

อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงาน : หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศไทย

ดร.สัตยา ตันจันทร์พงศ์

ดร.ดลยา ไชยวงศ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาบัญชี

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้

ดร.ทัตพงศ์ อวิโรธนานนท์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการเงิน

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้

(ผู้ประสานงานหลัก)

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 13 กันยายน 2564

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 7 พฤศจิกายน 2564

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 23 พฤศจิกายน 2564

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล SET SMART เฉพาะปี พ.ศ. 2561-2563 เท่านั้น มีจำนวนทั้งสิ้น 1,692 ตัวอย่าง การกำกับดูแลกิจการที่ดีใช้ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ที่ประกาศโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ส่วนราคาหุ้นอยู่ในรูปลอการิทึมแบบธรรมชาติ และผลการดำเนินงานวัดค่าจากมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และผลการดำเนินงานทางด้านบัญชีคืออัตราผลตอบแทนของการใช้สินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนต่อยอดขาย (Return on Sales: ROS) เพื่อนำไปวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ ในภาพรวมพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลกระทบในเชิงบวกต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงาน (ROS) และอัตราการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลกระทบในเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการที่ดี การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย ราคาหุ้น ผลการดำเนินงาน

The Influence of Good Corporate Governance and Free Float Shares on Stock Price and Financial Performance: An Empirical Evidence from Thailand

Dr.Sathaya Thanjunpong

Dr.Donlaya Chaiwong

*Assistant Professor of Department of Accounting,
Faculty of Business Administration, Maejo University*

Dr.Thatphong Awirothananon

*Assistant Professor of Department of Finance,
Faculty of Business Administration, Maejo University
(Corresponding Author)*

Received: September 13, 2021

Revised: November 7, 2021

Accepted: November 23, 2021

ABSTRACT

This paper aims to examine the effects of good corporate governance and free float shares impact on stock price and performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. Data of 1,692 firm-year is collected from the SETSMART database and based on the year 2018-2020. Good corporate governance is measured by corporate governance score, announced by the Thai Institute of Directors Association. Stock price is also measured by a natural logarithm of stock price. The firm performance is measured by firm value (Tobin's Q) and the accounting performance, including return on asset, return on equity, and return on sales (ROS). Data analysis uses a multiple regression analysis. Overall, good corporate governance and free float shares have positive effects on stock price and accounting performance, measured by return on sales (ROS). In addition, free float shares have negative effects on firm value.

Keywords: Firm Performance, Free Float Shares, Good Corporate Governance, Stock Price

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) โดยใช้ในการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือในการเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน รวมทั้งนำมาใช้ในการควบคุมและตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของผู้บริหาร เพื่อให้ผู้บริหารทำงานได้อย่างเต็มประสิทธิภาพและก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท โดยได้รับการสนับสนุนจากทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) และต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ ที่มีผลกระทบต่อเป้าหมายของบริษัท เช่น ลูกค้า คู่แข่ง ภาครัฐและชุมชน เป็นต้น ที่ได้รับการสนับสนุนจากทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Freeman, 1984) ซึ่งมีสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยได้ทำการประเมินการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากระดับคะแนนผลการประเมิน 5 ระดับ ซึ่งให้เป็นดาวและเปิดเผยรายชื่อบริษัทที่ได้ 3 ดาวขึ้นไป (Thai Institute of Directors Association, 2020) อีกทั้งพยายามกระตุ้นให้บริษัทจดทะเบียนให้ความสนใจกับการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้ได้คะแนนที่สูงขึ้น และทำให้ภาพรวมการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยดีขึ้นและเป็นที่ยอมรับในระดับสากล

การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) หรืออัตราส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีได้เป็นผู้ที่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders) ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญเช่นกัน สังเกตได้จากการกำหนดให้บริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนใหม่ต้องมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นสามัญรายย่อยไม่ต่ำกว่าร้อยละ 25 ของทุนชำระแล้ว (The Stock Exchange of Thailand, 2019) เพื่อส่งเสริมให้การซื้อขายหุ้นของบริษัทที่มีสภาพคล่องมากยิ่งขึ้น โดยจะเป็นประโยชน์กับผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนในการซื้อขายหุ้นได้อย่างคล่องตัวและในราคาที่เหมาะสม (Farnia, Pourbijan & Pourbijan, 2016; Thanatawee, 2018) อีกทั้งยังส่งผลทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น (Singha, Guptab & Sharma, 2015; Mulyono, Manurung & Suprpto, 2019) รวมทั้งการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น (Ding, Ni & Zhong, 2016; Asgarnezhad Nouri, Faraji & Soltani, 2018)

บริษัทจดทะเบียนของไทยส่วนใหญ่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) และเป็นบริษัทครอบครัว (Thanjunpong & Bangmek, 2017) โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมจะเป็นบุคคลภายในครอบครัวหรือเครือญาติ ซึ่งผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีแรงจูงใจในการถ่ายโอนเอาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยมาเป็นของตนเองและครอบครัว ทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยสูญเสียผลประโยชน์ จึงทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ขณะที่บริษัทครอบครัวก็ต้องการรักษาชื่อเสียงของวงศ์ตระกูลเช่นกัน ดังนั้น นโยบายบริหารงานของผู้บริหารจะโปร่งใสและตรวจสอบได้ โดยงานวิจัยของ Tayatong, Ratanacharoenchai and Nomee (2018) พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวจะช่วยให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้น ขณะที่งานวิจัยของ Connelly, Limpaphayom and Nagarajan (2012) กลับพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นแบบครอบครัวไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยในปี พ.ศ. 2560 ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้มีความเหมาะสมกับสถานการณ์ปัจจุบันมากยิ่งขึ้น (The Securities and Exchange Commission, 2017) จึงเป็นสาเหตุให้ต้องการทดสอบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงานหรือไม่

นอกจากนั้น บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นผู้มีอำนาจควบคุม (Controlling Shareholders) การถือหุ้นจะเป็นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) ซึ่งทำให้ราคาหุ้นและปริมาณการซื้อขายหุ้นเป็นไปตามทิศทางที่ผู้ถือหุ้น

รายใหญ่กำหนด และเมื่อปริมาณการซื้อขายมีจำนวนน้อยจะทำให้หุ้นมีสภาพคล่องลดลง และทำให้นักลงทุนมีความเสี่ยงสูง ในการลงทุน เช่น ช่วงปลายเดือนธันวาคม 2563 บริษัทเดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (DELTA) มีสัดส่วนของการถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ที่แท้จริงค่อนข้างต่ำ จึงทำให้ราคาซื้อขายมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว (The Standard Wealth, 2021) ดังนั้น การเพิ่มสัดส่วนของการถือหุ้นรายย่อยจึงช่วยให้เกิดการเพิ่มสภาพคล่องให้กับ ตลาดหลักทรัพย์ เพราะผู้ถือหุ้นรายย่อยสามารถถือครองหุ้นได้จำนวนมากขึ้น (Jensen & Meckling, 1976) ซึ่งอาจ ช่วยลดปัญหาต้นทุนตัวแทน (Agency Problem) รวมทั้งทำให้ผู้ลงทุนซื้อขายหุ้นได้คล่องตัวและในราคาที่เหมาะสม จึงเป็นสาเหตุให้ต้องการทดสอบว่าบริษัทที่มีการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงานหรือไม่ รวมทั้งเพื่อให้เกิดความชัดเจนเกี่ยวกับการใช้การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการใช้สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) เป็นกลไกในการควบคุมและตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหาร ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งทดสอบว่าบริษัท ที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เพิ่มขึ้นมีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงาน หรือไม่

