

การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยการลงทุนหรือไม่

ไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล

ปัญหามหาบัณฑิต โครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

รองศาสตราจารย์ ดร. เสาวนีย์ ลิขณวัฒน์

ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

บท

นำ: การกำกับดูแลกิจการเป็นประเด็นสำคัญในการตลาดทุนไทยในปัจจุบัน หน่วยงานทั้งภาครัฐและภาคเอกชนต่างให้การสนับสนุนการพัฒนาสภาพแวดล้อมการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยอย่างเต็มที่ด้วยความคาดหวังว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะทำให้ผู้มีผลประโยชน์ทุกฝ่ายขององค์กรได้รับการปฏิบัติอย่างเป็นธรรม โดยในมุมมองของการลงทุนนั้น นักลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับการปฏิบัติในฐานะผู้ถือหุ้นด้วยความโปร่งใส ยุติธรรม ได้รับข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนที่ถูกต้อง ครบถ้วนและทันเวลา ดังนั้น บริษัทใดที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็น่าจะเป็นบริษัทที่นักลงทุนให้ความสนใจลงทุนมากขึ้นนอกเหนือไปจากปัจจัยที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุนในปัจจุบัน เช่น ข้อมูลทางการเงินและข้อมูลการดำเนินงานของบริษัท เป็นต้น อย่างไรก็ตาม กิจกรรมการลงทุนนั้นได้เกิดขึ้นมาก่อนแนวคิดการกำกับดูแลกิจการเป็นเวลานาน กล่าวคือ แนวคิดการกำกับดูแลกิจการเพิ่งเริ่มเกิดขึ้นครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกาเมื่อราวศตวรรษ 1980 (ประมาณปี พ.ศ. 2523-2532) โดยที่ในช่วงที่ยังไม่มีแนวคิดการกำกับดูแลกิจการ การลงทุนก็มีพัฒนาการอย่างต่อเนื่อง นักลงทุนมีการซื้อขายหรือการลงทุนอยู่ตลอด จึงมีประเด็นที่น่าพิจารณาว่าภายหลังจากการเกิดแนวคิดการกำกับดูแลกิจการขึ้นนั้น นักลงทุนได้ให้ความสนใจและความสำคัญต่อแนวคิดดังกล่าวจริงหรือไม่ การศึกษาเรื่อง “การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยกระตุ้นการลงทุนของนักลงทุนสถาบันและต่างประเทศหรือไม่” นี้จึงมีความมุ่งหมายที่จะศึกษาเพื่อหาข้อสรุปว่าการลงทุนของนักลงทุนนั้นมีความสัมพันธ์กับระดับของการกำกับดูแลกิจการหรือไม่ เพื่อให้บริษัทต่างๆ ได้นำไปใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีของตน อีกทั้งหน่วยงานกำกับดูแลก็ยังสามารถใช้เป็นแนวทางในการสนับสนุนและส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้นกับบริษัทต่างๆ เพิ่มเติมได้

วารสารวิชาชีพบัญชี

ปีที่ 2 เล่มที่ 2

(ฉบับที่ 4)

(กันยายน 2549)

หน้า 4-14

บททวนวรรณกรรม

ในปี พ.ศ. 2540 Price Waterhouse Management Consultants Ltd. ได้นำเสนอผลการสำรวจความคิดเห็นของบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีต่อแนวคิดการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถาบันการเงิน องค์กรกำกับดูแล และสำนักงานสอบบัญชีรวมทั้งสิ้น 222 แห่ง ผลการสำรวจพบว่าส่วนใหญ่กว่าร้อยละ 58 ของบริษัทที่ตอบมีจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทมากกว่า 10 คน และร้อยละ 40 ของบริษัทที่ตอบมีจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทตั้งแต่ 6-10 คน โดยเกือบร้อยละ 90 ของบริษัทที่ตอบมีประธานกรรมการบริษัทซึ่งไม่ใช่บุคคลเดียวกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ประธานกรรมการบริหารหรือกรรมการผู้จัดการ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นสิ่งที่หน่วยงานในตลาดทุนไทยให้ความสำคัญในระดับสูง นอกจากนี้ นักลงทุนต่างประเทศก็ให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยเช่นกัน โดยในเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2548 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นำเสนอบทความเรื่อง “นักลงทุนสถาบันต่างประเทศกับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย” ซึ่งบทความดังกล่าวได้อธิบายว่า นักลงทุนสถาบันต่างประเทศมีสัดส่วนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นเป็นลำดับ และการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนกลุ่มนี้จะพิจารณาลงทุนในบริษัทที่ให้ผลตอบแทนดี หลักทรัพย์มีสภาพคล่อง และที่สำคัญคือมีความเสี่ยงในระดับที่ยอมรับได้ ซึ่งการกำกับดูแลกิจการก็เป็นปัจจัยหนึ่งที่ใช้ในการประเมินความเสี่ยงของการลงทุนได้ ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนไทยจะต้องพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีในกิจการของตนเพื่อให้ผลการประเมินความเสี่ยงของกิจการอยู่ในระดับต่ำและเป็นที่น่าลงทุนในสายตาของนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ อันจะเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงความน่าไว้วางใจในการลงทุนและภาพพจน์ที่ดีของกิจการด้วย

