



ความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติกับมูลค่ากิจการ และการสื่อสารทางธุรกิจ

RELATIONSHIPS AMONG FOREIGN OWNERSHIP, FIRM VALUE, AND BUSINESS COMMUNICATION

วณิชยา แสนท้าว¹

นันทพล พงษ์ไพบูลย์²

ศรายุทธ แสงจันทร์²

กิตติ สิริพัลลภ²

จิระจิตต์ บุณนาค²

กิงกาญจน์ ภัทรธรรมมาศ²

ปุณณิฐา พันธุ์ทวี²

อิสริยา บุษราคัมวงษ์²

ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ²

วรพงษ์ จันยังยืน²

Received 26 December 2018

Revised 23 April 2019

Accepted 17 May 2019

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติในแง่ของการคุ้มครองนักลงทุนต่อมูลค่าของกิจการ และการสื่อสารทางธุรกิจ การศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis) วิเคราะห์ข้อมูลการถือหุ้นใหญ่ต่างชาติกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของตลาดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2556 - พ.ศ.2560 จำนวนทั้งสิ้น 2,305 ตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ ขณะที่ระดับการคุ้มครองนักลงทุน ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

คำสำคัญ: การคุ้มครองนักลงทุน มูลค่าของกิจการ สัดส่วนความเป็นเจ้าของ

¹ อาจารย์ประจำคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

² อาจารย์ประจำคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



Abstract

This study aims to study the relationship between foreign ownership, in a perspective of investor protection, firm value, and business communication. This study uses regression analysis to analyze listed foreign ownership and return on assets from listed firms on the Stock Exchange of Thailand (SET) 2,305 samples from 2013 to 2017. Result indicates that foreign ownership has a positive relationship with firm value, while degree of investor protection does not have a relationship with firm value.

Keywords: Investor protection, Firm value, Foreign ownership

บทนำ

การศึกษาจำนวนมากเกี่ยวกับความหมายของโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) และปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของบริษัท (firm value) ทั้งทางทฤษฎี และทางปฏิบัติ ในการทบทวนวรรณกรรมเรื่องการกำกับกิจการ ในอดีตมีการศึกษาเกี่ยวกับการแยกความเป็นเจ้าของออกจากอำนาจในการควบคุมบริษัทเป็นวิธีที่มีประสิทธิภาพในการบริหารจัดการและการแบกรับความเสี่ยง (Fama & Jensen, 1983) แต่การแยกกันระหว่างความเป็นเจ้าของกับการควบคุมก็อาจจะก่อให้เกิดปัญหาตัวแทนได้ (Shleifer & Vishny, 1997)

การทบทวนวรรณกรรมในด้านการกำกับกิจการมีการศึกษาเกี่ยวกับบทบาทของการคุ้มครองนักลงทุน ในความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นเจ้าของกับมูลค่าของผู้ถือหุ้น (La Porta et al., 1997, 1998) บอกถึงความสำคัญของกฎหมายต่อการคุ้มครองสิทธิของนักลงทุนภายนอก โดยในประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับต่ำ ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่จะมองว่าพวกเขาให้ความสำคัญกับความเป็นเจ้าของเพื่อประโยชน์ในการควบคุมบริษัท La Porta et al. (2000) ศึกษาและสรุปความเห็นว่าเป็นบริษัทที่มีนโยบายการคุ้มครองนักลงทุนในระดับสูงจะมีมูลค่ามากกว่าบริษัทที่มีนโยบายการคุ้มครองนักลงทุนในระดับต่ำเนื่องจากคนภายในบริษัทจะไม่ยอมให้มูลค่าลดลง ดังนั้น การคุ้มครองนักลงทุนจึงเป็นศูนย์กลางของกลไกการกำกับกิจการของบริษัท นอกจากนี้ La Porta et al. (2000) ยังศึกษาและสรุปความเห็นอีกว่าการพัฒนาการกำกับกิจการของบริษัทในประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับต่ำทำได้โดยเชื่อมโยงกับกลไกการกำกับกิจการจากประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับสูง ด้วยการดำเนินการหรือควบคุมบริษัทในประเทศ เช่น บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นชาวต่างชาติจะนำแนวทางปฏิบัติด้านการกำกับกิจการมาใช้อย่างเหมาะสม การศึกษาในอดีตเกี่ยวกับแนวทางการกำกับดูแลกิจการของบริษัทพบว่า นักลงทุนต่างชาติสามารถพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในประเทศได้จากหลาย ๆ เหตุผล เช่น สำนักงานใหญ่บังคับใช้การกำกับกิจการเหล่านั้น ในการบริหารบริษัทย่อย (Boardman et al., 1997; Chhibber & Majumdar, 1999)

วัตถุประสงค์หลักของนักลงทุนที่ใช้เหตุผลในการลงทุน (Rational investors) คือความมั่งคั่งสูงสุด (Maximize wealth) ขณะผู้ถือหุ้นต่างชาติรายใหญ่อาจถูกถอนจากบริษัทในประเทศที่มีการปกป้องนักลงทุนต่างชาติในระดับต่ำ ดังนั้น บริษัทที่มีการกำกับกิจการในระดับต่ำสามารถพัฒนาการกำกับกิจการโดยการเชื่อมโยงกับกลไกการกำกับกิจการที่ดีในเรื่องการของปกป้องนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งเป็นประเด็นสำหรับการศึกษานี้เพื่อหาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติในแง่ของการคุ้มครองนักลงทุนกับมูลค่าของกิจการ การศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอย วิเคราะห์ข้อมูลบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556- พ.ศ. 2560 จำนวนทั้งสิ้น 2,305 ตัวอย่าง ผลการศึกษาที่สำคัญพบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ ขณะที่ระดับการคุ้มครองนักลงทุนของประเทศต่าง ๆ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

