

ผลกระทบของการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบัน นักลงทุนต่างประเทศต่อความผันผวนของ  
อัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
EFFECT OF INSTITUTIONAL HOLDINGS AND FOREIGN INVESTOR HOLDINGS ON STOCK  
RETURN VOLATILITY OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND  
ณัฐชานน ชำนาญคำ\* และรวี ลงกาณี\*\*

### บทคัดย่อ

การศึกษาค้นคว้านี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาผลกระทบของการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบัน นักลงทุนต่างประเทศ ต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นตลาดเกิดใหม่ นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศมีอิทธิพลและมีผลต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ โดยบทบาทของนักลงทุนประเภทดังกล่าวจัดเป็นนักลงทุนที่มีประสิทธิภาพมากกว่านักลงทุนทั่วๆไปจะส่งผลให้การลงทุนของนักลงทุนประเภทนี้จะเลือกลงทุนในบริษัทที่มีพื้นฐานดีและมีการลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนได้มากกว่านักลงทุนทั่วไปส่งผลให้ลงทุนของนักลงทุนประเภทนี้จึงส่งผลให้ตลาดมีความเสถียรมากขึ้น การศึกษาเพิ่มเติมยังพบว่านักลงทุนประเภทดังกล่าวจะเลือกลงทุนในบริษัทที่มีการจ่ายปันผลซึ่งสะท้อนพื้นฐานของบริษัท โดยสัดส่วนเงินปันผลที่มากจะดึงดูดให้นักลงทุนเลือกลงทุนในบริษัทเหล่านี้มากขึ้นและเพิ่มเสถียรภาพของตลาดมากขึ้นไปอีก ทำให้นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศมีบทบาทสำคัญในการรักษาเสถียรภาพของตลาดเกิดใหม่

### ABSTRACT

The purpose of this study was to study the impact of institutional investors stock holdings and Foreign investors on the volatility of returns of listed company on the Stock Exchange of Thailand. The study found that in the Stock Exchange of Thailand, which is an emerging market. The study found that in the Stock Exchange of Thailand, which is an emerging market. Institutional and foreign investors have a significant influence and effect on the return volatility. The role of these investors is a more efficient investor than general investors, resulting in investors of this type of investors will choose to invest in a company that has a good foundation and has a investment to create more returns than other investor.

As a result, these type of investor's investment will stabilize the market. Further studies have also found that these investors prefer to invest in companies with dividends that reflect their fundamentals. The large dividend ratio will attract more investors to choose to invest in these companies and increase the stability of the market even more. As a conclusion, institutional and international investors are a key role in stabilizing emerging markets.

\* นักศึกษาลัทธิศึกษาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

\*\* รองศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

## บทนำ

ในภาคการลงทุนระดับโลก ตลาดทุนเป็นตลาดที่เป็นแหล่งระดมทุนและลงทุนแก่นักลงทุนต่าง ๆ โดยนักลงทุนล้วนแต่เข้ามาเพื่อหาประโยชน์และสร้างกำไรสูงสุด โดยประเทศสามารถแบ่งประเภทนักลงทุนได้ 4 ประเภท ได้แก่ 1) นักลงทุนรายย่อย 2) โบรกเกอร์ 3) นักลงทุนสถาบัน และ 4) นักลงทุนชาวต่างชาติ โดยผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับกลุ่มนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนชาวต่างชาติ เนื่องจากเป็นนักลงทุนที่มีประสิทธิภาพจึงต้องการหาผลกระทบจากการเข้าซื้อของนักลงทุนกลุ่มดังกล่าว ทั้งนี้บทบาทโครงสร้างความเป็นเจ้าของหรือการถือหุ้นของกลุ่มนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศที่จะมีผลกระทบต่อความผันผวนต่ออัตราผลตอบแทนในบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งนี้ผู้จัดทำหวังว่าการค้นคว้าครั้งนี้จะช่วยให้ผู้อ่านได้ทราบถึงความสำคัญและบทบาทของนักลงทุนแต่ละประเภทที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยสามารถนำไปปรับใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนต่อไป