สำหรับงานวิจัยที่ศึกษาระดับความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการต่อการพิจารณาลงทุนนั้น ในปี พ.ศ. 2542 PricewaterhouseCoopers Singapore ซึ่งร่วมกับ The Singapore Exchange ได้นำเสนอผลการสำรวจความคิดเห็นของนักลงทุนสถาบันจำนวน 41 บริษัท โดยพบว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นปัจจัยที่ช่วยให้นักลงทุนสถาบันใช้ในการพิจารณาลงทุน อย่างไรก็ตาม ผู้ตอบแบบสำรวจกว่า 71% ก็ยังประเมินว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นปัจจัยกระตุ้นให้มีการลงทุนในประเทศไทยสิงคโปร์แม้จะให้ความสำคัญเป็นลำดับสุดท้าย ซึ่งเป็นการยืนยันว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นสิ่งที่มีความสำคัญ สำหรับในประเทศไทยนั้น พ.ศ. 2547 บริษัทไทยเรตติ้งแอนด์อินฟอร์เมชั่นเซอร์วิส จำกัด (TRIS) ได้นำเสนอผลการวิจัยเรื่อง “นักลงทุนสถาบันของไทยประเมินคุณค่าบริษัทอย่างไร” ซึ่งเป็นการสำรวจความคิดเห็นของนักลงทุนสถาบันจำนวน 123 แห่ง พบว่านักลงทุนสถาบันให้ความสำคัญกับผลประกอบการในอดีตและความสามารถในการสร้างกำไรในอนาคตมากที่สุด ลำดับถัดมาจึงพิจารณาปัจจัยที่เกี่ยวกับบรรษัทภิบาลในเรื่องคุณภาพและความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่เปิดเผย ตามด้วยสภาพคล่องของหุ้น และการทำหน้าที่ของคณะกรรมการและคณะผู้บริหาร ตามลำดับ ทั้งนี้ ร้อยละ 87 ของกลุ่มตัวอย่างใช้ปัจจัยด้านบรรษัทภิบาลเป็นปัจจัยประกอบการพิจารณาลงทุน ในขณะที่ร้อยละ 3 ใช้เป็นปัจจัยหลัก

งานวิจัยดังกล่าวข้างต้นเป็นหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นสิ่งจูงใจให้นักลงทุนตัดสินใจเข้าร่วมลงทุน อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาของ Li (2005) พบว่าหากบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการในระดับต่ำ นักลงทุนต่างประเทศจะหลีกเลี่ยงการลงทุนในบริษัทนั้น แล้วเปลี่ยนลักษณะการลงทุนจากการลงทุนในธุรกิจหรือบริษัทต่างๆ หรือที่เรียกว่าการลงทุนทางอ้อม (Indirect investment) เป็นการลงทุนที่ผู้ลงทุนเป็นผู้ประกอบการเองหรือที่เรียกว่าการลงทุนทางตรง (Direct investment) เพื่อสิทธิในการปกป้องคุ้มครองผลประโยชน์ของตนเองที่สูงกว่า

สำหรับนักลงทุนสถาบันนั้นมีความเชื่อที่พบว่านักลงทุนสถาบันไม่ช่วยส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้น และยังอาจเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการด้วย โดย Hellman (2005) ได้ทำการศึกษานักลงทุนสถาบันจะใช้ปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการมาประกอบการพิจารณาการลงทุนในตราสารทุนหรือไม่ ซึ่งพบว่านักลงทุนสถาบันจะฟังฟังคำแนะนำของที่ปรึกษาจากภายนอกในการตัดสินใจลงทุนและให้ความสำคัญกับตัวแบบการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่มีการปรับปรุงข้อมูลให้ทันสมัยตามการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินเป็นรายไตรมาสเป็นหลัก นอกจากนี้ David and Kochhar (1996) ซึ่งได้ศึกษาบทบาทของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อการกำกับดูแลกิจการเช่นกันพบว่านักลงทุนสถาบันไม่ได้ช่วยส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้นในบริษัท โดยมีอุปสรรคสำคัญที่ทำให้เกิดผลเช่นนั้นจำนวน 3 ประการด้วยกัน คือ

1. อุปสรรคจากความสัมพันธ์ทางธุรกิจ โดยที่นักลงทุนสถาบันบางแห่งเป็นทั้งผู้ถือหุ้นและคู่ค้าของบริษัทที่ตนเองลงทุน จึงเป็นบ่อเกิดของความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ซึ่งจะส่งผลให้ความสามารถของนักลงทุนสถาบันในการติดตามตรวจสอบการทำงานของฝ่ายจัดการของบริษัทลดลงได้

2. อุปสรรคจากสภาพแวดล้อมทางด้านกฎระเบียบ กล่าวคือ การจำกัดสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทเพื่อไม่ให้สถาบันมีการควบคุมการดำเนินงานของบริษัทมากเกินไป และเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากโอกาสที่ขาดทุนเป็นจำนวนมากจากการลงทุนในบริษัทที่ใดแห่งหนึ่งมากเกินไป รวมไปถึงกฎระเบียบของสำนักงาน ก.ล.ต. แห่งประเทศสหรัฐอเมริกาที่ได้กำหนดให้นักลงทุนบุคคลใดที่ถือหุ้นรวมกันเกินกว่า 5% จะต้องเปิดเผยการถือหุ้นและเจตนาในการถือหุ้นให้สำนักงานทราบและห้ามกลุ่มบุคคลนั้นทำกำไรจากการซื้อขายหุ้นที่ได้มาในช่วงเวลาน้อยกว่า 6 เดือน ข้อจำกัดนี้เป็นอุปสรรคสำคัญที่ทำให้สถาบันต่างๆ ไม่สามารถร่วมมือกันกำหนดทิศทางการดำเนินงานของบริษัทได้

3. อุปสรรคจากข้อจำกัดในการประมวลผลข้อมูล

กล่าวคือ การที่นักลงทุนสถาบันจะส่งเสริมให้การกำกับดูแลกิจการที่ดีเกิดขึ้นในบริษัทที่ลงทุนนั้น สถาบันเหล่านั้นก็ควรจะต้องมีระบบสารสนเทศที่มีประสิทธิภาพในการรวบรวม ประมวลผลและประเมินสารสนเทศต่างๆ ที่ปัญหาจะเกิดขึ้น ซึ่งระบบดังกล่าวจะเป็นแหล่งขอต้นทุนในการดำเนินงานเป็นจำนวนมากของสถาบัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากจะต้องมีระบบเพื่อติดตามและเตือนภัยในบริษัททุกแห่งที่นักลงทุนสถาบันเฝ้าระวังลงทุน

นอกจากนี้ผลการศึกษาของ Lev (2003) ก็พบว่านักลงทุนสถาบันจะเป็นอุปสรรคสำคัญของระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี เนื่องจากมีการมีนโยบายการลงทุนที่ไม่สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นของสถาบันเหล่านั้นซึ่งเป็นการละเลยต่อสิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายของสถาบันอย่างไม่เท่าเทียมกัน รวมไปถึงปัญหาของการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใสของสถาบันเองที่ยังอยู่ในระดับต่ำ