ทบทวนวรรณกรรม

Oxelheim & Randoy (2003) ศึกษาและสรุปความเห็นว่าการตรวจสอบผลกระทบของการแยกตัวออกจากตลาดทุนโดยแบ่งตามการนำกลไกการกำกับกิจการจากประเทศ Anglo-American มาใช้ แสดงให้เห็นว่าการพัฒนาการกำกับกิจการสามารถทำได้ในตลาดที่มีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับสูง รวมถึงสมาชิกผู้บริหารต่างชาติที่มาจากประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับสูง Stulz (1999) ศึกษาและแสดงให้เห็นผลของการแยกตัวจากตลาดทุน คือ การลดลงของข้อมูลที่ไม่เท่ากันระหว่างประเทศ (Information asymmetry) การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศทำให้เกิดการรวมกันของการกำกับดูแลกิจการเนื่องจาก แรงกดดันทางกฎหมายของตลาดหุ้นต่างประเทศ Oxelheim & Randoy (2003) ศึกษาและสรุปความเห็นว่าเป็นบริษัทที่มีคณะผู้บริหารจากประเทศ Anglo-American มีอัตราส่วน Tobin's Q สูง และด้วยเหตุผลดังกล่าว บริษัทที่มีคณะผู้บริหารจากประเทศ Anglo-American จึงมีความยินดีที่จะพัฒนาการกำกับกิจการของตนเอง อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดนอร์เวย์และสวีเดน และคณะผู้บริหารจากประเทศ Anglo-American ซึ่งได้แก่ ประเทศสหรัฐอเมริกา อังกฤษ และแคนาดา ซึ่งยากที่จะอนุมานจากผลการศึกษาของพวกเขาว่าความเป็นเจ้าของของชาวต่างชาติจะนำไปสู่การพัฒนาการกำกับกิจการ เพราะนอร์เวย์และสวีเดนเป็นประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับสูง La Porta et al. (1998) ศึกษาและสรุปความเห็นว่า นักลงทุนต่างชาติมีโอกาสดูถูกจากนักลงทุนในประเทศได้น้อยมาก เพราะเป็นประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับสูง และหลายบริษัทในประเทศนอร์เวย์และสวีเดนมีการดำเนินธุรกิจข้ามประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาด Anglo-American การกำกับกิจการของบริษัทในนอร์เวย์และสวีเดน อาจมีผลจากการดำเนินธุรกิจข้ามประเทศมากกว่าจากความเป็นเจ้าของของชาวต่างชาติ

หลายการศึกษามีข้อสนับสนุนว่าประเทศไทยเป็นกลุ่มตัวอย่างที่น่าสนใจในปัญหานี้ เพราะตลาดทุนในประเทศไทยมีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับต่ำ (La Porta et al., 1998) และ (Alba et al., 1998) รวมถึงการเปลี่ยนแปลงของการกำกับกิจการในประเทศไทย จากวิกฤตการเงินในปี 1997 โดยวิกฤตครั้งนั้นผลักดันให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สนับสนุนการดูแลกำกับกิจการมากขึ้น และจัดตั้งองค์กรขึ้นมาเพื่อพัฒนากลไกการกำกับกิจการในประเทศไทย สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors Association) และกรมสอบสวนคดีพิเศษแห่งราชอาณาจักรไทย (Department of Special Investigation) ถูกจัดตั้งขึ้นในปี 1999 และ 2002 ตามลำดับ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้เผยแพร่หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อกระตุ้นการคุ้มครองนักลงทุนภายนอกและตรวจสอบมาตรฐานบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี 2002 รัฐบาลไทยได้มีการประกาศว่าเป็นปีแห่งการกำกับกิจการที่ดี นอกจากนั้นอุปสรรคที่ชาวต่างชาติที่จะเป็นเจ้าของบริษัทในประเทศไทยลดลงตั้งแต่ปี 1997 พร้อมกับมีการเพิ่มความโปร่งใส และลดการจำกัดความเป็นเจ้าของของชาวต่างชาติลง ส่งผลให้สภาพแวดล้อมของการกำกับกิจการในประเทศไทยแตกต่างจากประเทศนอร์เวย์และสวีเดน ที่ได้กล่าวถึงในข้างต้น การคุ้มครองนักลงทุนในประเทศไทยอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำและเกือบจะทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยไม่ได้ดำเนินธุรกิจข้ามชาติ รวมถึงมีการเปลี่ยนแปลงในการกำกับกิจการที่เกิดขึ้นในประเทศไทยอีกด้วย

ปัญหาตัวแทน การกำกับดูแลกิจการ และการปกป้องนักลงทุน (Agency Problem, Corporate Governance, and Investor Protection)

Jensen และ Meckling (1976) ศึกษาและให้ความเห็นว่าปัญหาตัวแทน (Agency Problem) คือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างตัวการ (ผู้ถือหุ้น) และตัวแทน (ผู้จัดการ) โดยแนวคิด คือ ตัวการไม่มีการตรวจสอบโดยตรง และตัวแทนมักจะทำกิจกรรมบางอย่างเพื่อผลประโยชน์ของ

ตนเองมากกว่าเพื่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นโดยรวม จากการศึกษาของ La Porta et al. (1997, 1998) ระบุว่า การคุ้มครองนักลงทุนผ่านกฎหมายเป็นองค์ประกอบที่สำคัญของการกำกับกิจการการคุ้มครองนักลงทุนเป็น กลไกที่จะคุ้มครองไม่ให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมทำให้ผลประโยชน์ของนักลงทุนภายนอก ผู้ถือหุ้นรายย่อยและ เจ้าหนี้ลดลง การคุ้มครองนักลงทุนขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย เช่น การรักษาสีทธิของนักลงทุนในบริษัท กฎหมาย ล้มละลายและหลักทรัพย์ รวมถึงหลักเกณฑ์ในการเปิดเผยข้อมูล La Porta et al. (2002) ศึกษาและให้ ความเห็นว่าระดับการคุ้มครองนักลงทุนที่แตกต่างกันในแต่ละประเทศเป็นผลมาจากกฎหมายแพ่งและ กฎหมายทั่วไปที่ต่างกัน อย่างไรก็ตาม ภายใต้ระบบเดียวกัน การคุ้มครองนักลงทุนก็มีแนวโน้มที่จะแตกต่างกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับต่ำ สำหรับประเทศไทย ตามรายงานการกำกับ กิจการของบริษัทจดทะเบียนโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย พบว่าระดับของการกำกับกิจการ และการคุ้มครองนักลงทุนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยมีความแตกต่างกัน การคุ้มครองนักลงทุนมี ผลกระทบทางบวกต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้น ดังนั้น วิธีหนึ่งที่จะเพิ่มมูลค่าผู้ถือหุ้นของบริษัทในประเทศ คือ การ พัฒนาการกำกับกิจการของบริษัท La Porta et al. (2000) ศึกษาและให้ความเห็นว่าพัฒนาการกำกับ กิจการของบริษัทในประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับต่ำสามารถทำได้โดยการเชื่อมโยงกับกลไกการ กำกับกิจการจากประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับสูง

ผู้ถือหุ้นต่างชาติและการกำกับดูแลกิจการ (Foreign Ownership and Corporate Governance)

การศึกษาของ Oxelheim & Randoy (2003) ให้ความเห็นว่า กลไกการกำกับกิจการสามารถ ถ่ายโอนไปยังบริษัทในประเทศได้โดยเจ้าของและการตรวจสอบของนักลงทุน Oxelheim & Randoy (2003) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการแยกตัวออกจากตลาดทุนโดยแบ่งตามการนำกลไกการกำกับกิจการจาก ประเทศ Anglo-America มาใช้ ซึ่งเป็นประเทศที่มีกลไกอุปสงค์มากที่สุด โดยการศึกษาหาบริษัทที่มี อัตราส่วน Tobin's Q สูง โดยบริษัทนั้นต้องมีคณะกรรมการจากประเทศอังกฤษ สหรัฐอเมริกา และแคนาดา โดยบริษัทที่เปลี่ยนมาใช้ระบบของ Anglo-America จะมีต้นทุนของเงินทุนต่ำ (cost of capital) และมีมูลค่า กิจการที่สูง ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีคณะกรรมการจากต่างชาติ (Anglo-America) จะนำระบบการกำกับ กิจการมาพัฒนาการกำกับกิจการของบริษัทให้ดีขึ้น ดังนั้น ผู้ถือหุ้นต่างชาติจึงมีความสำคัญเหมือนทำหน้าที่ เป็นช่องทางการถ่ายโอนกลไกการกำกับกิจการให้ดีขึ้น ซึ่งอาจหมายถึงกลไกการกำกับกิจการในประเทศที่มี การปกป้องนักลงทุนในระดับต่ำจะถูกพัฒนาได้ด้วยการเชื่อมโยงกับกลไกการกำกับกิจการจากประเทศที่มีการ ปกป้องนักลงทุนในระดับสูง

La Porta et al. (2000) ศึกษาและให้ความเห็นว่านักลงทุนต่างชาติมีแรงจูงใจที่จะพัฒนาการ กำกับกิจการของบริษัทในประเทศนั้นเพราะเป็นโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนมากขึ้น จากการมีการกำกับ กิจการที่ดีขึ้น เช่น บริษัทเป้าหมายมีโอกาสที่จะเติบโตในอนาคตแต่มีการกำกับกิจการที่แย่ มีปัญหาตัวแทนใน บริษัท (Agency Problem) ถ้านักลงทุนสามารถพัฒนาการกำกับกิจการของบริษัทในประเทศนั้นได้ ความมั่ง คั่งของเขาก็จะดีขึ้น อย่างไรก็ตามการศึกษาของ Oxelheim & Randoy (2003) ใช้ข้อมูลจากประเทศ นอร์เวย์และสวีเดนที่มีการปกป้องนักลงทุนในระดับสูง (La Porta et al., 1998) นอกจากนี้ หลายบริษัทใน นอร์เวย์และสวีเดนมีการจดทะเบียนในต่างประเทศ จึงทำให้ผลที่ได้อาจจะไม่ชัดเจนว่ามูลค่าของบริษัทที่เพิ่มขึ้น เพิ่มมาจากการถ่ายโอนการกำกับกิจการที่ดีผ่านผู้ถือหุ้นต่างชาติ

การศึกษาจำนวนมากแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นต่างชาติในสัดส่วนที่สูงมักจะมีผลประโยชน์การ กำกับกิจการที่ดี Boardman et al. (1997) และ Chhibber and Majumdar (1999) ศึกษาและให้ความเห็นว่าบริษัทย่อยในต่างประเทศควรดำเนินกลยุทธ์การกำกับกิจการตามสำนักงานใหญ่ ยิ่ง

ไปกว่านั้นผู้จัดการบริษัทย่อยในประเทศยังต้องเผชิญหน้ากับความกดดันจากสำนักงานใหญ่ จากที่ Ade-Ajayi (2004) ศึกษา คือ การตัดสินใจในการกำกับกิจการของบริษัทย่อยในต่างประเทศจะถูกบังคับตามมูลค่ากิจการที่บริษัทคาดหวังจากสำนักงานใหญ่

การศึกษาจำนวนมากได้แย้งเกี่ยวกับแรงจูงใจที่จะติดตามผลประกอบการของบริษัทของนักลงทุนสถาบันต่างชาติ Brickley et al. (1998) ศึกษาและให้ความเห็นว่านักลงทุนสถาบันมีบทบาทคล้ายคลึงกับผู้ถือหุ้นที่ถูกบล็อก พวกเขามีแรงจูงใจมากที่จะติดตามผลประกอบการของบริษัทมากกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อย นอกจากนี้ Gillan และ Stack (2003) ให้ความเห็นเพิ่มว่า การเพิ่มขึ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลสำคัญต่อการกำกับกิจการ ทั้งการแทรกแซงทางตรงและผลกระทบต่ออุปสงค์อุปทานทางอ้อม หมายถึงนักลงทุนสถาบันสามารถติดตามผลประกอบการของบริษัทได้โดยตรง หรือบริษัทสามารถแสดงผลประกอบการที่ดีเพื่อดึงดูดนักลงทุนสถาบันที่มีเงินทุนมาก