## แนวคิดและทฤษฎี

พบแนวคิดสำคัญในการอธิบายพฤติกรรมของนักลงทุนประเภทดังกล่าวดังนี้ Christie (1982) ได้กล่าวว่าในตลาดการเงิน ความเสี่ยงหรือความเบี่ยงเบนของอัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์จัดเป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างหนึ่งที่ใช้ในการคาดการณ์ผลตอบแทนในหลักทรัพย์ ดังนั้นการเข้าใจถึงความเสี่ยงจึงจัดเป็นสิ่งสำคัญในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ซึ่งความผันผวนจะมีส่วนเกี่ยวข้องกับความเสี่ยงและความผันผวนมักถูกนำมาใช้ในการอธิบายความเสี่ยงและ Morck, Shleifer and Vishny (1988) กล่าวว่า สมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่นเป็นหนึ่งในสมมติฐานที่ตั้งขึ้นเพื่อนำมาใช้อธิบายปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ในบริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) โดยปัญหาตัวแทนในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นเช่นนี้จะเกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมด้วยสัดส่วนที่มากกว่า (Controlling Shareholder) และผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุมหรือที่รู้จักกันในนามนักลงทุนรายย่อย (Non-controlling Shareholder) ทั้งนี้ได้พบหลักฐานเพื่อแสดงพฤติกรรมจำเพาะของนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศโดย Pastor and Pietro (2003) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความเป็นเจ้าของสถาบันและความผันผวนของผลตอบแทนของหุ้นในบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลนั้นมีการอธิบาย โดยผลของงานวิจัยพบว่าผลตอบแทนของหุ้นของบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลนั้นมีความผันผวนมากกว่าผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทที่จ่ายเงินปันผล โดยให้เหตุผลว่าบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลเป็นบริษัทที่มีแนวโน้มในอนาคตที่ไม่แน่นอนและ Rubin and Smith (2009) นักลงทุนที่สนใจลงทุนในบริษัทที่ต้องการจ่ายเงินปันผลหุ้นของบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลอาจมีการลงทุนในทิศทางเดียวกันมากกว่าหุ้นของบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล สิ่งนี้แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ที่สูงขึ้นระหว่างความเป็นเจ้าของสถาบันและผลประกอบการของบริษัทจ่ายเงินปันผลมากกว่าบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล โดยส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความเป็นเจ้าของของนักลงทุนสถาบันกับความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล

## วิธีการดำเนินการวิจัย

1. การตั้งสมมติฐาน : จากการศึกษารวบรวมแนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องระหว่างความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบัน นักลงทุนต่างประเทศ ต่อความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้เกิดการตั้งสมมติฐานขึ้นมาในหัวข้อดังกล่าว โดยแยกออกเป็น 4 สมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 1: การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนชาวต่างชาติสามารถลดระดับความผันผวนของอัตราผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 2: การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบันสามารถลดระดับความผันผวนของอัตราผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 3: บริษัทที่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลสามารถลดความผันผวนของอัตราผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 4: สัดส่วนการจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้นของบริษัทสามารถลดความผันผวนของอัตราผลตอบแทน

2. **ขอบเขตประชากร**: กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลของหุ้นสามัญรายตัวที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยภายในดัชนี SET100 ที่มีพื้นฐานที่ดีและมีความน่าเชื่อถือ โดยสาเหตุที่เลือกกลุ่มตัวอย่างดังกล่าวเนื่องจากหุ้นสามัญกลุ่มนี้เป็นกลุ่มหุ้นสามัญที่พบการถือครองหุ้นของนักลงทุนชาวต่างชาติอยู่เป็นส่วนใหญ่ อีกทั้งยังสามารถเข้าถึงข้อมูลได้โดยง่ายและมีปัญหาในการขาดตัวแปร (Missing Value) ต่ำ ในการศึกษาครั้งนี้ผู้ศึกษาได้ทำการคัดเลือกหุ้นสามัญที่จะเป็นตัวแทนของหุ้นสามัญในดัชนี SET100 ทั้งกลุ่ม (ต้องการหุ้นสามัญที่ไม่มีการคิดเข้าและคัดออกตลอดช่วงระยะเวลา 9 ปี) โดยมีจำนวนทั้งสิ้น 44 บริษัทในช่วงระยะเวลาระหว่างปีพ.ศ. 2553-2561มีจำนวนชุดข้อมูลทั้งสิ้น 1584 ชุดข้อมูล