บททวนวรรณกรรม

Jensen and Meckling (1976) ได้อธิบายทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) คือ ความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มบุคคล ที่แสวงหาผลประโยชน์จากการลงทุนที่เรียกว่า ตัวการ (Principal) ได้ว่าจ้างตัวแทน (Agent) ซึ่งเป็นบุคคลหรือกลุ่มบุคคล ทำการบริหารงานแทนตัวการ โดยตัวการจะพยายามตรวจสอบและควบคุมตัวแทนให้บริหารอย่างมีประสิทธิภาพและเป็นไปตามวัตถุประสงค์ของบริษัท โดยทำให้ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท รวมทั้งควบคุมไม่ให้ตัวแทนดำเนินงานที่ไม่เหมาะสม เช่น การปกปิด ซ่อนเร้นหรือแก้ไขข้อมูล การใช้ข้อมูลภายใน เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์แก่ตนเองและพวกพ้อง เป็นต้น ซึ่งทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ระหว่างตัวการและตัวแทน หรืออาจเกิดจากความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ โดยปัญหาตัวแทนอาจลดลงได้ จากการเพิ่มสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) เนื่องจากจะช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดหลักทรัพย์ เพราะผู้ถือหุ้นรายย่อยสามารถถือครองหุ้นได้จำนวนมากขึ้น และทำให้ผู้ลงทุนซื้อขายหุ้นได้คล่องตัวและในราคาที่เหมาะสม ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย โดย Freeman (1984) ได้อธิบายว่าผู้บริหารสามารถบริหารงานให้บรรลุเป้าหมายของบริษัทได้นั้น ไม่เพียงแต่การคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียภายในบริษัท (ผู้ถือหุ้นรายย่อย) เท่านั้น ยังต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียภายนอก (ผู้ลงทุน) ของบริษัทด้วย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาเป็นกลไกสำคัญในการควบคุมและตรวจสอบ การทำงานของผู้บริหารให้มีประสิทธิภาพ เพื่อก่อให้เกิดความโปร่งใสและสร้างความน่าเชื่อถือแก่นักลงทุน โดยหลักการ กำกับดูแลกิจการที่ดีแบ่งเป็น 5 หมวดคือ 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น 2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน 3) บทบาท ของผู้มีส่วนได้เสีย 4) การเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส และ 5) ความรับผิดชอบของกรรมการ (Organization for Economic Co-operation and Development, 2004) และในปี พ.ศ. 2560 ได้มีการปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมในส่วนของแนวปฏิบัติที่ดี ของทั้ง 5 หมวด ซึ่งเนื้อหาส่วนใหญ่ยังคงเดิม เพียงแต่ลำดับวิธีการนำเสนอให้เหมาะสมกับการทำหน้าที่ของคณะกรรมการ ในแต่ละประเภทธุรกิจ เพิ่มความชัดเจนหรือคำอธิบายเพิ่มเติม รวมทั้งเพิ่มประเด็นใหม่ ๆ เพื่อให้ครอบคลุมถึงแนวคิด หรือปัจจัยที่เปลี่ยนแปลง (The Securities and Exchange Commission, 2017) ทั้งนี้ สมาคมส่งเสริมสถาบัน

กรรมการบริษัทไทยจะประเมินผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีทุกปี โดยจะประเมินจากคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Score) และแบ่งผลประเมินเป็น 5 ระดับและให้เป็นดาว ซึ่งบริษัทที่ได้รับคะแนน 90-100 คะแนนจะอยู่ในระดับ ดีเลิศคือ 5 ดาว บริษัทที่ได้รับคะแนน 80-89 คะแนนจะอยู่ในระดับ ดีมากคือ 4 ดาว บริษัทที่ได้รับคะแนน 70-79 คะแนนจะอยู่ในระดับ ดีคือ 3 ดาว บริษัทที่ได้รับคะแนน 60-69 คะแนนจะอยู่ในระดับ ดีพอใช้คือ 2 ดาว และบริษัทที่ได้รับคะแนน 50-59 คะแนนจะอยู่ในระดับ ผ่านคือ 1 ดาว และทำการเผยแพร่รายชื่อบริษัทที่ได้ 3 ดาวขึ้นไป (Thai Institute of Directors Association, 2020) และพยายามกระตุ้นให้บริษัทจดทะเบียนให้ความสนใจกับการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้ได้คะแนนที่สูงขึ้น รวมทั้งเพื่อให้บริษัทสามารถระดมเงินทุนได้เพิ่มขึ้นและสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุน

การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) หรือเป็นผู้ถือหุ้นที่มีได้เป็นผู้ที่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders) ตามคำนิยามของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคือ ผู้ถือหุ้นต้องไม่ได้เป็น 1) กรรมการ ผู้จัดการ หรือผู้บริหาร 4 ระดับแรกนับต่อจากผู้จัดการลงมา ผู้ซึ่งดำรงตำแหน่งเทียบเท่ากับผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารรายชื่อที่ 4 ทุกราย รวมถึงผู้เกี่ยวข้องและบุคคลที่มีความสัมพันธ์กับบุคคลที่กล่าวมานี้ 2) ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 5 ของทุนชำระแล้ว โดยนับรวมผู้ที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ ยกเว้นผู้ถือหุ้นกลุ่มดังต่อไปนี้คือ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิต บริษัทประกันภัย กองทุนรวม และกองทุนที่ออกแบบมีภาระผูกพัน 3) ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมคือ ผู้มีพฤติการณ์ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบาย การจัดการ หรือการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดหลักเกณฑ์ของบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนใหม่และดำรงสถานะในการเป็นบริษัทจดทะเบียน จะต้องมีส่วนผู้ถือหุ้นสามัญรายย่อยไม่ต่ำกว่าร้อยละ 25 ของทุนชำระแล้ว และมีจำนวนผู้ถือหุ้นสามัญรายย่อยไม่ต่ำกว่า 1,000 ราย รวมทั้งกำหนดสัดส่วน Free Float เพื่อดำรงสถานะของบริษัทจดทะเบียนเป็นไม่ต่ำกว่าร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้วและให้ยังคงจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยไว้ไม่ต่ำกว่า 150 ราย ซึ่งจะเป็นโยบายขึ้นต่อผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนที่จะซื้อขายหุ้นได้อย่างคล่องตัวและได้ราคาที่เหมาะสม (The Stock Exchange of Thailand, 2019)

