, ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงลบ แต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงบวก
LR ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงบวกแต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงบวก, ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงลบ แต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงลบ

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) โดยใช้ ช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (R-SPREAD) ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (TURNOVER) Amihud's Illiquidity และอัตราส่วนสภาพคล่อง (LR) เป็นตัวแปรตาม เมื่อมีการทดสอบแล้วไม่เกิดปัญหา Multicollinearity เนื่องจากค่า VIF มีค่าระหว่าง -0.7 - 0.7 แสดงว่าไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น พบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวสามารถทำนายการเปลี่ยนแปลงของช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (R-SPREAD) และปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (TURNOVER) แต่การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (CONCEN)ไม่สามารถทำนายตัวแปรตาม Amihud's Illiquidity และปริมาณการซื้อขายของหุ้น (VOLUME) ไม่สามารถทำนายตัวแปรตามอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity ratio) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01, 0.05 และ 0.10

ตารางที่ 5 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) โดยใช้สภาพคล่องของหุ้นเป็นตัวแปรตาม
ค่าการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (DISPER) เป็นตัวแปรอิสระหลัก

Variable	Model			
	R-SPREAD	TURNOVER	Amihud's Illiquidity	LR
Constant	-0.1402*** (-13.4824)	3.2609*** (9.5463)	-406.3784** (-2.1571)	-105.6215*** (-15.9957)
DISPER	0.0137*** (11.4411)	0.0508 (1.2928)	12.1659 (0.5609)	4.0238*** (5.2929)
SIZE	0.0120*** (20.2159)	-0.3840*** (-19.6632)	70.3314*** (6.5300)	4.7526*** (12.5898)
PRICE	-0.0161*** (-23.4636)	0.3494*** (15.5270)	-105.6988*** (-8.5170)	-4.7974*** (-11.0293)
VOLATILITY	0.0430*** (38.0726)	0.3940*** (10.6214)	313.6882*** (15.3334)	6.2935*** (8.7771)
VOLUME	-0.0118*** (-29.2930)	0.3326*** (25.1383)	-85.8547*** (-11.7645)	-0.2549 (-0.9967)
R	0.708	0.675	0.412	0.518
Adjusted R ²	0.5006	0.4538	0.1679	0.2661

หมายเหตุ : ***, **, * หมายถึงค่านัยสำคัญทางสถิติอยู่ระดับ 1%

(P-value $\leq$ 0.01), 5% (P-value $\leq$ 0.05) และ 10% (P-value $\leq$ 0.10) ตามลำดับ

R-SPREAD ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงบวกแต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงลบ, ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงลบ แต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงบวก

TURNOVER ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงบวกแต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงบวก, ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงลบ แต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงลบ

AMIHUD ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงบวกแต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงลบ, ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงลบ แต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงบวก

LR ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงบวกแต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงบวก, ถ้ามีค่าสัมพัทธ์เชิงลบ แต่ความสัมพันธ์จริงคือเชิงลบ

จากตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) โดยใช้ ช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (R-SPREAD) ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (TURNOVER) Amihud's Illiquidity และอัตราส่วนสภาพคล่อง (LR) เป็นตัวแปรตาม เมื่อมีการทดสอบแล้วไม่เกิดปัญหา Multicollinearity เนื่องจากค่า VIF มีค่าระหว่าง -0.7 - 0.7 แสดงว่าไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น พบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวสามารถทำนายการเปลี่ยนแปลงของช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (R-SPREAD) แต่การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (DISPER) ไม่สามารถทำนายตัวแปรตามปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (TURNOVER) และ Amihud's Illiquidity ได้ และปริมาณการซื้อขายของหุ้น (VOLUME) ไม่สามารถทำนายตัวแปรตามอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity ratio) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01, 0.05 และ 0.10

อภิปรายผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับสภาพคล่องของหุ้นและเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นกับสภาพคล่องของหุ้น ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งสิ้น 418 บริษัท จำนวน 2090 ข้อมูลซึ่งผลการศึกษาพบว่า

การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership concentration) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับ ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (Turnover) และอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity ratio) ซึ่งมีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Heflin and Shaw (2000) ที่กล่าวว่ายิ่งมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงจะทำให้มีการซื้อขายหมุนเวียนของหุ้นลดลง เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีการถือหุ้นแบบระยะยาว แต่ในทางกลับกันช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (R-Spread) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีการถือหุ้นระยะยาวทำให้มีความผันผวนของหุ้นน้อยคือมีช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อเสนอขายแคบ

การกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership dispersion) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity ratio) ซึ่งมีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Jacoby and Zheng (2010) ที่กล่าวว่านักลงทุนรายย่อยเป็นนักลงทุนระยะสั้นทำให้มีความถี่ในการซื้อขายมาก แต่ในทางกลับกันช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (R-Spread) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายย่อยมีการซื้อขายเป็นจำนวนมาก ทำให้มีความผันผวนของหุ้นมากและอาจเกิดช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อเสนอขายที่กว้าง

ขนาดของบริษัท (Firm Size) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity ratio) ซึ่งมีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Brockman, Chung and Yan (2009) ที่กล่าวว่าขนาดของบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีปริมาณของหุ้นที่มาก ทำให้มีโอกาที่จะมีการซื้อขายหุ้นหมุนเวียนที่มาก แต่ในทางกลับกันช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (R-Spread) ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (Turnover) และ Amihud's Illiquidity มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ เนื่องจากอาจจะเป็นไปได้ว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่กระจุกตัว

ราคาหุ้น (Price) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity ratio) ซึ่งมีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Prommin, Jumreornvong and Jirapron (2014) กล่าวว่าราคาที่ราคาหุ้นสูงทำให้นักลงทุนซื้อขายหุ้นได้ปริมาณที่น้อย แต่ในทางกลับกันช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (R-Spread) ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (Turnover) และ Amihud's Illiquidity มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก อาจจะเป็นไปได้ว่ายิ่งราคาสูงบริษัทอาจจะมีความมั่นคงมาก