ระเบียบวิธีวิจัย

ผู้วิจัยกำหนดวิธีการศึกษาวิจัยโดยการประมวลผลข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในอดีต (Empirical Archival Research) ซึ่งใช้ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2547 - มิถุนายน พ.ศ. 2548 รวมระยะเวลา 1 ปี เพื่อศึกษาความสัมพันธ์กับตัวแปรทางด้านการกำกับดูแลกิจการที่เก็บรวบรวมข้อมูลจากในช่วงเดียวกัน โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยคือบริษัทจดทะเบียนเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานและบริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยไม่ครบถ้วน จึงเหลือเป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 397 บริษัท ซึ่งการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแต่ละบริษัทมีรายละเอียดดังนี้

ตัวแปรตาม (Dependent Variable): การลงทุนของนักลงทุนสถาบันและต่างประเทศ เก็บรวบรวมข้อมูลโดยการนำปริมาณซื้อของนักลงทุนแต่ละประเภทในแต่ละ

บริษัทมาหักด้วยปริมาณขายของนักลงทุนประเภทนั้น เป็นปริมาณซื้อสุทธิหรือปริมาณซื้อที่ถือครองยาวนานกว่า 1 ปี ซึ่งก็คือปริมาณการลงทุนนั่นเอง จากนั้นจึงนำไป เทียบหาสัดส่วนต่อปริมาณซื้อขายสุทธิที่นักลงทุนแต่ละ ประเภทได้ลงทุนไปในตลาดโดยรวมเพื่อทราบระดับการ ลงทุนที่นักลงทุนแต่ละประเภทได้ลงทุนไปในแต่ละบริษัท

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables): การกำกับดูแลกิจการ เก็บรวบรวมข้อมูลโดยการพัฒนาตัวแปร จากหลักการกำกับดูแลกิจการฉบับสากลที่พัฒนาโดย Organization for Economic Co-operation and Development หรือ OECD ฉบับ พ.ศ. 2547 ดังนี้

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น
2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกัน

บริษัทจดทะเบียนจะสามารถคำนึงถึงสิทธิของผู้ถือหุ้น และปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกันได้ นั้น บริษัทจะต้องทราบสัดส่วนการกระจายการถือหุ้นของบริษัท และทราบว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถือหุ้นรวมกันเป็นสัดส่วน เท่าใด และผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นรวมกันเป็นสัดส่วนเท่าใด ซึ่งสัดส่วนดังกล่าวจะบ่งชี้ว่าบริษัทจะสามารถมีความ เป็นกลางต่อผู้ถือหุ้นได้มากน้อยเพียงใด โดยที่หากบริษัท มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถือหุ้นรวมกันเป็นจำนวนมาจะทำให้ บริษัทสูญเสียความเป็นกลางไปเนื่องจากจะได้ประโยชน์ ในการบริหารจัดการจากผู้ถือหุ้นใหญ่ที่ถือเสียงข้างมาก ในขณะนั้น ดังนั้นในงานวิจัยนี้จึงใช้ “สัดส่วนการถือหุ้น ของผู้ถือหุ้นรายย่อย” หรือ % Free Float เป็นตัวแปร แทนหลักการกำกับดูแลกิจการทั้ง 3 ข้อข้างต้น โดย เก็บรวบรวมข้อมูล % Free Float จากระบบข้อมูลของ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ล่าสุดที่อยู่ใน ช่วงที่ทำการศึกษา

3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย

บริษัทจดทะเบียนจะต้องประสานผลประโยชน์ของผู้มี ส่วนได้เสียของบริษัทอย่างสมดุล ตอบสนองความต้องการ ของผู้มีส่วนได้เสียอย่างเหมาะสม ซึ่งจะทำให้บริษัทได้รับ การสนับสนุนจากผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย และสามารถ ดำเนินงานต่อไปได้อย่างมั่นคง ปราศจากข้อโต้แย้งและ

หรืออคติความใด ๆ ที่จะนำมาซึ่งการสูญเสียทรัพย์สินหรือ ชื่อเสียงของบริษัท ดังนั้นตัวแปรที่สามารถนำมาใช้แทน การให้ความสำคัญกับบทบาทของผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท คือ “การมีกรณีพิพาททางกฎหมายกับผู้มีส่วนได้เสียของ บริษัท” โดยนำข้อมูลจำนวนกรณีพิพาททางกฎหมายใน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของแต่ละ บริษัทมาเป็นตัวแทนเพื่อทำการศึกษา

4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส

บริษัทจดทะเบียนจะต้องเปิดเผยข้อมูลและเปิดเผย ข้อมูลการดำเนินงานอย่างโปร่งใส ครบถ้วน ถูกต้องและ ทันเวลาเพื่อให้ข้อมูลไม่ประหลาดใจอย่างแท้จริง ซึ่ง ปัจจุบันมีมาตรการเชิงบังคับที่ทุกบริษัทจะต้องปฏิบัติตาม อยู่แล้ว แต่การเปิดเผยข้อมูลในอีกลักษณะหนึ่งที่เป็น การเปิดเผยด้วยความสมัครใจ นั่นคือการเปิดเผยผ่าน สื่อ Internet ผ่าน Website ของบริษัทเพิ่มเติมจาก สารสนเทศที่นำเสนอเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท ที่ผ่าน Internet เป็นสื่อที่ได้รับความนิยมในปัจจุบัน เพื่อใช้ในการค้นหาข้อมูลอย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ โดยลักษณะของการเปิดเผยผ่านสื่อ Internet ที่สำคัญนั้น Marston (2003) ให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูล ทางการเงินเป็นภาษาอังกฤษ โดยหากบริษัทใดไม่มีการ จัดทำ Website เป็นภาษาอังกฤษก็จะไม่ประเมินคุณภาพ ของการเปิดเผยข้อมูลต่อ นอกจากนี้ Website นั้นจะ ต้องทำให้เข้าถึงข้อมูลที่เปิดเผยได้โดยง่าย รวมถึงความ ถูกต้องของข้อมูลและข้อมูลนั้นได้รับการปรับปรุงให้ทันสมัย อยู่ตลอดเวลา

การเปิดเผยข้อมูลอีกลักษณะหนึ่งที่สำคัญ คือ การเปิดเผยคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ (Management Discussion and Analysis หรือ MD&A) เพื่ออธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นกับฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัทในช่วงเวลาหนึ่ง ซึ่ง นอกจากมาตรการปัจจุบันที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดให้ บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวในรูปแบบแสดง รายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ทุกปีแล้วสำนักงาน ยังสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำ MD&A สำหรับ