ผลการดำเนินงาน (Firm Performance) เป็นการวัดผลประกอบการของบริษัทที่แสดงถึงความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารและการได้รับค่าตอบแทนจากการลงทุนของผู้ถือหุ้น โดยการวัดผลการดำเนินงานครั้งนี้ ประกอบไปด้วย 1) การวัดมูลค่ากิจการ โดยใช้ Tobin's Q และประยุกต์วิธีการคำนวณค่า Tobin's (1969) Q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) ที่คำนวณจากมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์บวกกับมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินทั้งหมด ทหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมแทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ 2) การวัดผลการดำเนินงานทางด้านบัญชี ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) ค่าคำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ค่าคำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อยอดขายรวม (Return on Sales: ROS) ค่าคำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยยอดขายรวม

นอกจากนั้น งานวิจัยในอดีตยังพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลกระทบในเชิงบวกต่อราคาหุ้น (Al-Kassar & Al-Nidawiy, 2014; Tantivanichanon, Wongsurawat & Rajchamaha, 2015) มีผลกระทบในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (Thanjunpong, 2015; Ararat, Black & Yurtoğlu, 2017; Wahidahwati & Ardini, 2021) ขณะที่งานวิจัยของ Parigi, Pelizzon and Thadden (2014) กลับพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลกระทบในเชิงลบต่อราคาหุ้น ส่วนงานวิจัยของ Lee, Kang and Kim (2018) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลกระทบในเชิงลบต่อ

ผลการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Utrero-González and Callado-Muñoz (2016) และ Amina, Allam and Qasim (2017) กลับพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่มีผลต่อราคาหุ้น ส่วนงานของ Buallay, Hamdan and Zureigat (2017) Bakay Ergene and Karadeniz (2021) และ Somthong, Sangsun and Ruangvarakorn (2021) พบว่า การกำกับดูแลกิจการไม่มีผลต่อผลการดำเนินงาน แม้ว่างานวิจัยในอดีตศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับราคาหุ้นและผลการดำเนินงานแล้ว แต่ผลการศึกษายังคงมีความขัดแย้งกัน รวมทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ทำการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในปี พ.ศ. 2560 (The Securities and Exchange Commission, 2017) ดังนั้น เพื่อให้เกิดความชัดเจนมากยิ่งขึ้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งทดสอบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงานหรือไม่ และได้กำหนดสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

สมมติฐาน 1 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงาน

งานวิจัยในอดีตยังพบว่าการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยช่วยให้หุ้นมีสภาพคล่องเพิ่มขึ้น (Thanatawee, 2018) ช่วยลดช่องว่างราคาซื้อขายหุ้นให้มีราคาที่เหมาะสม (Farnia et al., 2016) รวมทั้งมีผลกระทบในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (Singha et al., 2015; Mulyono et al., 2019) ขณะที่งานวิจัยของ Kula and Baykut (2015) พบว่าการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลกระทบในเชิงลบต่อราคาหุ้น และ Netiniyom (2016) และ Ozer and Ozen (2018) พบว่า การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลกระทบในเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Çaliskan and Kerestecloğlu (2013) พบว่า การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่มีผลต่อราคาหุ้น รวมทั้ง Bozcuk (2011) และ Sailendra, Murwaningsari and Mayangsari (2019) พบว่า การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่มีผลต่อผลการดำเนินงาน แม้ว่างานวิจัยในอดีตศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยกับราคาหุ้นและผลการดำเนินงานแล้ว แต่ผลการศึกษายังคงมีความขัดแย้งกัน ดังนั้น เพื่อให้เกิดความชัดเจนมากยิ่งขึ้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งทดสอบว่าการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) มีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงานหรือไม่ และได้กำหนดสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

สมมติฐาน 2 การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) มีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงาน

งานวิจัยในอดีตยังพบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลกระทบในเชิงบวกต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงาน (Ding et al., 2016; Asgarmezhad Nouri et al., 2018) ขณะที่งานวิจัยของ Connelly et al. (2012) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีและโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวไม่มีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงาน แม้ว่างานวิจัยในอดีตศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยกับราคาหุ้นและผลการดำเนินงานแล้ว แต่ผลการศึกษายังคงมีความขัดแย้งกัน และบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) สูงจะเป็นกลไกในการควบคุมและตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร ซึ่งอาจส่งผลต่อราคาและปริมาณการซื้อขายหุ้นที่เหมาะสม และส่งผลต่อผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น ดังนั้น เพื่อให้เกิดความชัดเจนมากยิ่งขึ้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งทดสอบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงานหรือไม่ และได้กำหนดสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

สมมติฐาน 3 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงาน

วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งในปี พ.ศ. 2563 มีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 811 บริษัท (ณ วันที่ 28 ธันวาคม 2563) โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแบ่งออกเป็น 2 ตลาดคือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ซึ่งทั้ง 2 ตลาดมีความแตกต่างกันเฉพาะการกำหนดทุนชำระแล้วและส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีจำนวนน้อยกว่าเท่านั้น แต่คุณภาพของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) อาจไม่แตกต่างกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เพราะทั้ง 2 ตลาดหลักทรัพย์ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเหมือนกัน เช่น การเปิดเผยข้อมูลต่อประชาชน เป็นต้น อีกทั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้กำหนดแนวทางการปฏิบัติภายหลังการเข้าจดทะเบียนแล้วไม่แตกต่างกัน ดังนั้น คุณภาพของบริษัทจดทะเบียนทั้ง 2 ตลาดหลักทรัพย์อาจไม่แตกต่างกัน จึงเป็นสาเหตุของการนำ 2 ตลาดมาศึกษาาร่วมกัน อันประกอบไปด้วยกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) 636 บริษัท และในตลาด เอ็ม เอ ไอ (mai) 175 บริษัท ต่อจากนั้นเลือกกลุ่มตัวอย่าง โดยไม่รวมกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์ เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ 59 บริษัท และกำลังอยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน 5 บริษัท จึงทำให้กลุ่มตัวอย่างที่เลือกมีจำนวนทั้งสิ้น 747 บริษัท เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 (The Securities and Exchange Commission, 2017) ซึ่งจะมีผลต่อการประเมินระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 เป็นต้นไป ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงทำการศึกษาเฉพาะปี พ.ศ. 2561–2563 รวมทั้งจะเลือกเฉพาะบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนสมบูรณ์และมีระยะเวลาบัญชีสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคมของทุกปีจากระบบเผยแพร่ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET SMART) จึงทำให้มีจำนวนทั้งสิ้น 1,692 ตัวอย่าง ดังนี้

| | |
|--------------------------------------------------------|-----------------------|
| กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด (747 บริษัท * 3 ปี) | 2,241 ตัวอย่าง |
| หัก ไม่มีระยะเวลาบัญชีสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม | 147 ตัวอย่าง |
| ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน | 402 ตัวอย่าง |
| กลุ่มตัวอย่างคงเหลือ | <u>1,692 ตัวอย่าง</u> |

กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 1,692 ตัวอย่าง ประกอบด้วย กลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) 1,344 ตัวอย่าง โดยแบ่งตามตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยออกเป็น 8 กลุ่มอุตสาหกรรมคือ 1) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 126 ตัวอย่าง 2) กลุ่มทรัพยากร 141 ตัวอย่าง 3) กลุ่มเทคโนโลยี 96 ตัวอย่าง 4) กลุ่มธุรกิจการเงิน 159 ตัวอย่าง 5) กลุ่มบริการ 270 ตัวอย่าง 6) กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม 207 ตัวอย่าง 7) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 102 ตัวอย่าง และ 8) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 243 ตัวอย่าง ส่วนกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาด เอ็ม เอ ไอ (mai) 348 ตัวอย่าง

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยในอดีตแสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระ ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (FF) และ การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (CG*FF) อาจมี

อิทธิพลต่อตัวแปรตาม ได้แก่ ราคาหุ้น (Price) มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อัตราส่วนผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ (ROA) อัตราส่วนผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อยอดขาย (ROS) จึงกำหนดแบบจำลองในการวิจัยสำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ ดังนี้

$$Price_{it} = b_0 + b_1CG_{it} + b_2FF_{it} + b_3CG*FF_{it} + b_4SIZE_{it} + b_5LEV_{it} + b_kIND_k + e_{it}$$

$$Tobin's\ Q_{it} = b_0 + b_1CG_{it} + b_2FF_{it} + b_3CG*FF_{it} + b_4SIZE_{it} + b_5LEV_{it} + b_kIND_k + e_{it}$$

$$ROA_{it} = b_0 + b_1CG_{it} + b_2FF_{it} + b_3CG*FF_{it} + b_4SIZE_{it} + b_5LEV_{it} + b_kIND_k + e_{it}$$

$$ROE_{it} = b_0 + b_1CG_{it} + b_2FF_{it} + b_3CG*FF_{it} + b_4SIZE_{it} + b_5LEV_{it} + b_kIND_k + e_{it}$$

$$ROS_{it} = b_0 + b_1CG_{it} + b_2FF_{it} + b_3CG*FF_{it} + b_4SIZE_{it} + b_5LEV_{it} + b_kIND_k + e_{it}$$

จากแบบจำลองข้างต้นแสดงการวัดค่าของตัวแปรต่าง ๆ ไว้ในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 สรุปข้อมูลเกี่ยวกับการวัดค่าตัวแปรที่เกี่ยวข้อง และตัวแปรควบคุม

| ตัวแปร | ชื่อตัวแปร | ตัววัด |
|----------------------------------------------------------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| การกำกับดูแลกิจการที่ดี | CG | ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประกาศโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย โดยบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลที่ดีในระดับดีมากและดีเลิศ จะให้ค่าเป็น 1 และที่เหลือให้ค่าเป็น 0 |
| การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย | FF | ร้อยละการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย ณ วันปิดสมุดทะเบียน |
| การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย | CG*FF | การกำกับดูแลกิจการที่ดีคูณด้วยร้อยละการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลที่ดี (CG) ในระดับดีมากหรือดีเลิศ จะให้ค่าเป็น 1 และที่เหลือให้ค่าเป็น 0 และการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (FF) จะใช้ร้อยละการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย ณ วันปิดสมุดทะเบียน |
| ขนาดบริษัท | SIZE | ค่าลอการิทึมแบบธรรมชาติของสินทรัพย์รวม |
| ความเสี่ยงทางการเงิน | LEV | อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม |
| ราคาหุ้น | Price | ค่าลอการิทึมแบบธรรมชาติของราคาหุ้น |
| มูลค่ากิจการ | Tobin's Q | ค่าลอการิทึมแบบธรรมชาติของอัตราส่วนมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์บวกมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินทั้งหมดหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม |
| อัตราส่วนผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ | ROA | ค่าลอการิทึมแบบธรรมชาติของอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม |
| อัตราส่วนผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น | ROE | ค่าลอการิทึมแบบธรรมชาติของอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม |
| อัตราส่วนผลตอบแทนต่อยอดขาย | ROS | ค่าลอการิทึมแบบธรรมชาติของอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายรวม |
| ประเภทอุตสาหกรรม | IND | แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยออกเป็น 8 กลุ่ม โดยใช้เป็นตัวแปรเทียม (0, 1) |

ตัวแปรควบคุม จากงานวิจัยในอดีตยังพบว่าคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงาน ได้แก่ ขนาดบริษัท (Size) ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) และ ประเภทอุตสาหกรรม (IND) (Thanjunpong, 2015; Netiniyom, 2016; Buallay et al., 2017)

ผลการวิจัย

การวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 1,692 ตัวอย่าง โดยแยกเป็น 3 กลุ่มคือ ในภาพรวมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET และกลุ่ม mai ดังแสดงในตารางที่ 2 พบว่า ขนาดบริษัท (Size) โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 8.639 และกลุ่ม SET มีขนาดบริษัท 9.027 ซึ่งแตกต่างจากกลุ่ม mai ที่มีขนาด 7.141 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อีกทั้งพบว่า ราคาหุ้น (Price) มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อัตราส่วนผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อยอดขาย (ROS) มีความแตกต่างกันระหว่างกลุ่ม SET และกลุ่ม mai อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 2 ค่าสถิติพรรณนาของตัวแปร

| ตัวแปร | ภาพรวม (n = 1,692) | | SET (n = 1,344) | | mai (n = 348) | | t-statistics of mean difference |
|-----------|-----------------------|--------|--------------------|--------|------------------|--------|------------------------------------|
| | Mean | SD | Mean | SD | Mean | SD | |
| CG | 0.667 | 0.472 | 0.672 | 0.470 | 0.647 | 0.479 | 0.893 |
| FF | 42.007 | 17.893 | 42.336 | 18.396 | 40.735 | 15.760 | 1.629 |
| CG*FF | 28.565 | 24.854 | 29.113 | 25.271 | 26.446 | 23.088 | 1.883 |
| SIZE | 8.639 | 1.745 | 9.027 | 1.712 | 7.141 | 0.816 | 29.472** |
| LEV | 1.446 | 1.990 | 1.479 | 1.957 | 1.318 | 2.111 | 1.351 |
| Price | 20.237 | 80.308 | 24.643 | 89.561 | 3.218 | 4.368 | 8.730** |
| Tobin's Q | 1.356 | 0.975 | 1.330 | 0.918 | 1.458 | 1.167 | -2.171* |
| ROA | 0.027 | 0.091 | 0.029 | 0.085 | 0.021 | 0.111 | 1.220 |
| ROE | 0.025 | 0.339 | 0.035 | 0.318 | -0.016 | 0.409 | 2.172* |
| ROS | 0.025 | 0.380 | 0.047 | 0.286 | -0.059 | 0.614 | 3.133** |

หมายเหตุ: * และ ** นัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 และ 0.01