จากที่กล่าวไปข้างต้น มีการศึกษาที่ผ่านมาของ Oxelheim & Randoy (2003) คือ การทดสอบในประเทศที่มีกฎหมายคุ้มครองในระดับสูง (ผู้ถือหุ้นใหญ่ต่างชาติลดความมั่งคั่งของบริษัทในประเทศได้ยาก) ปัญหานี้เป็นปัญหาที่น่าทดสอบ ถึงแม้ว่าการศึกษาที่มีอยู่จะถูกทดสอบในประเทศที่มีการคุ้มครองผู้ลงทุนในระดับสูง แต่ในประเทศที่มีการคุ้มครองผู้ลงทุนต่ำอย่างประเทศไทย ก็อาจจะมีความแตกต่างกัน อย่างไรก็ตามมูลค่าของบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นต่างชาติควบคุมอยู่ อาจเกิดขึ้นนอกเหนือจากการถ่ายโอนการกำกับกิจการ Dunning (1995) ศึกษาและให้ความเห็นว่า บริษัทข้ามชาติจะถ่ายโอนเฉพาะข้อดีของบริษัท เช่น องค์ความรู้และเทคโนโลยี ไปยังบริษัทย่อยในต่างประเทศ ดังนั้น การศึกษานี้จะเสนอหลักฐานเพื่อสนับสนุนข้อโต้แย้งว่าผลกระทบที่มีต่อผู้ถือหุ้นใหญ่ต่างชาติมาจากการถ่ายโอนการกำกับกิจการ ไม่ใช่การถ่ายโอนเทคโนโลยี

การกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย (Corporate Governance in Thailand)

การคุ้มครองผู้ถือหุ้นในประเทศไทย ถือว่าอยู่ในระดับต่ำ ถึงแม้ว่าจุดเริ่มต้นของกฎหมายจะเป็นกฎหมายเดียวกับที่ La Porta et al. (1998) ได้แย้ง ตามการศึกษาของ Mitton (2002) Limpaphayom & Connelly (2004) และ Alba et al. (1998) ให้ความเห็นว่า ต้นกำเนิดของวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี 1997 มาจากการที่บริษัทไม่มีการกำกับกิจการที่ดีเท่าที่ควร หลังจากวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี 1997 จึงมีการปฏิรูปการกำกับกิจการ หน่วยงานของรัฐให้ความสำคัญกับการกำกับกิจการมากขึ้น โดยใช้การกำกับกิจการแก้ไขวิกฤตการณ์นี้ โดยได้รับความนิยมนสูงสุดในช่วงปี 2002 ประเทศไทยได้รณรงค์และส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญ และประโยชน์ของการกำกับกิจการที่ดี

ผลของวิกฤตที่เกิดขึ้นในครั้งนั้น ส่งผลให้มีการปฏิรูป โดยมีความพยายามที่จะนำการกำกับกิจการไปใช้ในการปฏิรูปโครงสร้างที่ใหญ่กว่าในตลาดการเงิน มีกฎหมาย ข้อบังคับ และแนวทางใหม่สำหรับองค์กรมืออาชีพ โดยมีการกำหนดข้อมูลที่จะเปิดเผยเป็นสาธารณะมากขึ้น เพื่อลดข้อบกพร่องด้านต่าง ๆ เช่น สิทธิของผู้ถือหุ้น การเปิดเผยข้อมูลต่าง ๆ การเปิดเผยรายชื่อผู้บริหาร โอกาสในการล้มละลาย รวมถึงมาตรฐานทางบัญชีต่าง ๆ โดยเป้าหมายของการปฏิรูป คือ การปกป้องสิทธิของนักลงทุน พัฒนาเรื่องการรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท และเพื่อเพิ่มความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะให้มากขึ้น

ในปี 2001 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเผยแพร่รายงานเกี่ยวกับการกำกับกิจการ เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติในขั้นเริ่มแรก คำแนะนำ และหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับผู้บริหาร คณะกรรมการผู้จัดการ ผู้ถือหุ้น การจัดการและรายงานความเสี่ยง รวมถึงจริยธรรมในการดำเนินธุรกิจ ต่อมาในปี 2002 เป็นปีแห่งการกำกับดูแลกิจการที่ดี เนื่องจากทุกภาคส่วนร่วมกันผลักดันการกำกับกิจการในตลาดไทยมากขึ้น นายกรัฐมนตรีเป็นประธานคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ ซึ่งประกอบด้วยตัวแทนจากกระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย และหน่วยงานกำกับดูแลต่าง ๆ เช่น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาด

หลักทรัพย์ (SEC) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตัวแทนของภาคอุตสาหกรรมผ่านการมีส่วนร่วมของหอการค้าไทย (TCC) สมาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (FTI) สมาคมธนาคารไทย ผู้สอบบัญชีรับอนุญาตของไทย สมาคมบริษัทจดทะเบียน สมาคมบริษัทจัดการลงทุน (AIMC) สมาคมนักลงทุนไทย และสมาคมผู้จัดการนักลงทุนสถาบันไทย ผลของการปรับโครงสร้างการกำกับกิจการ คือ ความพยายามของผู้ถือหุ้นต่างชาติในเรื่องมูลค่าของผู้ถือหุ้นมีแนวโน้มลดลงจากก่อนหน้านี้ที่จะมีการปฏิรูปการกำกับกิจการ กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ บทบาทของผู้ถือหุ้นต่างชาติที่มีอำนาจในการควบคุมกิจการ จะมีความชัดเจนมากขึ้น ในสภาพแวดล้อมที่มีการปกป้องนักลงทุนในระดับต่ำ ซึ่งผลในทางกลับกัน ก็คือที่ที่มีการปกป้องนักลงทุนในระดับสูง ผู้ถือหุ้นต่างชาติที่มีอำนาจในการควบคุมไม่จำเป็นต้องมีบทบาทในการกำกับกิจการ