■ บทความวิจัย

การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยการลงทุนหรือไม่

งบการเงินทุกไตรมาส ซึ่งจะทำให้นักลงทุนเข้าใจฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทได้ดียิ่งขึ้นนอกเหนือจากข้อมูลตัวเลขในงบการเงินเพียงอย่างเดียว

งานวิจัยนี้จึงใช้ “การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินที่ถูกต้องและทันเวลาผ่าน Website ของบริษัท” และ “การจัดทำและเปิดเผย MD&A รายไตรมาส” เป็นตัวแปรแทนการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส โดยประเมินการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินที่ถูกต้องและทันเวลาผ่าน Website ของบริษัทโดยพิจารณาปัจจัยต่างๆ ดังนี้

■ มี Website ของบริษัท: ไม่มี Website จะให้คะแนนเป็น 0 และไม่ประเมินปัจจัยอื่นที่จะกล่าวต่อไปในหัวข้อนี้อีก แต่หากบริษัทใดมี Website ก็จะทำให้คะแนนเป็น 1

■ จัดทำ Website เป็นภาษาอังกฤษ: เป็นปัจจัยที่ใช้ประเมินสำหรับนักลงทุนต่างประเทศเท่านั้น โดยหากไม่พบ Website ที่เป็นภาษาอังกฤษก็จะให้คะแนนเป็น 0 แต่หากมี Website ภาษาอังกฤษก็ให้คะแนนเป็น 1

■ การเข้าถึงข้อมูลทางการเงินได้โดยง่าย: สามารถเข้าสู่ข้อมูลทางการเงินได้โดยการ click ไม่เกิน 5 ครั้ง ซึ่งหาก Website ของบริษัทใดเป็นไปตามเงื่อนไขก็จะให้คะแนนเป็น 1 แต่หากไม่ก็จะให้คะแนนเป็น 0

■ ข้อมูลได้รับการปรับปรุงให้ทันสมัยและตรงตามช่วงเวลาที่ใช้ข้อมูลต้องการ: เนื่องจากช่วงเวลาทำการประเมินนั้นเป็นช่วงที่ครบกำหนดส่งงบการเงินไตรมาส 2 ปี พ.ศ. 2548 ดังนั้นหากบริษัทใดมีการปรับปรุงข้อมูลทางการเงินบน Website ของตนเองให้เป็นข้อมูลของไตรมาส 2 ปี พ.ศ. 2548 ก็จะให้คะแนนเป็น 10 หากบริษัทใดยังไม่ได้ปรับปรุงข้อมูลหรือปรับปรุงล่าช้าก็จะให้คะแนนลดลงไตรมาสละ 1 คะแนน จนถึง 0 คะแนน โดยไม่มีการให้คะแนนติดลบ

การเก็บข้อมูลใน 4 ลักษณะข้างต้นมีระดับของการให้คะแนนที่แตกต่างกัน โดย 3 ลักษณะแรกมีลักษณะเป็น Binary คือมีเพียงค่า 0 และ 1 เท่านั้น ผู้วิจัยจึงนำค่าที่ได้จากการประเมิน 3 ลักษณะแรกมารวมกันเป็นตัวแปรหนึ่ง และแยกลักษณะที่สี่ซึ่งมีระดับของการให้คะแนนที่

ต่างออกไปนั้นเป็นอีกตัวแปรหนึ่ง

สำหรับตัวแปร “การเปิดเผย MD&A รายไตรมาส” ประเมินจากการเผยแพร่ข้อมูลผ่าน Website สำนักงาน ก.ล.ต. ซึ่งหากบริษัทใดได้มีการจัดทำและเปิดเผย MD&A รายไตรมาสก็จะให้คะแนนเป็น 1 และให้คะแนน 0 กับบริษัทที่ไม่ได้จัดทำและเปิดเผย MD&A รายไตรมาส

5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

กรรมการบริษัทจดทะเบียนต้องเฝ้าติดตามและตรวจสอบการบริหารงานของฝ่ายบริหารอย่างมีประสิทธิภาพ ในฐานะที่เป็นตัวแทนของผู้ออกหุ้น อีกทั้งยังจะต้องมีความรับผิดชอบในการดำเนินงานใดๆ ของบริษัทต่อผู้ถือหุ้นด้วย ซึ่งการทำหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทเพียงคณะเดียวจะทำให้การติดตามตรวจสอบการบริหารงานเป็นไปอย่างยากลำบาก เนื่องจากมีปริมาณงานเป็นจำนวนมากที่จะต้องผ่านการพิจารณาของคณะกรรมการบริษัท ทำให้ไม่สามารถติดตามตรวจสอบงานแต่ละด้านได้อย่างมีประสิทธิภาพ แนวทางการกำกับดูแลจึงกำหนดให้บริษัทจะต้องจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) เป็นคณะกรรมการชุดย่อยเพื่อทำหน้าที่กลั่นกรองงานด้านการตรวจสอบบัญชีจากผู้ตรวจสอบภายในและภายนอกงานด้านการตรวจสอบภายใน งานด้านการบริหารความเสี่ยง ฯลฯ โดยคณะกรรมการตรวจสอบนี้ยังคงต้องรายงานตรงต่อคณะกรรมการบริษัทด้วย นอกจากนี้หน่วยงานกำกับดูแลยังได้เสนอแนะให้บริษัทจดทะเบียนจัดตั้งคณะกรรมการสรรหา (Nominating Committee) และคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน (Remuneration Committee) ขึ้นเพื่อทำหน้าที่สรรหาบุคคลที่มีความเหมาะสมเข้ามาเป็นกรรมการบริษัทและทำหน้าที่พิจารณาค่าตอบแทนของคณะกรรมการบริษัทตามลำดับ เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทเกิดความมั่นใจว่ากรรมการของบริษัทนั้นเป็นบุคคลที่จะสามารถทำหน้าที่ได้อย่างเต็มความสามารถ เป็นกลางและได้รับผลตอบแทนที่เหมาะสม