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) พบว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหลายคู่ แต่ความสัมพันธ์อยู่ในระดับที่ไม่สูงมาก เช่น ค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) กับการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (CG*FF) ที่มีค่าสูงสุด 0.813 โดยมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่เกิน 0.90 จึงยังถือว่าอยู่ในระดับไม่สูงมากที่ทำให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์กันของตัวแปร (Multicollinearity) (Tabachnick & Fidell, 2007) รวมทั้งเพื่อให้เกิดความเชื่อมั่นเพิ่มขึ้น จึงทำการตรวจสอบ โดยการคำนวณค่า Variance Inflation Factor (VIF) ในตารางที่ 3-5 พบว่า VIF ทุกค่าในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณมีค่าไม่เกิน 10 และค่า Tolerance ทุกค่ามีค่ามากกว่า 0.10 แสดงว่า ไม่มีปัญหาเกี่ยวกับตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันเอง (Hair et al., 2010)

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณของอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (CG*FF) ที่มีผลต่อราคาหุ้น (Price) ในภาพรวม ดังตารางที่ 3 จากการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมีค่า 0.016 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีอัตราการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยสูง จะมีผลกระทบต่อราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น ขณะที่การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (FF) มีผลกระทบในเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) จากการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมีค่า -0.003 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า บริษัทที่มีการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยเพิ่มขึ้นจะมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่ลดลง นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของการกำกับดูแลกิจการและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยกับผลการดำเนินงาน (ROS) มีค่า 0.003 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า การกำกับดูแลกิจการและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยที่วัดจากผลการดำเนินงาน (ROA และ ROE) มีค่า -0.002 และ -0.003 และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า การกำกับดูแลกิจการและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน แต่เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน (ROE) มีค่า 0.338 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า การกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น

เมื่อทำการพิจารณาเฉพาะกลุ่ม SET ซึ่งแสดงไว้ในตารางที่ 4 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณของอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (CG*FF) ที่มีผลต่อราคาหุ้น (Price) พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมีค่า 0.021 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีอัตราการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยสูง จะมีผลกระทบต่อราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น ขณะที่จากการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของการกำกับดูแลกิจการและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และผลการดำเนินงาน (ROA ROE และ ROS) มีค่า 0.000 -0.000 -0.002 และ 0.000 ตามลำดับ และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีอัตราการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยสูงไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นและผลการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (FF) มีผลกระทบในเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) จากการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมีค่า -0.004 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า เมื่อบริษัทที่มีอัตราการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยเพิ่มขึ้น จะทำให้มีมูลค่ากิจการลดลง

ตารางที่ 3 อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงาน

| ตัวแปล | Price (n = 1,692) | | | Tobin's Q (n = 1,692) | | | ROA (n = 1,284) | | | ROE (n = 1,285) | | | ROS (n = 1,692) | | |
|-------------------------|----------------------|------------|-------|--------------------------|------------|-------|--------------------|------------|-------|--------------------|------------|-------|--------------------|------------|-------|
| | b | ค่าสถิติ t | VIF | b | ค่าสถิติ t | VIF | b | ค่าสถิติ t | VIF | b | ค่าสถิติ t | VIF | b | ค่าสถิติ t | VIF |
| Intercept | -2.453 | -10.475** | | 0.160 | 1.900 | | -3.171 | -14.846** | | -2.984 | -14.183** | | -0.339 | -5.111 | |
| CG | -0.649 | -3.867** | 6.384 | 0.098 | 1.626 | 6.384 | 0.239 | 1.607 | 6.298 | 0.338 | 2.312* | 6.298 | -0.060 | -1.252 | 6.384 |
| FF | -0.028 | -9.196** | 2.970 | -0.003 | -2.873** | 2.970 | 0.000 | -0.044 | 3.160 | 0.002 | 0.674 | 3.159 | -0.003 | -3.353** | 2.970 |
| CG*FF | 0.016 | 4.388** | 8.758 | -0.001 | -1.009 | 8.758 | -0.002 | -0.468 | 8.887 | -0.003 | -1.049 | 8.892 | 0.003 | 2.475* | 8.758 |
| SIZE | 0.537 | 25.054** | 1.423 | 0.002 | 0.248 | 1.423 | 0.010 | 0.509 | 1.822 | 0.024 | 1.205 | 1.798 | 0.050 | 8.250** | 1.423 |
| LEV | -0.180 | -10.348** | 1.220 | -0.005 | -0.738 | 1.220 | -0.278 | -10.698** | 1.866 | 0.006 | 0.233 | 1.826 | -0.038 | -7.793** | 1.220 |
| IND1 | 1.093 | 8.320** | 1.421 | 0.174 | 3.680** | 1.421 | 0.147 | 1.269 | 1.449 | 0.055 | 0.483 | 1.449 | 0.077 | 2.082* | 1.421 |
| IND2 | 0.292 | 2.294* | 1.448 | 0.031 | 0.683 | 1.448 | 0.039 | 0.352 | 1.493 | 0.084 | 0.778 | 1.493 | 0.057 | 1.580 | 1.448 |
| IND3 | 0.979 | 6.989** | 1.348 | 0.264 | 5.229** | 1.348 | 0.242 | 2.022** | 1.405 | 0.244 | 2.071* | 1.404 | 0.108 | 2.726** | 1.348 |
| IND4 | 1.040 | 8.263** | 1.534 | 0.020 | 0.437 | 1.534 | 0.100 | 0.898 | 1.797 | 0.007 | 0.065 | 1.782 | 0.163 | 4.568** | 1.534 |
| IND5 | 1.095 | 10.564** | 1.823 | 0.329 | 8.809** | 1.823 | 0.115 | 1.253 | 1.862 | 0.064 | 0.709 | 1.866 | 0.074 | 2.508* | 1.823 |
| IND6 | 0.730 | 6.642** | 1.794 | -0.042 | -1.050 | 1.794 | 0.028 | 0.286 | 1.832 | -0.069 | -0.713 | 1.832 | 0.087 | 2.795** | 1.794 |
| IND7 | 1.397 | 9.873** | 1.436 | -0.135 | -2.642** | 1.436 | -0.177 | -1.399 | 1.444 | -0.329 | -2.636** | 1.445 | 0.049 | 1.220 | 1.436 |
| Durbin-Watson | 1.868 | | | 1.871 | | | 2.001 | | | 2.000 | | | 1.994 | | |
| F-test | 75.592 | | | 19.320 | | | 16.664 | | | 3.695 | | | 12.920 | | |
| p-value | 0.000 | | | 0.000 | | | 0.000 | | | 0.000 | | | 0.000 | | |
| Adjusted R ² | 0.346 | | | 0.115 | | | 0.128 | | | 0.025 | | | 0.078 | | |

หมายเหตุ : b = ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย; ข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างมีผลขาดทุนสุทธิ 408 ตัวอย่างและมีขาดทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น 1 ตัวอย่าง จึงทำให้กลุ่มตัวอย่าง
คงเหลือ 1,284 และ 1,285 ตัวอย่างสำหรับ ROA และ ROE; * และ ** นัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 และ 0.01

