

การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ และคุณภาพบริษัทภิบาล



นาย สุโชติ ธีรวรรณรัตน์

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2549

ISBN 974-14-3492-8

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**FOREIGN OWNERSHIP AND FIRMS' GOVERNANCE QUALITY**

**Mr. Suchot Tirawannarat**

**A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Science Program in Finance**

**Department of Banking and Finance  
Faculty of Commerce and Accountancy  
Chulalongkorn University**

**Academic Year 2006**

**ISBN 974-14-3492-8**

**Copyright of Chulalongkorn University**

**490853**



นาย สุโชติ ติรวรรณรัตน์: การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ และคุณภาพบรรษัทภิบาล (FOREIGN OWNERSHIP AND FIRMS' GOVERNANCE QUALITY) อ. ที่ปรึกษา: อ.ดร.มนพล เอกโชคชะ, 91 หน้า. ISBN 974-14-3492-8

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ทำการศึกษาวัยเชิงประจักษ์เรื่องบรรษัทภิบาลของบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นนักลงทุนต่างชาติ ผลการศึกษาพบว่า ผลกระทบจากการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นนักลงทุนต่างชาติ นั้นไม่ชัดเจนเพียงพอที่จะสรุปได้ว่า มูลค่าของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นนักลงทุนต่างชาติจะสูงกว่าบริษัทที่ไม่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นนักลงทุนต่างชาติ เนื่องจากมีเพียงผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นนักลงทุนต่างชาติเท่านั้นที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นนักลงทุนต่างชาติ ในขณะที่ผลกระทบจากการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นนักลงทุนต่างชาติต่อมูลค่าของบริษัทและสภาพคล่องของหลักทรัพย์นั้น ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้เมื่อทำการศึกษาดังกล่าวถึงความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติที่มีต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้นพบว่า มูลค่าของผู้ถือหุ้นจะลดลง เมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติเพิ่มขึ้นในระดับต่ำ และเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติสูงขึ้นในระดับกลางมูลค่าของผู้ถือหุ้นจะเพิ่มขึ้นในลักษณะแปรผกผันซึ่งกันและกัน และเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นดังกล่าวอยู่ในอัตราที่สูงมาก มูลค่าของผู้ถือหุ้นจะลดลง สามารถสรุปได้ว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นนักลงทุนต่างชาติจะถ่ายเทเอาความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นรายย่อยไปเป็นของตนเอง เมื่อผู้ถือหุ้นต่างชาติมีสัดส่วนการถือหุ้นสูงในระดับที่สามารถควบคุมบริษัทได้ นอกจากนี้ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่มาจากประเทศที่มีระดับการปกป้องนักลงทุนสูงจะทำให้มูลค่าของผู้ถือหุ้นลดลง จากผลการศึกษาสามารถสรุปได้ว่า บริษัทที่ดำเนินกิจการในประเทศที่มีระดับการปกป้องนักลงทุนที่ต่ำจะถูกถ่ายเทเอาความมั่งคั่ง โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มาจากประเทศที่มีระดับการปกป้องนักลงทุนสูงได้โดยง่าย และจากผลการศึกษาพบว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นนักลงทุนต่างชาติส่งผลกระทบต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้น ก่อนและหลังการส่งเสริมบรรษัทภิบาล โดยรัฐบาล ในระดับที่ไม่มีมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ จึงสรุปได้ว่ากิจกรรมที่เกี่ยวกับการปรับปรุงบรรษัทภิบาลหลังจากภาวะวิกฤตการทางเศรษฐกิจในช่วงปี พ.ศ. 2540 นั้นไม่ประสบความสำเร็จ เนื่องจากบทบาทของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นนักลงทุนต่างชาติต่อบรรษัทภิบาลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ไม่มีความแตกต่างกันทั้งก่อนและหลังกิจกรรมที่เกี่ยวกับการปรับปรุงบรรษัทภิบาลหลังจากภาวะวิกฤตการทางเศรษฐกิจในช่วงปี พ.ศ. 2540