นอกจากนี้ในการจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบ ซึ่งกรรมการทุกท่านจะต้องเป็นกรรมการอิสระนั้น ตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ได้สนับสนุนให้บริษัทสรรหากรรมการอิสระเพิ่มขึ้นกว่าเกณฑ์ที่กำหนด แม้ว่ากรรมการอิสระที่เพิ่มขึ้นนั้นจะไม่ได้เป็นหนึ่งในคณะกรรมการตรวจสอบก็ตาม เพื่อให้การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนอยู่ในระดับมาตรฐานสากลและเป็นการคานอำนาจระหว่างกรรมการอิสระและกรรมการบริหารด้วย

งานวิจัยนี้จึงใช้ “การจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทน” และ “สัดส่วนกรรมการอิสระ” เป็นตัวแปรแทนปัจจัยด้านความรับผิดชอบของคณะกรรมการ โดยการพิจารณาว่าแต่ละบริษัทมีการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาหรือไม่ หากมีก็จะให้คะแนนเป็น 1 และให้คะแนน 0 หากไม่มี สำหรับคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทนก็พิจารณาเช่นกัน หากมีการจัดตั้งก็จะให้ 1 คะแนน และให้ 0 หากไม่มี ทั้งนี้หากบริษัทใดจัดตั้งคณะกรรมการทั้งสองชุดรวมกันเป็น 1 คณะก็จะให้ 2 คะแนน เพราะโดยสาระสำคัญนั้นได้มีคณะกรรมการที่ทำหน้าที่เหมือนมีคณะกรรมการทั้งสองชุดแล้ว สำหรับสัดส่วนกรรมการอิสระนั้นเก็บข้อมูลโดยการนับจำนวนกรรมการอิสระรวมกับกรรมการตรวจสอบแล้วจึงนำมาเทียบหาสัดส่วนต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท ทั้งนี้หากกรรมการท่านใดมีตำแหน่งเป็นกรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบในบริษัทเดียวกันก็จะไม่นับซ้ำกรรมการท่านนั้น

ภายหลังจากการเก็บรวบรวมข้อมูลและกำหนดค่าให้กับแต่ละตัวแปรแล้ว ผู้วิจัยจึงนำข้อมูลเหล่านั้นมาทำการศึกษาระดับและทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวกับตัวแปรตามทั้งหมด โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตารางผลการวิจัยเป็นการแสดงค่าทางสถิติของการประมวลผลระหว่างตัวแปรอิสระทั้ง 7 ตัวแปรและตัวแปรตามเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม รวมถึงการนำเสนอแบบที่ดีที่สุดที่ใช้ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสอง โดยคอลัมน์ที่ 1 เป็นการ

แสดงสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการลงหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศ (%FI) กับตัวแปรตามเป็นตัวแปรดูแลกิจการจำนวน 7 ตัวแปร คอลัมน์ที่ 2 เป็นการแสดงสัมประสิทธิ์สมการถดถอยของตัวแปรแต่ละตัวเพื่อใช้คาดการณ์ตัวแปรที่ดีที่สุดของความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการลงหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศ (%FI) และตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการทั้ง 7 ตัวแปร โดยค่าที่อยู่ในเครื่องหมายวงเล็บเป็น t-value สำหรับคอลัมน์ที่ 3 และ 4 ให้ข้อมูลลักษณะการแปรของคอลัมน์ที่ 1 และ 2 ตามลำดับ แต่เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการลงหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศกับตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการ 7 ตัวแปร

ผลการวิจัยเกี่ยวกับการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ

จากการวางข้างต้นแสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการลงหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศ (%FI) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับจำนวนกรณีพิพาททางกฎหมาย (LD) โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นลักษณะทิศทางตรงกันข้าม นั่นคือ สัดส่วนการลงหุ้นในบริษัทแห่งหนึ่งของนักลงทุนต่างประเทศจะสูงเมื่อบริษัทแห่งนั้นมีกรณีพิพาททางกฎหมายในระดับต่ำ นอกจากนี้สัดส่วนการลงหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศยังมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทน (NCRC) อีกด้วย โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นไปในทิศทางเดียวกัน นั่นคือ สัดส่วนการลงหุ้นในบริษัทแห่งหนึ่งของนักลงทุนต่างประเทศจะอยู่ในระดับสูงเมื่อบริษัทแห่งนั้นมีการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทน โดยพบว่าตัวแปรทั้งสองสามารถใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการลงหุ้นของนักลงทุนต่างประเทศได้ 5.7%

■ บทความวิจัย

การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยการลงทุนหรือไม่

ผลการวิจัย

	1		2		3		4	
ตัวแปรตาม/ ตัวแปรอิสระ	%FI				%II			
	Correlation Coefficients		Coefficients		Correlation Coefficients		Coefficients	
(Constant)	-		-0.001	(-2.033)**	-		0.00	(0.721)
%FF	0.041		-5.33E-07	(-0.096)	-0.128*		-4.16E-06	(-2.333)**
LD	-0.147*		-5.48E-06	(-2.72)*	-0.106**		-1.44E-06	(-2.229)**
EAWF	0.163		0.00	(1.821)	-		-	
EAWI	-		-		-0.056		1.66E-05	(0.204)
UW	0.127		-6.11E-06	(-0.178)	-0.074		-8.61E-06	(-0.662)
QMDA	0.021		0.00	(-0.778)	-0.078		0.00	(-1.166)
NCRC	0.143*		0.00	(2.068)**	0.009		3.32E-05	(0.775)
%ID	0.041		0.001	(0.81)	-0.060		0.00	(-0.929)
N	397		397		397		397	
R2	-		0.057		-		0.038	

* หมายถึงการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

** หมายถึงการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

%FI คือ สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ (% Foreign Investment)

%II คือ สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน (% Institutional Investment)

%FF คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (% Free Float)

LD คือ จำนวนกรณีพิพาททางกฎหมาย (Legal Dispute)

EAWF คือ การมี Website เป็นภาษาอังกฤษที่ง่ายต่อการเข้าถึงข้อมูลทางการเงิน (Easy Access to Website for Foreign Investors)

EAWI คือ การมี Website ที่ง่ายต่อการเข้าถึงข้อมูลทางการเงิน (Easy Access to Website for Institutional Investors)

UW คือ ข้อมูลทางการเงินที่เผยแพร่ผ่าน Website ของบริษัทมีการปรับปรุงให้ทันสมัย (Updated Website)