นอกจากนี้ ยังมีผลกระทบอื่น ๆ ที่มาจากวิกฤต คือ การจำกัดสัดส่วนความเป็นเจ้าของของชาวต่างชาติ โดยบริษัทจะมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติได้มากที่สุด 49% ตามการศึกษาที่ Lam (1997) และ Bailey and Jagtiani (1994) ให้ความเห็นว่า เหตุการณ์นี้กระทบมูลค่าของผู้ถือหุ้นเพราะอุปสรรคของนักลงทุนต่างชาติที่จะมาลงทุนในประเทศไทยน้อยลง ผลของการเปลี่ยนการจำกัดสัดส่วนของผู้ถือหุ้นต่างชาติเป็นผลดีต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้น คำอธิบายของเหตุการณ์นี้ คือ นักลงทุนต่างชาติซื้อหุ้นในราคาที่สูงกว่านักลงทุนในประเทศ (Stulz, 1999) และการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนนักลงทุนต่างชาติในบริษัทจะช่วยลดต้นทุนของตัวแทน (Agency cost) (Boardman et al., 1997) ตามที่ได้อธิบายข้างต้น

การศึกษาจำนวนมากแสดงถึงผลกระทบของการกำกับกิจการในประเทศไทย เช่น Tirapat (2001) ทดสอบกลไกการกำกับกิจการในประเทศไทยเพื่อหาว่าความสนใจจากเจ้าของเป็นจำนวนมากเป็นกลไกการควบคุมที่มีประสิทธิภาพ บริษัทที่เจ้าของให้ความสนใจมาก มีผลประกอบการที่ดีกว่า โดยใช้อัตราส่วน Tobin's Q และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on assets: ROA) เหตุการณ์นี้หมายถึงการให้ความสนใจของเจ้าของเป็นกลไกที่มีประสิทธิภาพในประเทศไทยที่มีการปกป้องนักลงทุนในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม การศึกษาของ Tirapat (2001) ไม่ได้ให้ความสนใจกับ ผลกระทบของนักลงทุนต่างชาติต่อมูลค่าของบริษัท Wiwattanakantang (2001) ศึกษาและให้ความเห็นว่า บริษัทที่ผู้ถือหุ้นมีอำนาจควบคุมโดยเฉพาะผู้ถือหุ้นต่างชาติ จะมี ROA ที่สูง โดยผู้ถือหุ้นที่จะมีอำนาจควบคุมต้องถือหุ้นมากกว่า 25% อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้มีข้อจำกัดบางประการ และอาจจะไม่สามารถเชื่อผลการศึกษาได้ เนื่องจากใช้ข้อมูลเพียง 1 ปี

จากการทบทวนวรรณ การศึกษานี้จึงแบ่งออกเป็น 2 สมมติฐาน ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ผู้ถือหุ้นใหญ่ต่างชาติมีอิทธิพลสำคัญเชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ

สมมติฐานที่ 2 ระดับการคุ้มครองนักลงทุนของประเทศต่าง ๆ มีอิทธิพลสำคัญเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

วิธีการวิจัย

การศึกษานี้วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple regression analysis) เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2556 - พ.ศ. 2560 ทั้งหมดจำนวน 2,305 กลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากตั้งแต่ปี 2556 มีนักลงทุนต่างชาติเข้ามาถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากขึ้นและจากการวิจัยของ สมิตรา ตั้งสมรพงษ์ (2560) พบว่ามูลค่าการถือครองของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหุ้นไทยสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และมีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นอีกในปีต่อไป การศึกษานี้เก็บข้อมูลเกี่ยวกับผู้ถือหุ้นต่างชาติในลักษณะต่าง ๆ เช่น สัญชาติ และสัดส่วนความเป็นเจ้าของ จาก SETSMART โดยศึกษาสัญชาติของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนสูงที่สุดของบริษัทนั้น ๆ และเก็บข้อมูลทางบัญชี เช่น ROA จาก Datastream การศึกษานี้ใช้การวัดมูลค่าของกิจการผ่าน

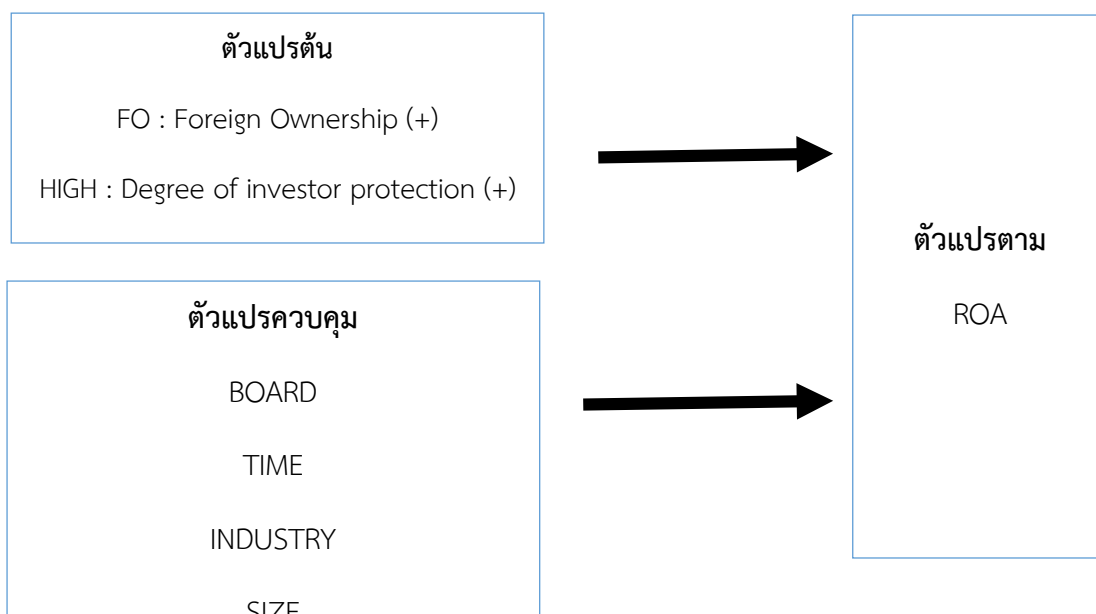
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อทรัพย์สิน (ROA) และเก็บข้อมูลดัชนีการคุ้มครองนักลงทุนที่ใช้ในการศึกษานี้ อ้างอิงจากการศึกษาของ La Porta et al. (1998) โดยสามารถแบ่งระดับการคุ้มครองนักลงทุนออกเป็นสองระดับ คือ ระดับสูง และระดับต่ำ ตามกฎหมายที่ประเทศนั้น ๆ ใช้ โดยตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา เป็นดังนี้