จากผลการศึกษาเชิงประจักษ์ ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้แสดงให้เห็นถึงบทบาทในอีกแง่มุมหนึ่งของนักลงทุนต่างชาติต่อบรรษัทภิบาลของบริษัทที่ดำเนินกิจการในประเทศที่มีระดับการปกป้องนักลงทุนที่ต่ำ กล่าวคือเมื่อนักลงทุนต่างชาติโดยเฉพาะนักลงทุนต่างชาติที่มาจากประเทศที่มีระดับการปกป้องนักลงทุนที่สูง มีสัดส่วนการถือหุ้นในอัตราที่สามารถควบคุมบริษัทได้ นักลงทุนต่างชาติจะถ่ายเทเอาความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นไปเป็นของตนเอง ทำให้มูลค่าของผู้ถือหุ้นลดลง

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน  
สาขาวิชา การเงิน  
ปีการศึกษา 2549

ลายมือชื่อนิสิต.....

สุโชติ ติรวรรณรัตน์

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

Her Funder

## 488 25931 26: MAJOR FINANCE

KEYWORD: FOREIGN OWNERSHIP, CORPORATE GOVERNANCE, INVESTOR PROTECTION, SHAREHOLDER VALUE

SUCHOT TIRAWANNARAT: FOREIGN OWNERSHIP AND FIRMS' GOVERNANCE QUALITY. THESIS ADVISOR: MANAPOL EKKAYOKKAYA, PH.D., 91 pp. ISBN 974-14-3492-8

This thesis provides new empirical evidence on the implications of corporate governance by investigating the conjecture that bad governance of firms in a low investor protection country can be improved by association with good governance mechanism. Three main results are found. First, the effect of a large foreign shareholder on shareholder value is unclear because the existence of a large foreign shareholder has a positive effect on firm's ROA and is not strongly significant. There is no effect on firm value, firm's ROE, and stock liquidity. Moreover, the relationship between shareholder value and foreign ownership is opposite from entrenchment hypothesis. The relationship between shareholder value and foreign ownership is negative at low level of ownership, but become positive at the medium level. It decreases again once ownership level become high. This indicates wealth of a local company expropriated by a large foreign shareholder at the very high level of ownership. Second, a large foreign shareholder specifically from a good investor protection country, exhibits negative impact on shareholder value - implying that the wealth of a local company may be easily expropriated if located in a low protection country. Finally, the impact of a large foreign shareholder on shareholder value pre and post the corporate governance promotion by authorities is not significantly different. In other words, the role of a large foreign shareholder on firm's governance remains similar between pre and post the corporate governance promotion. The result implies that Thailand's level of corporate governance had not changed since the financial crisis of 1997.

From all the results, this thesis seeks a different perspective on the role of a large foreigner shareholder in firm's governance located in an emerging market, the Thai market.

Department: Banking and Finance

Field of Study: Finance

Academic Year: 2006

Student's Signature.....*Suchot Tirawannarat*

Advisor's Signature.....*Manapol Ekkayokkaya*

### **Acknowledgements**

I am indebted to many who have given me help and support throughout the course of this thesis. First of all, I would like to express my sincere gratitude to Dr. Manapol Ekkayokkaya, my thesis advisor for his invaluable advice, guidance and encouragement through the completion of this thesis. I am also thankful to Professor Paul H. Malatesta, Assistant Professor J. Thomas Connelly, Dr. Anant Chiarawongse, and Dr. Rattachai Seelajaroen for their valuable suggestions.

In addition, I would like to thank my friends in MSF program for friendship, and cheerfulness; to Tawan Sinchai, Mongkol Tantivipanuwig, Saith Sirisujin, and Panit Cherdchoowongskul for technical assistance. Finally, I would like to give my deepest gratitude to my parents for their inspiration, encouragement and dedicated supports given to me throughout my study.

