

ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้น ของกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัท

วารสารวิชาชีพบัญชี ปีที่ 2 ฉบับที่ 5 (ธันวาคม 2549) หน้า 4-11

รองศาสตราจารย์เสาวนีย์ ลิขณวัฒน์

ภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ทิฆัมพร รักธรรม

บัญชีมหาบัณฑิต

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

คำย่อ: งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริษัทและผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งมีพื้นฐานมาจากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่กล่าวว่าการเพิ่มระดับความเป็นเจ้าของให้กับคณะกรรมการบริษัทจะส่งผลกระทบต่อตัดสินใจของคณะกรรมการบริษัท เพื่อให้มีผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีขึ้น โดยได้ทำการเก็บข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2545-2547 ซึ่งพิจารณาจากสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหาร กรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหาร และกรรมการทั้งหมด ทั้งตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน 4 ตัวชี้วัดได้แก่ ผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) ผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลต่อกำไรสุทธิ (Dividend Payout Ratio) ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 140 บริษัทโดยทำการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สันโปรดักโมเมนต์ (Pearson product moment correlation) และวิเคราะห์แยกเป็นแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ฯ

ผลการศึกษารูปว่าในภาพรวมของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ฯ สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหารและกรรมการทั้งหมดมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน ROA และ Dividend Payout Ratio อย่างไรก็ตามในแต่ละอุตสาหกรรม ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทมีความแตกต่างกัน ซึ่งผู้ลงทุนสนใจที่จะลงทุนในอุตสาหกรรมใดก็สามารถนำผลการศึกษาดังกล่าวไปประกอบการพิจารณาการลงทุนได้ นอกจากนี้บริษัทยังสามารถที่จะนำผลการศึกษาดังกล่าวไปประกอบการพิจารณาการให้ผลตอบแทนในรูปแบบของหุ้นที่เหมาะสมกับแต่ละอุตสาหกรรมต่อไป

บทนำ

สืบเนื่องจากวิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ที่ผ่านมา ส่งผลให้องค์กรต่างๆ ทั้งภาครัฐและเอกชนต่างตื่นตัวในการสนับสนุนให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีแนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้ในการควบคุมดำเนินงาน โดยในส่วนของภาครัฐนั้น ปี พ.ศ. 2545 รัฐบาลได้จัดตั้งคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติขึ้น ซึ่งคณะกรรมการฯ มีนโยบายให้หน่วยงานต่างๆ ส่งเสริมการมีบรรษัทภิบาลที่ดี และจัดเรื่องนี้ขึ้นในวาระแห่งชาติ (National Agenda)

คณะกรรมการบริษัทเป็นผู้หนึ่งที่มีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมให้องค์กรนั้นมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้นในกิจการและมีส่วนในการกำหนดนโยบาย รวมถึงทิศทางการดำเนินงานของบริษัท เพื่อให้ผลประกอบการของบริษัทไปในทางที่ดีขึ้น ความขาดและความรับผิดชอบของคณะกรรมการได้เปลี่ยนไปเป็นอย่างมาก โดยที่บทบาทสำคัญของคณะกรรมการก็คือ เพื่อทำหน้าที่สอดส่องดูแลผู้บริหารแทนผู้ถือหุ้น อันเป็นการแยกอำนาจการเป็นเจ้าของจากการควบคุม ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ

Agency Theory นอกจากนี้ทฤษฎีดังกล่าวยังได้ส่งเสริมการเพิ่มบทบาทของคณะกรรมการในการที่จะทำผลประกอบการของบริษัทดีขึ้น โดยแนวทางก็คือ การเพิ่มความเป็นเจ้าของให้กับคณะกรรมการบริษัท ซึ่งจะส่งผลต่อการตัดสินใจในการกำหนดแนวทางในการดำเนินงานและกลยุทธ์ของบริษัทที่ดีขึ้น และส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีขึ้นเช่นกัน ผู้ศึกษาจึงสนใจที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหาร กรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหาร และกรรมการทั้งหมดต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยทำการศึกษาจากกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งแยกเป็น 2 ส่วน คือ ศึกษาจากทุกกลุ่มอุตสาหกรรม และศึกษาแต่ในกลุ่มอุตสาหกรรม จากการศึกษาดังกล่าวทำให้ทราบว่าการถือครองหุ้นของคณะกรรมการบริษัทส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างไร และเป็นข้อมูลให้นักลงทุนนำไปเป็นแนวทางในการพิจารณาเรื่องการลงทุนในแต่ละอุตสาหกรรม รวมทั้งเป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาการจ่ายค่าตอบแทนในรูปแบบ Stock Option ให้กับกรรมการบริษัท