QMDA คือ การเปิดเผยข้อมูลและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการเป็นรายไตรมาส (Quarterly MD&A)

NCRC คือ การจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน (Nominating Committee and Remuneration Committee)

%ID คือ สัดส่วนกรรมการอิสระ (% Independent Directors)

ผลการวิจัยเกี่ยวกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน

สำหรับนักลงทุนสถาบันนั้น พบว่าสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน (%II) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับจำนวนกรณีพิพาททางกฎหมาย (LD) โดยเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามเช่นเดียวกับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ นอกจากนี้ สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันยังมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (%FF) อีกด้วย โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามเช่นกัน นั่นคือ บริษัทใดที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยในระดับสูง บริษัทแห่งนั้นจะมีสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในระดับต่ำ โดยที่ตัวแปรทั้งสองสามารถใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันได้ 3.8%

การวิเคราะห์ผลการวิจัย

1. นักลงทุนต่างประเทศ

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการให้นักลงทุนต่างประเทศเข้ามาลงทุนในบริษัทของตนเพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดีของบริษัท ซึ่งจะส่งผลให้ผู้ถือหุ้นลงทุนในบริษัทเพิ่มขึ้น และการระดมทุนเพิ่มเติมเป็นไปได้โดยง่ายและมีต้นทุนทางการเงินต่ำนั้น บริษัทเหล่านั้นก็ควรที่จะส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลกิจการให้เกิดขึ้นในองค์กร โดยเฉพาะการส่งเสริมให้บริษัทและฝ่ายบริหารเห็นความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายของบริษัทอย่างเท่าเทียมกันและเหมาะสม เพื่อลดความขัดแย้งที่อาจจะเกิดขึ้นระหว่างบริษัทและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ในขณะเดียวกันก็ควรมีการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทน โดยที่การจัดตั้งคณะกรรมการทั้งสองชุดจะทำให้เกิดความโปร่งใสในการทำหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทได้ ทั้งนี้เหตุผลที่นักลงทุนต่างประเทศให้ความสำคัญกับการจัดตั้งคณะกรรมการทั้งสองชุดนั้นส่วนหนึ่งคงเกิดจากแนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎี

ตัวการ-ตัวแทน (Principal-Agent Theory) ที่ผู้ถือหุ้นในฐานะตัวการเป็นผู้คัดเลือกและมอบหมายให้ผู้บริหารกรรมการบริษัทในฐานะตัวแทนได้ทำหน้าที่บริหารและกำหนดกลยุทธ์แทนตนเอง ซึ่งกรรมการก็จะจ้างคนคนที่เข้าใจธุรกิจและอุตสาหกรรมนั้น ซึ่งอาจมีความสามารถและได้รับความไว้วางใจจากผู้ถือหุ้น ซึ่งการจัดตั้งคณะกรรมการทั้งสองชุดจะทำให้มีทั้งกรรมการที่จะเข้ามาทำหน้าที่แทนผู้ถือหุ้นและจะเป็นบุคคลที่เหมาะสมและการทำหน้าที่แทนตนก็จะได้รับคำตอบแทนที่เหมาะสมด้วยเช่นกัน

สำหรับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอีก 5 ตัวแปรที่ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศนั้นวิเคราะห์ผลได้ดังนี้

1.1 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย: นักลงทุนต่างประเทศสามารถปกป้องและรักษาสิทธิของตนเองได้ผ่านการรวมตัวกันเป็นหน่วยงานหรือองค์กรที่จะแสดงพลังของกลุ่มนักลงทุนต่างประเทศ ดังที่เรียกว่า Activism Investors นอกจากนี้ในฐานะชาวต่างชาติ ซึ่งมักจะได้รับการปฏิบัติที่ดีและได้รับเกียรติจากชาวไทย จึงทำให้นักลงทุนต่างประเทศมักจะไม่ถูกเอาเปรียบจากคนไทย ดังนั้นสิทธิของผู้ถือหุ้นและการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกันจึงไม่ใช่ประเด็นสำคัญสำหรับนักลงทุนต่างประเทศ

1.2 การมี Website เป็นภาษาอังกฤษที่ง่ายต่อการเข้าถึงข้อมูลทางการเงินและมีข้อมูลที่ได้รับการปรับปรุงให้ทันสมัยอยู่เสมอ และการจัดทำและเปิดเผยคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ (MD&A) เป็นรายไตรมาส: หน่วยงานกำกับดูแลเป็นเสมือนศูนย์กลางในการเปิดเผยข้อมูลอยู่แล้ว จึงไม่มีความจำเป็นที่บริษัทแต่ละแห่งจะจัดทำ Website และเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่าน Website นั้นอีก นอกจากนี้ MD&A รายไตรมาสก็อาจจะไม่ได้ให้ข้อมูลเพิ่มเติมหรือแตกต่างจากที่นักลงทุนต่างประเทศได้ทำการวิเคราะห์ไว้แล้วจากการวิเคราะห์ผ่านงบการเงินที่เปิดเผยทุกไตรมาส อีกทั้งการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวก็ไม่ครบถ้วนทุกบริษัท ทำให้เป็นแหล่งข้อมูลที่ไม่น่าสนใจ

1.3 สัดส่วนกรรมการอิสระ: ความไม่แน่ใจว่ากรรมการอิสระที่มีในระดับสูงนั้นจะเป็นกรรมการที่มีความเป็นอิสระจริงหรือไม่ หรือเป็นเพียงความอิสระตามเกณฑ์ที่กำหนดขึ้น ดังนั้นการมีกรรมการอิสระในระดับที่เป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนดในรูปของคณะกรรมการตรวจสอบและคณะกรรมการตรวจสอบสามารถทำหน้าที่ของตนเองได้อย่างเต็มที่จึงน่าจะเพียงพอมากกว่าการมีกรรมการอิสระในสัดส่วนสูงแต่ไม่ได้ทำหน้าที่ของตนเองอย่างจริงจัง