## Contents

	Page
<b>Thai Abstract.....</b>	<b>iv</b>
<b>English Abstract.....</b>	<b>v</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>vi</b>
<b>Contents.....</b>	<b>vii</b>
<b>CHAPTER I Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.1 Background and Problem Review .....	1
1.2 Statement of Problem / Research Questions .....	4
1.3 Objective of the Study .....	4
1.4 Scope of the Study .....	4
1.5 Contribution .....	5
<b>CHAPTER II Literature Review .....</b>	<b>6</b>
2.1 Agency Problem, Corporate Governance, and Investor Protection .....	6
2.2 Foreign Ownership and Corporate Governance Convergence .....	8
2.3 Corporate Governance in Thailand.....	11
<b>CHAPTER III Data and Methodology.....</b>	<b>14</b>
3.1 Data.....	14
3.2 Research Hypotheses .....	15
3.3 Methodology.....	16
3.3.1 Measures shareholder value .....	16
3.3.2 Independent variables.....	18
3.3.3 Control variables .....	21
3.3.4 Regression analysis .....	22
<b>CHAPTER IV Results .....</b>	<b>30</b>
4.1 Univariate analysis.....	30
4.1.1 The effect of a large foreign shareholder on shareholder value .....	30
4.1.2 The effect of a large foreign shareholder classified by investor protection level by nationality .....	32
4.2 Multivariate regression analysis .....	33
4.2.1 The effect of foreign ownership on shareholder value.....	33
4.2.1.1 The presence of a large foreign shareholder .....	33
4.2.1.2 The relation between foreign ownership and shareholder value..	41
4.2.2 The effect of a large foreign shareholder classified by investor protection level.....	45
4.2.3 The corporate governance event in Thailand .....	54
4.3 Robustness check.....	58
4.3.1 The effect of foreign ownership on firm performance .....	58
4.3.2 The role of foreign financial institutional shareholders .....	71

	viii
<b>CHAPTER V Conclusions and Areas for Future Research.....</b>	<b>77</b>
5.1 Conclusions.....	77
5.2 Areas for Future Research .....	79
<b>REFERENCES.....</b>	<b>80</b>
<b>APPENDIX.....</b>	<b>84</b>
<b>BIOGRAPHY.....</b>	<b>91</b>



## List of Tables

	Page
Table 1 comparison of shareholder value.....	31
Table 2 comparison of shareholder value (classified by nationality of a large foreign shareholder) .....	33
Table 3 The effect of large foreign shareholders.....	37
Table 4 The effect of large foreign shareholders (Relative bid-ask spread) .....	39
Table 5 The relationship of foreign ownership on shareholder value .....	43
Table 6 The effect of large foreign shareholder classified by investor protection index.....	50
Table 7 The effect of large foreign shareholder classified by investor protection index (employ samples between 2000 to 2005).....	52
Table 8 The effect of a large foreign shareholder on shareholder value in each period - pre, during, and post improved corporate governance environment. ....	56
Table 9 The effect of a large foreign shareholder on Tobin's q ratio in each industry ...	61
Table 10 The effect of a large foreign shareholder on ROA in each industry .....	63
Table 11 The effect of a large foreign shareholder on ROE in each industry .....	65
Table 12 The effect of a large foreign shareholder on Relative bid-ask spread in each industry. ....	67
Table 13 The effect of a large foreign shareholder on shareholder value in each industry - high and low technology.....	69
Table 14 The effect of large foreign shareholders classified by investor protection index (test the role of financial institutional shareholders and employ samples between 1997 to 2005).....	73
Table 15 The effect of large foreign shareholders classified by investor protection index (test the role of financial institutional shareholders and employ samples between 2000 to 2005).....	75
Table 16 Description of foreign ownership in Thai capital market.....	85
Table 17 Description of large foreign shareholder' nationality in Thai capital market ....	86
Table 18 Description of involving of a foreign shareholder in the board of directors in Thai capital market .....	87
Table 19 Description of Tobin's q ratio of listed companies in Thai capital market .....	88
Table 20 Description of ROA of listed companies in Thai capital market .....	88
Table 21 Description of ROE of listed companies in Thai capital market.....	89
Table 22 Description of relative bid ask spread of listed companies in Thai capital market .....	89
Table 23 Description of book to market ratio of listed companies in Thai capital market.....	90