ตารางที่ 4 อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงาน เฉพาะกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET)

| ตัวแปร | Price (n = 1,344) | | | Tobin's Q (n = 1,344) | | | ROA (n = 1,045) | | | ROE (n = 1,046) | | | ROS (n = 1,344) | | | |
|-------------------------|----------------------|----------|--------|--------------------------|--------|-----------|--------------------|-----------|--------|--------------------|-------|--------|--------------------|----------|---|-----|
| | b | ค่าสถิติ | t | VIF | b | ค่าสถิติ | t | VIF | b | ค่าสถิติ | t | VIF | b | ค่าสถิติ | t | VIF |
| Intercept | -2.019 | -7.055** | 0.086 | 0.885 | -3.393 | -13.453** | -3.216 | -12.956** | -0.338 | -5.818** | | | | | | |
| CG | -0.773 | -3.976** | 0.020 | 0.306 | 6.254 | 6.126 | 0.261 | 1.599 | 6.128 | 0.028 | 0.699 | 6.254 | | | | |
| FF | -0.030 | -8.566** | -0.004 | -3.239** | 3.054 | 0.001 | 0.201 | 3.199 | 0.002 | 0.798 | 3.198 | 0.000 | 0.211 | 3.054 | | |
| CG*FF | 0.021 | 4.821** | 0.000 | 0.224 | 8.778 | -0.000 | -0.008 | 8.779 | -0.002 | -0.534 | 8.787 | 0.000 | -0.426 | 8.778 | | |
| SIZE | 0.493 | 18.494** | 0.013 | 1.442 | 1.560 | 0.031 | 1.261 | 1.958 | 0.049 | 2.049* | 1.929 | 0.043 | 7.972** | 1.560 | | |
| LEV | -0.174 | -8.134** | -0.007 | -0.984 | 1.317 | -0.279 | -9.847** | 1.983 | -0.010 | -0.385 | 1.935 | -0.036 | -8.387** | 1.317 | | |
| IND1 | 1.134 | 7.577** | 0.152 | 2.970** | 1.426 | 0.110 | 0.881 | 1.432 | 0.010 | 0.080 | 1.432 | 0.021 | 0.707 | 1.426 | | |
| IND2 | 0.467 | 3.250** | 0.058 | 1.184 | 1.453 | 0.092 | 0.777 | 1.486 | 0.120 | 1.033 | 1.486 | 0.066 | 2.274* | 1.453 | | |
| IND3 | 0.870 | 5.313** | 0.225 | 4.036** | 1.333 | 0.199 | 1.470 | 1.344 | 0.186 | 1.395 | 1.342 | 0.043 | 1.308 | 1.333 | | |
| IND4 | 1.114 | 7.881** | 0.013 | 0.275 | 1.561 | 0.120 | 0.993 | 1.794 | 0.034 | 0.290 | 1.777 | 0.141 | 4.918** | 1.561 | | |
| IND5 | 1.219 | 10.146** | 0.370 | 9.044** | 1.736 | 0.072 | 0.712 | 1.727 | 0.013 | 0.133 | 1.732 | 0.017 | 0.697 | 1.736 | | |
| IND6 | 0.817 | 6.250** | -0.073 | -1.638 | 1.681 | 0.019 | 0.169 | 1.636 | -0.113 | -1.021 | 1.636 | 0.036 | 1.356 | 1.681 | | |
| IND7 | 1.400 | 8.466** | -0.182 | -3.230** | 1.438 | -0.264 | -1.815 | 1.393 | -0.449 | -3.126** | 1.393 | -0.035 | -1.048 | 1.438 | | |
| Durbin-Watson | 1.865 | | | 1.853 | 2.021 | | | 2.033 | | | | | 1.992 | | | |
| F-test | 49.014 | | | 18.524 | 12.812 | | | 4.247 | | | | | 12.982 | | | |
| p-Value | 0.000 | | | 0.000 | 0.000 | | | 0.000 | | | | | 0.000 | | | |
| Adjusted R ² | 0.300 | | | 0.135 | 0.120 | | | 0.036 | | | | | 0.097 | | | |

หมายเหตุ : b = ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย; * และ ** หมายความว่าค่าสถิติ ณ ระดับ 0.05 และ 0.01

ตารางที่ 5 อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงาน เฉพาะกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

| ตัวบ่งชี้ | Price (n = 348) | | | Tobin's Q (n = 348) | | | ROA (n = 239) | | | ROE (n = 239) | | | ROS (n = 348) | | |
|-------------------------|--------------------|----------|-------|------------------------|----------|----------|------------------|----------|--------|------------------|---------|-------|------------------|----------|-------|
| | b | ค่าสถิติ | t | VIF | b | ค่าสถิติ | t | VIF | b | ค่าสถิติ | t | VIF | b | ค่าสถิติ | t |
| Intercept | -1.125 | -2.075* | 0.662 | 2.552* | -2.620 | -3.970** | -2.704 | -4.106** | -0.652 | -2.029* | | | | | |
| CG | 0.395 | 1.327 | 7.631 | 4.284** | 7.631 | 1.411 | 1.067 | 1.067 | 1.231 | 1.067 | 1.067 | 1.067 | -0.469 | -2.658** | 7.631 |
| FF | -0.014 | -2.452* | 2.823 | 0.945 | 2.823 | -0.012 | -2.691** | 1.325 | -0.011 | -2.583** | 1.325 | 1.325 | -0.017 | -5.246** | 2.823 |
| CG*FF | -0.008 | -1.169 | 9.200 | -0.013 | -4.091** | 9.200 | - | - | - | - | - | - | 0.016 | 3.945** | 9.200 |
| SIZE | 0.259 | 3.623** | 1.274 | -0.103 | -3.010** | 1.274 | 0.131 | 1.677 | 0.050 | 0.531 | 1.677 | 1.677 | 0.133 | 3.146** | 1.274 |
| LEV | -0.128 | -4.965** | 1.102 | 0.003 | 0.207 | 1.102 | -0.457 | -5.608** | 1.712 | -0.039 | -0.475 | 1.712 | -0.050 | -3.265** | 1.102 |
| IND1 | 0.898 | 3.638** | 1.471 | 0.396 | 3.359** | 1.471 | 0.504 | 1.712 | 0.484 | 1.646 | 1.593 | 1.593 | 0.320 | 2.192* | 1.471 |
| IND2 | -0.329 | -1.308 | 1.529 | -0.042 | -0.349 | 1.529 | -0.188 | -0.603 | 1.664 | -0.098 | -0.315 | 1.664 | 0.041 | 0.276 | 1.529 |
| IND3 | 1.348 | 5.662** | 1.526 | 0.465 | 4.086** | 1.526 | 0.695 | 2.610** | 2.056 | 0.708 | 2.664** | 2.056 | 0.487 | 3.454** | 1.526 |
| IND4 | 0.629 | 2.416* | 1.446 | 0.142 | 1.143 | 1.446 | 0.270 | 0.892 | 1.912 | 0.151 | 0.498 | 1.912 | 0.323 | 2.095* | 1.446 |
| IND5 | 0.551 | 3.068** | 2.276 | 0.196 | 2.285* | 2.276 | 0.374 | 1.707 | 2.970 | 0.404 | 1.846 | 2.970 | 0.356 | 3.342** | 2.276 |
| IND6 | 0.439 | 2.507* | 2.257 | 0.051 | 0.615 | 2.257 | 0.115 | 0.545 | 3.080 | 0.141 | 0.667 | 3.080 | 0.324 | 3.122** | 2.257 |
| IND7 | 1.120 | 4.756** | 1.493 | 0.106 | 0.943 | 1.493 | 0.231 | 0.900 | 1.905 | 0.229 | 0.896 | 1.905 | 0.393 | 2.818** | 1.493 |
| Durbin-Watson | 2.085 | | | 2.163 | | | 2.054 | | | 2.033 | | | | | |
| F-test | 10.302 | | | 6.492 | | | 7.628 | | | 2.166 | | | | | |
| p-Value | 0.000 | | | 0.000 | | | 0.000 | | | 0.017 | | | | | |
| Adjusted R ² | 0.243 | | | 0.160 | | | 0.234 | | | 0.051 | | | | | |