3. **ตัวแบบในการวิเคราะห์**: การศึกษาครั้งนี้ได้พัฒนาตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาดังนี้เพื่อหาความสัมพันธ์ของสมมติฐานดังกล่าวโดยเลือกใช้การวิเคราะห์ด้วยสมการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณได้สมการดังนี้

$$VOL_{i,t} = C + \beta_1 FOREIGN_{i,t} + \beta_2 INST_{i,t} + \beta_3 FOREIGN_{i,t} * DIV_{i,t} + \beta_4 INST_{i,t} * DIV_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} + \beta_7 TURNOVER_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 DIV_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

และ

$$VOL_{i,t} = \beta_1 FOREIGN_{i,t} * PAYOUT_{i,t} + \beta_2 INST_{i,t} * PAYOUT_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t}$$

$$+ \beta_5 TURNOVER_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 PAYOUT_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่ตัวแปรตาม  $VOL_{i,t}$  คือ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในหุ้น (เท่า) สามารถหาความผันผวนได้จากสมการที่ทำการอ้างอิงจากสมการของ Bae, Chan, and Ng (2004) และ Chen, Blenman, and Chen (2008) โดยสมการ

$$VOL_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_1^n \ln(\text{return}_{i,k}^2) \text{ และ } VOL_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_1^n (\text{return}_{i,k} - MEAN_{i,t})^2}$$

ในส่วนของตัวแปรอิสระคือ  $FOREIGN_{i,t}$  คือ สัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนชาวต่างชาติ (%)  $INST_{i,t}$  คือ สัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบันในประเทศ (%)  $DIV_{i,t}$  คือ การจ่ายเงินปันผลของบริษัท  $PAYOUT_{i,t}$  คือ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลของบริษัท (เท่า)  $LEV_{i,t}$  คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (เท่า)  $MTB_{i,t}$  คือ อัตราส่วนมูลค่าตลาด (เท่า)  $TURNOVER_{i,t}$  คือ อัตราการหมุนเวียนของหุ้นรายวัน (เท่า)  $SIZE_{i,t}$  คือ ขนาดบริษัท  $\text{return}_{i,k}$  คือ ผลตอบแทนในหุ้นรายวัน และ  $MEAN_{i,t}$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย

## ผลการศึกษา

จากข้อมูลและตัวแบบวิเคราะห์ดังกล่าวพบว่าค่าสหสัมพันธ์และผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยพบว่าสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศในบริษัทมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของอัตราผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (vol 2)

Variables	Coefficients	P-Value
INST	-0.3242*	0.0825
FOREIGN	-0.4078*	0.0972
SIZE	-0.0112***	0.0000
LEV	-0.0010	0.7150
MTB	0.0036	0.3514
TURNOVER	0.0104	0.1064
R-Squared		0.0431
Adjusted R-Squared		0.0502
F-Statistics		3.2904
Prob F-Statistics		0.0000

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (vol 2)

Variables	Coefficients	P-Value
INST	-0.0174**	0.0450
FOREIGN	-0.0320*	0.0661
SIZE	-0.0063***	0.0000
LEV	0.0002	0.2140
MTB	0.0005	0.3785
TURNOVER	0.0008	0.2236
R-Squared		0.0309
Adjusted R-Squared		0.0282
F-Statistics		2.8047
Prob F-Statistics		0.0000