2. นักลงทุนสถาบัน

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการให้นักลงทุนสถาบันตัดสินใจเข้ามาลงทุนในบริษัทของตนเพิ่มขึ้นจะต้องให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างเท่าเทียม ยุติธรรมและเหมาะสมเหมือนเช่นกรณีของนักลงทุนต่างประเทศตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นและยังต้องให้ความสำคัญกับการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยด้วย โดยจะต้องเป็นบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยในระดับต่ำจึงจะมีความสัมพันธ์กับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในระดับสูง ซึ่งสามารถอธิบายลักษณะของความสัมพันธ์นี้ได้ว่าการถือหุ้นเป็นจำนวนมากของผู้ถือหุ้นรายย่อยอาจจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นขาดเสถียรภาพได้ เนื่องจากนักลงทุนรายย่อยมักจะทำการซื้อขายหลักทรัพย์ตามข่าวหรือเหตุการณ์หรือข่าลือที่เกิดขึ้นในแต่ละวัน รวมไปถึงการซื้อขายลักษณะเก็งกำไรและการซื้อขายแบบหักกลบลบราคาซื้อขายและค่าขาย (Net Settlement) ซึ่งการซื้อขายหุ้นที่เปลี่ยนมือค่อนข้างเร็วของนักลงทุนรายย่อยในจำนวนเพียงไม่กี่หลักทรัพย์ก็จะทำให้ราคาหลักทรัพย์นั้นขาดเสถียรภาพ ไม่สามารถสะท้อนข้อเท็จจริงและปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ได้ ดังนั้นการถือหุ้นในสัดส่วนสูงของผู้ถือหุ้นรายย่อยอาจจะทำให้กลุ่มทุนสถาบันเกรงว่าอาจจะได้รับผลกระทบจากการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ได้ ซึ่งจะส่งผลถึงสถานะของบัญชีเงินลงทุนของสถาบันเหล่านั้นในภายภาคหน้าที่จะรับรู้ผลกำไรหรือขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้นจากการทำ Mark-to-market ทุกสิ้นงวดบัญชีและส่งผลไป

ถึงความผันผวนของผลการดำเนินงานโดยรวมของสถาบันเหล่านั้นในที่สุด

สำหรับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอีก 5 ตัวแปรที่ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบันนั้นวิเคราะห์ผลได้ดังนี้

1. การมี Website ที่ง่ายต่อการเข้าถึงข้อมูลทางการเงินและมีข้อมูลที่ได้รับการปรับปรุงให้ทันสมัยอยู่เสมอ และการจัดทำและเปิดเผยคำอธิบายและวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ (MD&A) เป็นรายไตรมาส เหมือนกับกรณีของนักลงทุนต่างประเทศ

2. การจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน และตัวแปรสัดส่วนกรรมการอิสระ:ทัศนคติของนักลงทุนสถาบันที่ไม่เห็นว่าการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและหรือคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนจะช่วยทำให้บริษัทมีความโปร่งใสมากขึ้น เนื่องจากคณะกรรมการสรรหาอาจจะพิจารณาบุคคลที่ไม่มีความเหมาะสม แต่มีความสัมพันธ์กับกลุ่มของตนเข้ามาดำรงตำแหน่งกรรมการบริษัทเพื่อรักษาผลประโยชน์ของกลุ่มก็ได้ ถึงแม้ว่ากรรมการสรรหาจะเป็นกรรมการอิสระก็ตาม เนื่องจากกรรมการอิสระอาจจะไม่มีความเป็นอิสระจริง เพียงแต่มีคุณสมบัติครบตามเกณฑ์ที่หน่วยงานกำกับดูแลกำหนดขึ้นเท่านั้นซึ่งสิ่งนี้อาจเป็นเหตุผลที่ทำให้สัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญด้วย นอกจากนี้ คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนซึ่งก็เป็นกลุ่มคนกลุ่มหนึ่งในคณะกรรมการบริษัทด้วยนั้นอาจจะกำหนดค่าตอบแทนไม่เหมาะสม โดยกำหนดค่าตอบแทนให้กับตนเองและพวกพ้องที่เป็นกรรมการบริษัทแห่งเดียวกันนั้นในระดับสูงกว่าปกติ ซึ่งเป็นการเอาเปรียบบริษัทและผู้มีส่วนได้เสียฝ่ายอื่น

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

ผลการวิจัยข้างต้นแสดงให้เห็นว่าจำนวนกรณีพิพาททางกฎหมายเป็นประเด็นสำคัญที่สุดที่นักลงทุนสถาบันและต่างประเทศต่างก็ให้ความสำคัญ ดังนั้นบริษัทที่ต้องการเงินลงทุนจากนักลงทุนทั้งสองประเภทนี้เพื่อสร้าง

ภาพลักษณ์ที่ดีให้กับองค์กร และช่วยให้การระดมทุนเพิ่มขึ้นเป็นไปอย่างสะดวก รวมถึงการมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำนั้นก็ควรจะต้องให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างเป็นธรรม เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้นระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งสิ่งนี้ยังจะช่วยให้บริษัทได้รับการสนับสนุนหรือความช่วยเหลือจากผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ลดโอกาสในการสูญเสียทรัพย์สินที่เกิดจากการฟ้องร้องคดี นอกจากนี้ หน่วยงานกำกับดูแลยังสามารถนำผลงานวิจัยนี้ไปสนับสนุนให้บริษัทที่อยู่ในความดูแลของตนได้ตระหนักและเห็นความสำคัญของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสีย

สำหรับบริษัทที่ต้องการเงินลงทุนจากต่างประเทศควรให้ความสำคัญกับการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทนเพิ่มขึ้นอีกหนึ่งปัจจัย โดยการจัดตั้งนั้นควรให้ความสำคัญกับเนื้อหาสาระของบุคคลที่จะเข้ามาดำรงตำแหน่งว่าจะต้องมีคุณสมบัติที่เป็นไปตามเจตนารมณ์ของการจัดตั้งคณะกรรมการทั้งสองชุด นั่นคือ ควรจะเป็นบุคคลที่มีความเป็นอิสระจากฝ่ายบริหารหรือกรรมการบริหารอย่างแท้จริง ไม่ใช่เป็นเพียงบุคคลที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามข้อเสนอแนะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือสำนักงาน ก.ล.ต. เท่านั้น