$$V_{it} = \beta_1 + \beta_2 FO + \beta_3 HIGH + \beta_4 TIME_1 + \beta_5 TIME_2 + \beta_6 TIME_3 + \beta_7 TIME_4 + \beta_8 BOARD + \beta_9 \ln SIZE + \beta_{10} \ln LEVERAGE + \beta_{11} INDUSTRY_1 + \beta_{12} INDUSTRY_2 + \beta_{13} INDUSTRY_3 + \beta_{14} INDUSTRY_4 + \beta_{15} INDUSTRY_5 + \beta_{16} INDUSTRY_6 + \beta_{17} INDUSTRY_7$$

โดยที่

V_{it}	=	มูลค่าของกิจการ i ปี t วัดจาก อัตราส่วน ROA
FO_{it}	=	1 ถ้า มีผู้ถือหุ้นใหญ่ต่างชาติของบริษัท i ปี t อย่างน้อย 1 ราย ที่มีสัดส่วนการถือหุ้นเท่ากับหรือมากกว่า 25% และในกรณีอื่นให้เท่ากับ 0
$HIGH_{it}$	=	1 ถ้า สัญชาติของผู้ถือหุ้นมีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับสูง และในกรณีอื่นให้เท่ากับ 0
$TIME_t$	=	ปีที่ t
$BOARD_{it}$	=	1 ถ้า มีผู้ถือหุ้นใหญ่ต่างชาติของบริษัท i ปี t อย่างน้อย 1 ราย เป็นคณะผู้บริหารของบริษัท และในกรณีอื่นให้เท่ากับ 0
$SIZE_{it}$	=	สินทรัพย์รวมของบริษัท i ปี t
$LEVERAGE_{it}$	=	หนี้สินรวม / สินทรัพย์รวมของบริษัท i ปี t
$INDUSTRY_i$	=	หมวดของบริษัท i ที่มีการจัดกลุ่มเป็น 8 กลุ่มตาม SET

ทั้งนี้ จากตัวแปรและข้อสมมติงานวิจัยสามารถแสดงกรอบแนวคิดงานวิจัยได้ดังรูปที่ 1 ดังนี้



รูปที่ 1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

ผลการศึกษา

บริษัทที่มีนักลงทุนต่างชาติเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ซึ่งถือหุ้นเกิน 25% มีจำนวน 277 กลุ่มตัวอย่าง คิดเป็น 12.02% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด และบริษัทที่มีนักลงทุนต่างชาติถือหุ้นน้อยกว่า 25% มีจำนวน 2,028 บริษัท หรือคิดเป็น 87.98% ถือหุ้นใหญ่ต่างชาติมาจากประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับสูง 137 กลุ่มตัวอย่าง คิดเป็น 5.95% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด และมาจากประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนในระดับต่ำ หรือไม่มีระดับการคุ้มครองนักลงทุน 2,168 กลุ่มตัวอย่าง คิดเป็น 94.05% ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนบริษัทที่มีนักลงทุนต่างชาติเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่

	จำนวน	ร้อยละ
การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ		
นักลงทุนต่างชาติถือหุ้นมากกว่า 25%	277	12.02 %
นักลงทุนต่างชาติถือหุ้นน้อยกว่า 25%	2,028	87.98 %
ประเทศที่มีระดับการคุ้มครองนักลงทุน		
ระดับสูง	137	5.95 %
ระดับต่ำ	2,168	94.05 %
รวม	2,305	100 %

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ถดถอย

Model	Variables	Coefficients	t	sig.	VIF	Adjusted R ²	F Statistic
1	FO	0.284*	1.980	0.048	2.470	0.067	0.0000**
	HIGH	-0.007	-0.440	0.661	1.900		
2	FO	0.025*	2.150	0.032	2.470	0.067	0.0000**
3	HIGH	0.013	0.940	0.350	1.900	0.065	0.0000**
4	FO	0.029*	1.980	0.048	2.470	0.004	0.0581
	HIGH	-0.007	-0.400	0.692	1.900		

*ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% **ระดับความเชื่อมั่นที่ 99%

จากผลการวิเคราะห์ถดถอยในตารางที่ 2 พบว่าค่า Adjusted R-Square ของทุกมิติเท่ากับ 0.067 0.065 และ 0.004 ซึ่งมีความหมายว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติสามารถอธิบายมูลค่าของกิจการได้ร้อยละ 6.7, 6.7, 6.5 และ 0.4 ตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า F Statistic เท่ากับ 0.0000 ใน 3 มิติแรกและเท่ากับ 0.0581 ในมิติที่ 4 ซึ่งหมายถึงโดยรวมตัวแปรทุกตัวมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับตัวแปรตาม (มูลค่าของกิจการ) ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ยกเว้นมิติที่ 4 ที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และไม่พบปัญหา Multicollinearity ซึ่งพิจารณาได้จากค่า VIF ที่ต่ำกว่า 10

Model 1 ค่า t ซึ่งเป็นค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับสัมประสิทธิ์ความถดถอยเพื่อพิจารณาว่าจะยอมรับหรือปฏิเสธความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติและมูลค่าของกิจการ