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

Variables	VOL1		VOL2	
	Coefficient	P-value	Coefficient	P-value
C	-4.1897	0.0000	0.06805	0.0000
DIV	-0.5200***	0.0080	-0.7250***	0.0017
INST	-0.1965*	0.0502	-0.8774***	0.0040
INST*DIV	-0.8854**	0.0145	-0.0069***	0.0000
FOREIGN	0.0997**	0.0617	-0.4863***	0.0210
FOREIGN*DIV	-0.7141**	0.0221	-0.0038***	0.0000
R-Squared	0.2654		0.0051	
Adjusted R-Squared	0.2107		0.0766	
F-Statistics	28.4784		2.0721	
Prob F-Statistics	0.0000		0.0170	

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

Variables	VOL1		VOL2	
	Coefficient	P-value	Coefficient	P-value
C	-3.1107	0.0000	0.0321	0.0000
PAYOUT	-0.6743**	0.0160	-0.5061**	0.0289
INST*PAYOUT	-0.2044***	0.0026	-0.0021***	0.0040
FOREIGN*PAYOUT	-0.7402**	0.0114	-0.0098**	0.0108
SIZE	-0.1905	0.6172	-0.0263***	0.0000
LEV	0.3697***	0.0000	0.0071***	0.0069
MTB	-0.0878***	0.0000	0.0055*	0.0785
TURNOVER	-0.1253***	-0.0023	0.0014	0.1262
R-Squared	0.3057		0.0731	
Adjusted R-Squared	0.2994		0.0692	
F-Statistics	29.0876		4.1798	
Prob F-Statistics	0.0000		0.0000	

ผลการศึกษาจากตารางที่ 1 และ 2 พบว่า จากการจากสูตรสมการการหาความผันผวนที่ต่างกันพบว่า การถือครองหุ้นของนักลงทุนประเภทดังกล่าวมีความสัมพันธ์กันกับความผันผวนของอัตราผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลดังกล่าวบ่งบอกถึงสัดส่วนของการถือครองหุ้นที่มากขึ้นจะส่งผลให้ระดับความผันผวนของอัตราผลตอบแทนลดลง

ในส่วนผลการศึกษาจากตารางที่ 3 เพื่อหาความสัมพันธ์ของบริษัทที่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลพบว่า กลุ่มนักลงทุนดังกล่าวที่ลงทุนในบริษัทที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจะสามารถลดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนมากกว่า

บริษัทที่ไม่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้ในส่วนผลการศึกษาจากตารางที่ 4 สัดส่วนในการจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้นจะสามารถลดอัตราความผันผวนของผลตอบแทนได้

## สรุปผลการศึกษา

จากผลการศึกษาดังกล่าวพบว่า ผลการทดลองทั้งหมดล้วนยอมรับสมมติฐาน โดยทำการสรุปว่า สัดส่วนของนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศสามารถลดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนได้ โดยทั้งนี้ปัจจัยในด้านนโยบายจ่ายเงินปันผลจะดึงดูดนักลงทุนกลุ่มดังกล่าวเข้ามาลงทุนส่งผลให้ลดความผันผวนไปอีกเทียบกับบริษัทที่ไม่มีกรจ่ายเงินปันผล ยิ่งไปกว่านั้นสัดส่วนในการจ่ายเงินปันผลที่มากก็สามารถลดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนได้มากขึ้นไปอีก โดยผลดังกล่าวยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Vo (2015) และ Rubin & Smith (2009) ที่ว่าด้วยนักลงทุนกลุ่มดังกล่าวจะสามารถรักษาเสถียรภาพและลดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนจากการเข้าไปถือครองหุ้นในบริษัทที่พื้นฐานดี มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลและมีสัดส่วนการจ่ายเงินปันผล โดยพฤติกรรมดังกล่าวนี้บ่งบอกถึงการเป็นนักลงทุนที่มีประสิทธิภาพและมีเหตุผลพร้อมด้วยกำลังทรัพย์ที่มากกว่าของนักลงทุนกลุ่มนี้ ทั้งนี้การซื้อขายของกลุ่มนักลงทุนดังกล่าวมีลักษณะพฤติกรรมที่คล้ายคลึงกัน โดยมีการซื้อขายที่เป็นกฎระเบียบเข้มงวด และต้องการสร้างผลตอบแทนสูงสุดจากการถือครองและปันผล โดยทำให้เกิดปรากฏการณ์การคล้อยตามกัน (Herding Effect) ของนักทุนดังกล่าวทำให้การถือครองหุ้นที่คล้ายคลึงกันยิ่งลดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนมากขึ้น ดังนั้นจากการวิจัยจึงกล่าวได้ว่าการเลือกซื้อหุ้นที่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลและมีสัดส่วนเงินปันผลที่มากโดยมีนักลงทุนกลุ่มดังกล่าวถือครองอยู่จะสามารถลดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนได้มากที่สุด