สำหรับบริษัทที่ต้องการเงินลงทุนจากนักลงทุนสถาบันเพิ่มขึ้นโดยจะต้องเป็นบริษัทที่มีการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยในระดับต่ำนั้น เนื่องจาก การกระจายการถือหุ้นเป็นสิ่งที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัท กล่าวคือ บริษัทไม่สามารถกำหนดให้มีผู้ถือหุ้นรายย่อยมากนักเพียงใดได้ จึงไม่ใช่หน้าที่ของ บริษัทที่จะทำให้นักลงทุนสถาบันลงทุนในบริษัทเพิ่มขึ้นจากปัจจัยนี้ และหากบริษัทดำเนินการอย่างหนึ่งอย่างใดเพื่อให้มีสัดส่วนการกระจายการถือหุ้นไปเป็นตามที่ต้องการแล้วอาจทำให้ผู้ถือหุ้นที่เสียผลประโยชน์เกิดการต่อต้าน เรียกร้อง และอาจถึงขั้นฟ้องร้องต่อศาล ซึ่งจะส่งผลกระทบไปถึงปัจจัยด้านกรณีพิพาททางกฎหมายที่จะทำให้นักลงทุนต่างประเทศลดสัดส่วนการลงทุนในบริษัทได้

ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะ สำหรับงานวิจัยสืบเนื่อง

1. ตัวแปรที่ใช้แทนปัจจัยการกำกับดูแลกิจการในแต่ละด้านจำกัดอยู่เพียง 1-2 ตัวแปร ซึ่งอาจไม่ใช่ตัวแปรที่ดีที่สุดและครบถ้วนทุกลักษณะของการกำกับดูแลกิจการด้านนั้นๆ ในงานวิจัยฉบับถัดไปจึงควรเพิ่มเพิ่มตัวแปรของปัจจัยการกำกับดูแลกิจการในแต่ละด้าน

2. วิธีการคำนวณสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนแต่ละประเภทในบริษัทจดทะเบียนในแต่ละแห่งนั้นอาจจะมี การคำนวณได้หลายแบบ งานวิจัยฉบับถัดไปอาจแสดงผลเปรียบเทียบวิธีการคำนวณสัดส่วนการลงทุนในแต่ละลักษณะได้ว่าปัจจัยการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับวิธีการคำนวณการลงทุนในลักษณะใดมากที่สุด

บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2542). **แนวทางปฏิบัติที่ดีของคณะกรรมการตรวจสอบ**. เลขที่ บจ/ร 25-00.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2541). **นโยบายเรื่องข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัท จดทะเบียน**. เลขที่ บจ/ร 26-00.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2541). **นโยบายส่งเสริมการแต่งตั้งกรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ**.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. “นักลงทุนสถาบันต่างประเทศกับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย”. <http://www.set.or.th/th/education/infoserv/files/foreign_investors_and_CG%20.pdf>.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **ประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขายบนกระดานหลัก (ฉบับที่ 1) พ.ศ. 2542**.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **ประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง คุณสมบัติและขอบเขตการดำเนินงานของคณะกรรมการตรวจสอบ (ฉบับที่ 1) พ.ศ. 2542**.

■ บทความวิจัย

การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยการลงทุนหรือไม่

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. “หลักการการกำกับดูแลกิจการที่ดี”. <<http://www.set.or.th/th/education/infoserv/files/CG15-THAI.PDF>>.

ไทยเรตติ้งแอนด์อินฟอร์เมชันเซอร์วิส จำกัด, บริษัท. (2547). “นักลงทุนสถาบันของไทยประเมินคุณค่าบรรษัทภิบาลอย่างไร”. <<http://www.set.or.th/th/education/infoserv/files/CG-Institutional.pdf>>.

นพพร เรืองสกุล. (2545). **Corporate Governance บรรษัทภิบาล เรื่องที่นักลงทุนและกรรมการต้องรู้**. บริษัท มาสเตอร์คีย์ จำกัด

ยุทธ วรรณธรร. (2548). “ความสำคัญของการกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (1)”. **วารสารตลาดหลักทรัพย์** ปีที่ 8 ฉบับที่ 11.

ยุทธ วรรณธรร. (2548). “ความสำคัญของการกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (2)”. **วารสารตลาดหลักทรัพย์** ปีที่ 8 ฉบับที่ 12.

สังเวียน อินทวิชัย. (2545). **รวมบทความ “การกำกับดูแลกิจการที่ดี” ของศาสตราจารย์สังเวียน อินทวิชัย**. กรุงเทพฯ: บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน).

Belev, B. (2003). Institutional investors in Bulgarian corporate governance reform: obstacles or facilitators? **Journal of World Business** 23, pp.361-374

David, P. and Kochhar, R. (1996). Barriers to Effective Corporate Governance by Institutional Investors: Implications for Theory and Practice. **European Management Journal** Vol.14 (No.5), pp.457-466, Great Britain

Gowthorpe, C. (2004). Asymmetrical dialogue? Corporate financial reporting via the Internet. **Corporate Communications: An International Journal** Vol.9, No.4, pp.285-292

Hellman, N. (2005). Can we expect institutional investors to improve corporate governance? **Scandinavian Journal of Management** 21, pp. 293-327

Kendall, N. and Kendall, A. (1998). **Real-World Corporate Governance. A programme for profit-enhancing stewardship**. Great Britain: Biddles Ltd, Guildford and King's Lynn

Li, S. (2005). Why a poor governance environment does not deter foreign direct investment: The case of China and its implications for investment protection. **Business Horizons** 48, pp.297-302

Marston, C. (2000). Financial reporting on the Internet by leading Japanese companies. **Corporate Communications: An International Journal** Vol.8, No.1, pp.23-34

Newquist, S.C. and Russell, M.B. (2003). **Putting investors first: real solutions for better corporate governance**. BloombergPress.

Organisation for Economic Co-operation and Development. (2004). **OECD Principles of Corporate Governance**. France.

Price Waterhouse Management Consultants Ltd. (1997). **Corporate Governance in Thailand. A Price Waterhouse Survey**. Bangkok: Advertising & Media Consultants Co.,Ltd.

Pricewaterhouse Coopers. (1999). **Corporate governance 1999 survey of institutional investors**.

Wallace, P. and Zinkin, J. (2005). **Mastering Business in Asia. Corporate Governance**. Singapore: Saik Wah Press Pte Ltd

Wearing, R. (2005). **Cases in Corporate Governance**. Great Britain: Athenaeum Press

WAP