โดยจะยอมรับเมื่อค่า sig. ของสมมติฐานนั้นๆ มีค่าต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และจะปฏิเสธสมมติฐานเมื่อค่า sig. มีค่าสูงกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งจากตารางข้างต้นจะเห็นได้ว่า ใน Model ที่ 1 ตัวแปรต้น FO หรือการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติส่งผลต่อมูลค่ากิจการซึ่งวัดโดย ROA จากค่า sig. นั้นจะเห็นว่ามีค่า 0.048 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าของกิจการซึ่งวัดโดย ROA ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ดังนั้นจึงปฏิเสธ H_0 หรือยอมรับ H_1 นั่นคือ ผู้ถือหุ้นใหญ่ต่างชาติมีอิทธิพลสำคัญเชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ แต่ในทางกลับกันตัวแปรต้น HIGH มีค่า 0.661 มีค่ามากกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่า ระดับการค้ำครองนักลงทุนของประเทศต่างๆ ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่าของกิจการซึ่งวัดโดย ROA ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้พบว่ามีตัวแปรควบคุม ซึ่งได้แก่ ปี 2556 (TIME1), ปี 2557 (TIME2), lnLEVERAGE และขนาดของบริษัท (lnSIZE) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท (ROA) ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 Model 2 ตัวแปรต้น FO หรือการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติส่งผลต่อมูลค่ากิจการซึ่งวัดโดย ROA จากค่า sig. นั้นจะเห็นว่ามีค่า 0.032 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าของกิจการ นั่นคือผู้ถือหุ้นใหญ่ต่างชาติมีอิทธิพลสำคัญเชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ Model 3 ค่า sig. ของตัวแปรต้น HIGH หรือระดับการค้ำครองนักลงทุนนั้นมีค่า 0.350 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่า ระดับการค้ำครองนักลงทุนของประเทศต่าง ๆ ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่าของกิจการซึ่งวัดโดย ROA ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 Model 4 จากค่า sig. ของตัวแปรต้นทั้งสองตัวนั้นจะเห็นว่ามีค่า 0.048 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่า การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าของกิจการซึ่งวัดโดย ROA ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 นั่นคือ ผู้ถือหุ้นใหญ่ต่างชาติมีอิทธิพลสำคัญเชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ แต่ในทางกลับกันตัวแปรต้น HIGH มีค่า 0.692 มีค่ามากกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่า ระดับการค้ำครองนักลงทุนของประเทศต่างๆ ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่าของกิจการซึ่งวัดโดย ROA ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95

อภิปรายและสรุปผล

การศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติและมูลค่าของกิจการซึ่งวัดโดย ROA แต่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างระดับการค้ำครองนักลงทุนของประเทศต่าง ๆ และมูลค่าของกิจการซึ่งวัดโดย ROA ตามการศึกษาของ Oxelheim & Randoy (2003) ที่ศึกษาพบว่าในประเทศ Anglo-American บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นใหญ่ต่างชาติที่มาจากประเทศที่มีการค้ำครองนักลงทุนในระดับสูงจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่ไม่มีผู้ถือหุ้นใหญ่ต่างชาติที่มาจากประเทศที่มีการค้ำครองนักลงทุนในระดับสูง แต่การศึกษานี้ได้ผลที่แตกต่างคือ เฉพาะผู้ถือหุ้นใหญ่ต่างชาติเท่านั้นที่มีผลทางบวกต่อมูลค่าของกิจการ แต่ระดับการค้ำครองนักลงทุนไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งอาจเกิดจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดเป็นบริษัทในประเทศไทยที่มีระดับการค้ำครองนักลงทุนในระดับต่ำ รวมถึงประเทศไทยอาจจะยังไม่ให้ความสำคัญกับสัญชาติของผู้ถือหุ้นต่างชาติ ต่างจากการศึกษาของ Oxelheim & Randoy (2003) ที่ศึกษาในประเทศ Anglo-American ที่มีระดับการค้ำครองในระดับสูง ทำให้ได้ผลการศึกษาที่ต่างกัน

อย่างไรก็ตาม มูลค่าของกิจการนอกจากจะเป็นผลจากปัจจัยที่ทำการศึกษากล่าวมาข้างต้นแล้ว ยังมีส่วนการจัดการทางธุรกิจอื่นขององค์กรที่มีส่วนในการทำให้เกิดเพิ่มมูลค่ากิจการ ได้แก่ งานทางด้านบัญชีและการเงิน ด้านการตลาด และด้านการสื่อสารทางธุรกิจและด้านงานนักลงทุนสัมพันธ์ (Business Communication and Investor Relations) งานด้านบัญชีและการเงินนั้น เป็นงานหลักที่เกี่ยวข้องกับการ