ความผันผวนของหุ้น (Volatility) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (R-Spread) และ Amihud's Illiquidity มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lesmond (2005) กล่าวว่าถ้าหุ้นมีความผันผวนสูงจะเกิดความเสี่ยงในการลงทุนซึ่งอาจจะทำให้นักลงทุนไม่กล้าเข้ามาลงทุนในหุ้นตัวนั้น แต่ในทางกลับกันปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (Turnover) และอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity ratio) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก อาจเป็นไปได้ว่าความผันผวนที่สูงอาจจะมีผลตอบแทนในอัตราที่สูงขึ้นด้วย

ปริมาณการซื้อขายของหุ้น (VOLUME) ความสัมพันธ์ในเชิงบวกของช่วงห่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย (R-Spread) ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย (Turnover) และ Amihud's Illiquidity ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Jacoby and Zheng (2010) พบว่าปริมาณการซื้อขายหุ้นสามารถมีความสัมพันธ์กันเชิงบวกกับสภาพคล่องของหุ้น เนื่องจากปริมาณการซื้อขายของหุ้นยิ่งมากแสดงว่านักลงทุนมีการซื้อขายหุ้นสูง

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย

1. สำหรับผู้บริหารสามารถปรับเปลี่ยนโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและแบบกระจายตัวของผู้ถือหุ้นให้เหมาะสมกับสภาพคล่องของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. นักลงทุนสามารถวิเคราะห์ข้อมูลจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและแบบกระจายตัวของผู้ถือหุ้นโดยนำข้อมูลมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นตัวนั้นๆ

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. ในการศึกษาครั้งนี้ ได้ใช้ตัวชี้วัดทั้ง 4 วิธี ได้แก่ Bid-Ask Spread, Turnover, Amihud's Illiquidity, Liquidity ratio ซึ่งสามารถสะท้อนถึงปัจจัยของสภาพคล่องของหุ้นได้พอสมควร โดยตัววัดทั้ง 4 วิธี ได้อ้างอิงจากการศึกษาที่ผ่านมา แต่ผู้วิจัยยังเชื่อว่า ทั้ง 4 วิธีนี้ยังไม่สามารถสะท้อนสภาพคล่องของหุ้นได้อย่างชัดเจน ดังนั้น ผู้ที่จะศึกษาปัจจัยเกี่ยวกับสภาพคล่องในครั้งต่อไป ควรศึกษาเชิงเปรียบเทียบอย่างลึกซึ้ง ให้ประจักษ์ได้ว่าตัวชี้วัดตัวใดสามารถวัดสภาพคล่องของหุ้นที่ดีที่สุด

2. ควรศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวยกกับสภาพคล่องของหุ้น

3. ควรเปรียบเทียบสภาพคล่องของหุ้นในบริษัทชั้นนำของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศอาเซียน

4. ศึกษาข้อมูลเชิงปริมาณควบคู่กับข้อมูลเชิงคุณภาพในการวิเคราะห์ข้อมูล เพื่อเป็นผลประโยชน์แก่นักลงทุนและผู้พัฒนาตลาดหลักทรัพย์

บรรณานุกรม

จิราลักษณ์ สุวรรณสิริ. (2545). สภาพคล่องและอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ: การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, สาขาวิชาการเงิน, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สัจจวัฒน์ จันทรหอม. (2554). คุณภาพกำไรของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นและการบริหารงานโดยครอบครัว. บัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

_____. (ม.ป.ป.). มูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วันที่ค้นข้อมูล 25 มกราคม 2559, เข้าถึงได้จาก <http://www.setsmart.com/ism/investorType.html>

_____. (ม.ป.ป.). บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วันที่ค้นข้อมูล 25 มกราคม 2559, เข้าถึงได้จาก <http://www.setsmart.com/ism/brokerProfile.html>

- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of financial markets*, 5(1), 31-56.
- Brockman, P., Chung, D. Y., & Yan, X. S. (2009). Block ownership, trading activity, and market liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(06), 1403-1426.
- Chai, D., Faff, R., & Gharghori, P. (2010). New evidence on the relation between stock liquidity and measures of trading activity. *International Review of Financial Analysis*, 19(3), 181-192.
- Chordia, T., Shivakumar, L., & Subrahmanyam, A. (2001). The cross-section of daily variation in liquidity. *London Business School Accounting Subject Area*, (012).
- Fan, J. P., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 401-425.
- Gorkittisunthorn, M., Jumreornvong, S., & Limpaphayom, P. (2006). Insider ownership, bid-ask spread, and stock splits: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. *International Review of Financial Analysis*, 15(4), 450-461.
- Heflin, F., & Shaw, K. W. (2000). Blockholder ownership and market liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(04), 621-633.
- Jacoby, G., & Zheng, S. X. (2010). Ownership dispersion and market liquidity. *International Review of Financial Analysis*, 19(2), 81-88.
- Menard, S. (1995). *Applied logistic regression analysis: Sage university series on quantitative applications in the social sciences*.
- Pathirawasam, C., & Wickremasinghe, G. (2012). Ownership Concentration and Financial Performance: The Case of Sri Lankan Listed Companies. *Corporate Ownership and Control*, 9(4), 170-177.
- Rhee, S. G., & Wang, J. (2009). Foreign institutional ownership and stock market liquidity: Evidence from Indonesia. *Journal of Banking & Finance*, 33(7), 1312-1324.
- Rubin, A. (2007). Ownership level, ownership concentration and liquidity. *Journal of financial Markets*, 10(3), 219-248.