หมายเหตุ : b = ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย; สำหรับการวิเคราะห์สมการถดถอยของผลการดำเนินงาน (ROA และ ROE) พบว่า เกิดปัญหาความสัมพันธ์กันของตัวแปร (Multicollinearity) ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะกลุ่ม mai เป็นกลุ่มขนาดเล็กทำให้ตัวอย่างมีจำนวนน้อย จึงตัดตัวแปรที่มีปัญหา (CG*FF) ออก; * และ ** หมายความว่าทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 และ 0.01

หากพิจารณาเฉพาะกลุ่ม mai ซึ่งแสดงไว้ในตารางที่ 5 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (CG*FF) ที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และผลการดำเนินงาน (ROS) มีค่า -0.013 และ 0.016 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีอัตราการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยสูง จะมีผลต่อมูลค่ากิจการที่ลดลง แต่มีผลต่อผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น ซึ่งพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของการกำกับดูแลกิจการและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยกับราคาหุ้นมีค่า -0.008 และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีอัตราการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยสูงไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น อย่างไรก็ตาม การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (FF) มีผลกระทบต่อราคาหุ้น (Price) และผลการดำเนินงาน (ROA ROE และ ROS) จากการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมีค่า -0.014 -0.012 -0.011 และ -0.017 ตามลำดับ ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า บริษัทที่มีอัตราการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยสูงจะมีผลกระทบต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงานที่ลดลง นอกจากนี้ ยังพบว่า การกำกับดูแลกิจการ (CG) มีผลกระทบในเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) แต่มีผลกระทบในเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน (ROS) จากการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมีค่า 0.610 และ -0.469 และมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า เมื่อบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นจะช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ แต่บริษัทจะมีผลการดำเนินงานที่ลดลง

อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

ผลการวิจัยโดยภาพรวมพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงาน (ROS) ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) และงานวิจัยของ Ding et al. (2016) และ Asgarnezhad et al. (2018) อาจเป็นเพราะถ้าบริษัทมีอัตราการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยเพิ่มขึ้นและมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะช่วยให้การซื้อขายหุ้นคล่องตัวและได้ราคาที่เหมาะสม และยังสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่นักลงทุน ขณะที่เมื่อบริษัทมีอัตราการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยเพิ่มขึ้นจะมีผลต่อมูลค่ากิจการลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Netiniyom (2016) และ Ozer and Ozen (2018) อาจเป็นเพราะบริษัทจดทะเบียนของไทยส่วนใหญ่มีการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและมีผู้บริหารมาจากบุคคลภายในครอบครัว เมื่อมีการกระจายหุ้นให้แก่บุคคลภายนอก อาจทำให้นักลงทุนสงสัยในสถานะการเงินและความมั่นคงของบริษัท จึงทำให้ตอบสนองต่อมูลค่ากิจการที่ลดลง รวมทั้งการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลต่อผลการดำเนินงาน (ROE) ที่เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Thanjunpong (2015) Ararat et al. (2017) และ Wahidahwati and Ardini (2021) อาจเป็นเพราะการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถควบคุมและตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารให้ปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งส่งผลต่อผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น

เมื่อแบ่งกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ออกเป็น 2 กลุ่มคือ กลุ่ม SET และกลุ่ม mai ผลการศึกษาพบว่า ในกลุ่ม SET ผลการศึกษาส่วนใหญ่สอดคล้องกับในภาพรวม ยกเว้นไม่พบว่าการกำกับดูแลกิจการและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลต่อผลการดำเนินงาน (ROS) ที่เพิ่มขึ้น และไม่พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลต่อผลการดำเนินงาน (ROE) ที่เพิ่มขึ้น อาจเป็นเพราะว่าบริษัทในกลุ่ม SET บริษัทส่วนใหญ่ปฏิบัติตามเกณฑ์ที่สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) กำหนด จึงทำให้มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยของกลุ่มตัวอย่างไม่แตกต่างกัน ซึ่งอาจทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว ขณะที่กลุ่ม mai กลับพบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลต่อผลการดำเนินงาน (ROS) ที่เพิ่มขึ้น แต่กลับมีผลต่อมูลค่ากิจการที่ลดลง รวมทั้งเมื่อบริษัทมี

อัตรการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยเพิ่มขึ้นจะมีผลต่อราคาหุ้นที่ลดลง อาจเป็นเพราะในกลุ่ม mai เป็นบริษัทขนาดเล็ก การกำกับดูแลกิจการจะช่วยตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น และเมื่อมีการขยายบริษัทให้ใหญ่ขึ้น อาจระดมทุนจากผู้ถือหุ้นรายย่อยภายนอก จึงมีผลต่อราคาหุ้นและมูลค่ากิจการที่ลดลง

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยนี้มีประโยชน์ทางด้านวิชาการ โดยช่วยเพิ่มความรู้ใหม่เกี่ยวกับการใช้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) เป็นกลไกสำคัญในการควบคุมกิจการและการกำกับดูแลกิจการที่ดี และสามารถนำไปใช้ในการบูรณาการเรียนการสอนกับงานวิจัยทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี อีกทั้งอาจช่วยกระตุ้นความสนใจของนักวิชาการ นักวิจัยอื่น ๆ ในการทำงานวิจัยในอนาคต ซึ่งอาจจะใช้คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือปัจจัยอื่น ๆ เช่น คณะกรรมการตรวจสอบผู้ตรวจสอบภายใน และสำนักงานสอบบัญชี เป็นต้น โดยคาดว่าปัจจัยดังกล่าวน่าจะเป็นกลไกสำคัญในควบคุมและตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร ซึ่งอาจมีผลต่อราคาหุ้นและผลการดำเนินงานได้