## ข้อเสนอแนะ

จากผลการศึกษาดังกล่าวจะพบว่าการคำนึงปัจจัยการลงทุนให้เหมือนกับนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศจะช่วยลดความเสี่ยงและความผันผวนจากการลงทุนได้ เพื่อให้ได้ประโยชน์และผลตอบแทนสูงสุดในการลงทุน แต่ทั้งนี้ข้อมูลดังกล่าวเป็นการวิเคราะห์ด้วยข้อมูลในอดีตจึงไม่สามารถยืนยันได้ว่าบทบาทในการรักษาเสถียรภาพของนักลงทุนประเภทดังกล่าวยังคงได้ผลอยู่หรือไม่ ดังนั้นการลงทุนในปัจจุบันควรอาศัยปัจจัยอื่นเพิ่มเติมในการวิเคราะห์เพื่อที่จะส่งผลให้การเลือกลงทุนเกิดผลตอบแทนสูงสุดและลดความเสี่ยงจากความผันผวนให้มากที่สุดในการลงทุน

## บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). สืบค้นจาก <https://www.set.or.th>
- บุศรา บุญบุตร (2548). การวิเคราะห์ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนและประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน โดยใช้แบบจำลอง CAPM (รายงานการวิจัย, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่). สืบค้นจาก <http://cmuir.cmu.ac.th/jspui/handle/6653943832/39495>
- Bae, K.-H., Chan, K., & Ng, A. (2004). Investibility and return volatility." *Journal of Financial Economics*, 71(2), 239-263.
- Bae, S. C., Min, J. H., & Jung, S. (2011). Trading behavior, performance, and stock preference of foreigners, local institutions, and individual investors: Evidence from the Korean stock market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 4(2), 199-239.

- Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith, C. W. (1988). Ownership structure and voting on anti-takeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- Chen, J., Blenman, L., & Chen, D. (2008). Does institutional ownership create values? New Zealand case. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 47(4), 109-132.
- Cornett, M. M., Marcus, A., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1771-1794.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Karpoff, J. M. (1987). The relation between price changes and trading volume: A survey. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(1), 109-126.
- Lin, J. C., Lee, Y. T., & Liu, Y. J. (2007). IPO auctions and private information. *Journal of Banking & Finance*, 31(5), 1483-1500.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Morellec, E., & Schürhoff, N. (2011). Corporate investment and financing under asymmetric information. *Journal of Financial Economics*, 99(2), 262-288.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation. An Empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Pástor, L., & Pietro, V. (2003). Stock valuation and learning about profitability. *The Journal of Finance*, 58(5), 1749-1789.
- Rubin, A., & Smith, D. R. (2009). Institutional ownership, volatility and dividends. *Journal of Banking & Finance*, 33(4), 627-639.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.
- Vo, X. V. (2015). Foreign ownership and stock return volatility—Evidence from Vietnam. *Journal of Multinational Financial Management*, 30, 101-109.
- West, K. D. (1988). Dividend innovations and stock price volatility. *Econometrica*, 56(1), 37-61.