เตรียมข้อมูลทั้งด้านรายงานทางการเงิน ข้อมูลทางด้านบัญชี และการเตรียมระบบภายในของข้อมูลทางด้านธุรกิจ ข้อมูลด้านการบัญชีและการเงิน ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่เป็นเชิงปริมาณหรือคุณภาพ ล้วนแล้วแต่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการทั้งสิ้นไม่ทางตรงก็ทางอ้อม ข้อมูลด้านความเสี่ยง รวมทั้งข้อมูลทางด้านแผนกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจ ที่เกิดจากการรวบรวมมาจางานด้านต่าง ๆ ในองค์กร ไม่ว่าจะเป็นด้านการตลาดข้อมูลที่ทำให้จะเป็นการวิเคราะห์ จุดแข็งจุดอ่อนของผลิตภัณฑ์และบริการของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ การวิเคราะห์ส่วนแบ่งตลาด (Market Segmentation) เพื่อเลือกกลุ่มเป้าหมาย (Target Market) ที่มีศักยภาพในการสร้างยอดขาย และการทำกำไรให้กับบริษัทมากที่สุดเป็นกลุ่มเป้าหมายหลัก (Primary Target) และกลุ่มที่มีศักยภาพรองลงไปเป็นกลุ่มเป้าหมายรอง (Secondary Target) การกำหนดตำแหน่งทางการตลาดของผลิตภัณฑ์และบริการ (Product Positioning) ที่เป็นตำแหน่งที่เหนือกว่าคู่แข่ง การกำหนดกลยุทธ์การตลาดต่าง ๆ อาทิเช่น กลยุทธ์การสร้างแบรนด์ กลยุทธ์เกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ กลยุทธ์ราคา กลยุทธ์ช่องทางการจัดจำหน่าย กลยุทธ์การส่งเสริมการตลาด ตลอดจนกลยุทธ์การสร้างความสัมพันธ์กับลูกค้า นอกจากนี้ยังให้ข้อมูลเกี่ยวกับการพยากรณ์ยอดขาย (Sales Forecast) เพื่อให้ผู้บริหารหรือนักลงทุนและผู้สนใจได้เห็นการเจริญเติบโตของบริษัท รวมถึงงานทางด้านบุคคล ที่จะต้องมีการเตรียมบุคคลากรเพื่อรองรับการเติบโตและภาระหน้าที่ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน ซึ่งต้องมีการใช้หลักการบริหารทั้งด้านงานบุคคลและการจัดการองค์กรให้มีความเหมาะสม และมีประสิทธิภาพ ซึ่งการจัดการด้านธุรกิจดังกล่าวสามารถสะท้อนผ่านการสื่อสารด้านธุรกิจและองค์กร โดยผ่านทางหน่วยงานที่มีบทบาทโดดเด่น คือ งานด้านการสื่อสารทางธุรกิจและด้านนักลงทุนสัมพันธ์ โดยงานด้านลงทุนสัมพันธ์ (Investor Relations: IR) ของบริษัทจะกำหนดกลุ่มเป้าหมายเพื่อการสื่อสารให้ทราบถึงข้อมูลของบริษัท โดยกลุ่มเป้าหมายที่สำคัญคือ นักลงทุน คู่ค้า และสถาบันการเงินโดยเฉพาะกลุ่มวิเคราะห์หลักทรัพย์ สื่อมวลชนสายธุรกิจการลงทุน และผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders) อื่น ๆ ซึ่งเป้าหมายหลัก คือต้องการให้ทราบถึงความแข็งแกร่งทางธุรกิจหรือของบริษัท การเจริญเติบโตอย่างมั่นคง การบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ บุคคลากรที่มีคุณภาพ สถานะการเงินที่ดี ตลอดจนเทคโนโลยีทางการจัดการที่ทันสมัย ซึ่งข้อมูลเหล่านี้เป็นข้อมูลทั้งทางด้านการเงินและไม่ใช่ด้านการเงิน และถูกนำเสนอในสื่อ (Media) ที่มีประสิทธิภาพในการเข้าถึงกลุ่มเป้าหมายในแต่ละกลุ่ม ข้อมูลเหล่านี้จะถูกส่งไปในเวลาที่เหมาะสมและทันเวลาที่ผู้มีส่วนได้เสียจะใช้ในการตัดสินใจพิจารณากฎเกณฑ์ต่าง ๆ ซึ่งจะทำให้เกิดต้นทุนการดำเนินงานที่ต่ำลง และเกิดกำไรแก่กิจการมากขึ้น อันเป็นเหตุให้เป็นการเพิ่มมูลค่าแก่กิจการ

เอกสารอ้างอิง

- สุมิตรา ตั้งสมรพวงษ์. (2560). **เปิดพอร์ตการถือครองหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศ ปี 2560**. สืบค้นจาก https://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile_1509445483950.pdf
- Ade-Ajayi, F. (2004). International corporate governance and the Responsibility of the Brand. **Corporate governance**, 12(2), 184-190.
- Alba, P., Claessens, S., & Djankov, S. (1998, May). Thailand's corporate financing and governance structure: impact on firm's competitiveness. Conference on Thailand's Dynamic Economic Recovery and Competitiveness. United Nations Conference Centre (UNCC). Bangkok.
- Bailey, W., & Jagtiani, J. 1994. Foreign Ownership restrictions and stock prices in the Thai capital market. **Journal of financial Economics**, 36, 57-87.

- Boardman, E. A., Shapiro, M. D., & Vining, R. A. 1997. The role of agency costs in explaining the superior performance of foreign MNE subsidiaries. **International Business Review**, **6**, 295-317.
- Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith, C. W. Jr. 1988. Ownership and Voting on antitakeover amendments. **Journal of Financial Economics**, **20**, 267-291.
- Chhibber, K. P., & Majumdar, K. S. 1999. Foreign ownership and profitability: property right and control, and the performance of firms in Indian industry. **Journal of Law and Economics**, **42**, 209-238.
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. 2003. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, **38**, 1-36.
- Dunning, J. H. 1995. Reappraising the eclectic paradigm in an age of alliance capitalism. **Journal of International Business Studies**, **26**, 111-112.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, **26**(2), 301-325.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. 2003. Corporate Governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective. **Journal of Applied Finance**, **13**(2), 4-22.
- Jensen, M. C., & Meckling, H. W. 1976. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial and Economics**, **3**(4), 305-360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Sheifer, A., & Vishny, R. 1997. Legal determinants of External Finance. **Journal of Finance Association**, **52**(3), 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Sheifer, A., and Vishny, R. 1998. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, **106**(6), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Sheifer, A., and Vishny, R. 2000. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Finance Economics**, **58**, 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Sheifer, A., and Vishny, R. 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. **Journal of Finance**, **57**(3), 1147-1160.
- Lam, S. S. 1997. Control versus firm value: The impact of restructure on foreign share ownership. **Financial Management**, **26**, 48-61.
- Limpaphayom, P., & Connelly, J. T. 2004. **Corporate Governance in Thailand**. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965300
- Mitton, T. 2002. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**, **64**(2), 215-241.
- Oxelheim, L., & Randoy T. 2003. The impact of foreign board membership on firm value. **Journal of Banking and Finance**, **27**(12), 2369-2392.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, **52**(2), pp. 737-783.



- Stulz, R. M. (1999). Globalization, corporate finance, and the cost of capital. **Journal of Applied Corporate Finance**, 12(3), 8-25.
- Tirapat, S. 2001. An investigation of control mechanisms and corporate governance in Thailand. **Working paper**. Chulalongkorn University.
- Wiwattanakantang, Y. 2001. Controlling Shareholders and corporate value: Evidence from Thailand. **Pacific-Basin Finance Journal**, 9(4), 323-362.