ประโยชน์จากการนำไปปฏิบัติที่ได้จากผลการศึกษา พบว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีอัตรการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยเพิ่มขึ้นจะมีผลต่อราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่ม SET รวมทั้งการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีอัตรการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยเพิ่มขึ้นจะมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน (ROS) ที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่ม mai ดังนั้น สำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยสามารถนำไปใช้ประกอบการกำหนดนโยบายต่าง ๆ เพื่อส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนไทยมีอัตรการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยเพิ่มขึ้น และการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนไทยสามารถนำไปใช้จัดสรรเงินทุนให้เหมาะสมกับต้นทุนและประโยชน์ที่ได้รับจากการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมทั้งการดำรงอัตรการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งผู้ถือหุ้นและนักลงทุนสามารถนำไปใช้ในการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่ม mai เพราะเมื่อบริษัทมีอัตรการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยเพิ่มขึ้น อาจมีผลต่อผลการดำเนินงานที่ลดลงได้

REFERENCES

- Al-Kassar, T. A. & Al-Nidawiy, M. A. (2014). The role of corporate governance and its impact on the share price of industrial corporations listed on the Amman Stock Exchange. *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, 2(6), 118–138.
- Amina, B., Allam, H. & Qasim, Z. (2017). Corporate governance and firm performance: Evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78–98.
- Ararat, M., Black, S. B. & Yurtoğlu, B. B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, 30(C), 113–132.
- Aşgarnezhad Nouri, B., Faraji, M. & Soltani, M. (2018). The mediating role of intellectual capital in the relationship between corporate governance and financial performance in the Tehran Stock Exchange, *AESTIMATIO, The IEB International Journal of Finance*, 17, 164–181.
- Bakay Ergene, S. & Karadeniz, E. (2021). Corporate governance and firm value: Evidence from lodging companies. *Journal of Global Business Insights*, 6(1), 74–91.
- Bozcuk, A. E. (2011). Performance effects of outside directors on corporate boards. *International Journal of Business and Social Science*, 2(20), 80–84.
- Buallay, A., Hamdan, A. & Zureigat, Q. (2017). Corporate governance and firm performance: Evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78–98.
- Çaliskan, M. M. T. & Kerestecloğlu, S. (2013). Effects of free float ratios on stock prices: An application on ISE. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 14(2), 165–174.
- Chung, K. H. & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70–74.
- Connelly, J. T., Limpaphayom, P. & Nagarajan, N. J. (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1722–1743.
- Ding, X., Ni, Y. & Zhong, L. (2016). Free float and market liquidity around the world. *Journal of Empirical Finance*, 38(PA), 236–257.
- Durbin, J. & Watson, G. S. (1951). Testing for serial correlation in least squares regression. II, *Biometrika*, 38(1/2), 159–177.
- Farnia, P., Pournbijan, F. & Pournbijan, S. (2016). Consideration the relationship between the percentages of free float with priced gap of supply and demand in the accepted companies in Tehran Stock Exchange. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 86, 5–14.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston: Pitman.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J. & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate Data Analysis* (7th ed.). Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Education International.

- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kula, V. & Baykut, E. (2015). Does better corporate governance rating lead to higher market value?: An empirical investigation of BIST XKURY listed companies. *Electronic Journal of Vocational Colleges*, 5(6), 47–54.
- Lee, J., Kang, Y. & Kim, S. (2018). Corporate social responsibility and financial performance in Korean retail firms. *Journal of Distribution Science*, 16(5), 31–43.
- Mulyono, Manurung, A. H. & Suprpto, A. T. (2019). Innovation organization and free float on financial performance: empirical study from listed company at Indonesia Stock Exchange. *International Conference on Economics, Management, and Accounting, KnE Social Sciences*, 53–69.
- Netiniyom, P. (2016). Does free float affect shareholder wealth? New evidence from the Stock Exchange of Thailand. *The Review of Finance and Banking*, 8(2), 43–53.
- Organization for Economic Co-operation and Development. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: Organization for Economic Co-operation and Development.
- Ozer, G. & Ozen, A. K. (2018). The effects of ownership structure on financial performance of enterprises in the light of accounting based performance indicators: A research on the firms traded on the bist industrial index. *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 5(2), 184–203.
- Parigi, B. M., Pelizzon, L. & Thadden, E. (2014). *Stock Market Returns, Corporate Governance and Capital Market Equilibrium*. Retrieved 6 June 2021, from https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id2270140.pdf
- Sailendra, S., Murwaningsari, E. & Mayangsari, S. (2019). The influence of free float shares and audit quality on company performance: Evidence from Indonesia. *The Audit Financial Journal, Chamber of Financial Auditors of Romania*, 17(154), 274–274.
- Singha, T., Guptab, M. & Sharma, A. (2015). Stock market liquidity and firm performance. *Accounting*, 1(1), 29–36.
- Somthong, N., Sangsun, P. & Ruangvarakorn, K. (2021). The relationship between transparency levels of financial information disclosures through the corporate governance scored, performance and firm value of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Ph.D. in Social Sciences Journal*, 11(1), 243–256.
- Tabachnick, B. G. & Fidell, L. S. (2007). *Using Multivariate Statistics* (5th ed.). Boston: Pearson Education.
- Tantivanichanon, S., Wongsurawat, W. & Rajchamaha, K. (2015). Who makes the grade and why? Corporate governance scores in Thailand, *Journal of Advances in Management Research*, 12(3), 249–267.

- Tayatong, S., Ratanacharoenchai, C. & Nomee, J. (2018). The relationship between ownership structure and corporate governance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal Humanities and Social Sciences*, 38(4), 66–80.
- Thai Institute of Directors Association. (2020). *Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2020*. Bangkok: Thai Institute of Directors Association.
- Thanatawee, Y. (2018). Ownership dispersion and liquidity: evidence from Thailand. *Chulalongkorn Business Review*, 40(157), 25–48.
- Thanjunpong, S. (2015). Good corporate governance effects on performance through mediation of tax planning of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of the Association of Researchers*, 20(2), 105–113.
- Thanjunpong, S. & Bangmek, R. (2017). The influence of board of directors, audit committee and ownership structure impact on tax planning: An empirical evidence of Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 13(37), 29–44.
- The Securities and Exchange Commission. (2017). *Corporate Governance Code for Listed Companies 2017*. Retrieved 6 June 2021, from <https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/Documents/Regulation/CGCode.pdf>
- The Standard Wealth, (2021). *The SET Prepares to Adjust the Indexing Criteria by Adding Free Float into the Calculation*. Retrieved 6 June 2021, from <https://thestandard.co/free-float-adjusted-market-capitalization>
- The Stock Exchange of Thailand, (2019). *Distribution of Minority Shareholdings (Free Float)*. Retrieved 6 June 2021, from https://www.set.or.th/th/regulations/simplified_regulations/free_float_p1.html
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- Utrero-González, N. & Callado-Muñoz, F. J. (2016). Do investors react to corporate governance news? An empirical analysis for the Spanish market. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(1), 13–25.
- Wahidahwati, W. & Ardini, L. (2021). Corporate governance and environmental performance: How they affect firm value. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 953–962.