งานวิจัยนี้ได้ทำการรวบรวมข้อมูลจากแบบฟอร์ม 56-1 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ย้อนหลัง 3 ปี (พ.ศ. 2545-2547) ซึ่งบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีจำนวนทั้งสิ้น 417 บริษัท (ณ วันที่ 19 กันยายน พ.ศ. 2548) ใน 8 หมวดอุตสาหกรรม ซึ่งได้กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 140 บริษัท และในด้านของผลการดำเนินงานของบริษัท ผู้ศึกษาใช้อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญต่อการวัดความมีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน 4 ประเภทด้วยกันคือ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price Earning Ratio: P/E Ratio) และอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อกำไรสุทธิ (Dividend Payout Ratio)

ทฤษฎีและงานวิจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยฉบับนี้มีทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง 2 ทฤษฎีด้วยกัน คือ Agency Theory และ Stewardship Theory

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

Agency Theory เป็นทฤษฎีที่มีแนวคิดโดยสรุปคือ แต่ละคนนั้นมีพฤติกรรมที่จะตอบสนองความต้องการของตนเองอย่างสูงสุด นั่นหมายถึง ตัวแทน (กรรมการของบริษัท) และเจ้าของกิจการต่างก็ต้องการที่จะตอบสนองความพึงพอใจสูงสุด เพราะฉะนั้นจึงเป็นไปได้ที่กรรมการของบริษัทอาจจะไม่ได้บริหารงานเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น ซึ่งก่อให้เกิดต้นทุนของตัวแทน (*Agency Costs*) โดยต้นทุนดังกล่าวนี้จะก่อให้เกิดปัญหาในการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้นหากกรรมการของบริษัทและเจ้าของกิจการมีความพึงพอใจ (*Utility*) ร่วมกันแล้ว ก็จะไม่ก่อให้เกิดปัญหาที่เรียกว่า *Agency Problem* ดังนั้นการที่จะปกป้องผลประโยชน์ของเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นและเป็นการลดต้นทุนของตัวแทน จึงมีการกำหนดกลไกที่เกี่ยวกับระบบการจ่ายผลตอบแทนให้กับตัวแทนและโครงสร้างธรรมาภิบาลเพื่อเป็นการกำกับและควบคุมการดำเนินงานของตัวแทน

Stewardship Theory เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงมุมมองที่ตรงกันข้ามกับ *Agency Theory* กล่าวคือ ทฤษฎีนี้มีพื้นฐานความคิดมาจากทางด้านจิตวิทยาและสังคมศาสตร์ ที่กล่าวไว้ว่า บุคคลจะมีพฤติกรรมที่ตอบสนองความต้องการของสังคมเป็นหลัก ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนของกิจการจะมีพฤติกรรมที่จะตอบสนองผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น เนื่องมาจากตัวแทนของกิจการมีทัศนคติว่าการบริหารกิจการเป็นหน้าที่ที่จะต้องกระทำ และหากผู้บริหารสามารถบริหารงานให้กิจการเกิดความสำเร็จ จะเป็นการสร้างความสุขรับทางสังคมแก่ผู้บริหาร ซึ่งความต้องการดังกล่าวเป็นความต้องการขั้นสูงสุด ดังนั้นจึงไม่มีปัญหาในการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารในการบริหารงาน นอกจากนี้ผลการดำเนินงานของบริษัทก็ขึ้น

อยู่กับโครงสร้างหรือสถานการณ์ในองค์กรที่เอื้อต่อการบริหารงาน กล่าวคือโครงสร้างองค์กรควรที่จะมีความชัดเจน และมีกรให้อำนาจแก่ผู้บริหารที่มากพอในการตัดสินใจ

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้ศึกษาได้ทำการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหาร กรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหาร และกรรมการทั้งหมด กับผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งมีงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

Kesner (1987) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองหุ้นของกรรมการบริษัทกับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งมีแนวความคิดที่สนับสนุน *Agency Theory* งานวิจัยฉบับนี้ผู้เขียนได้ทดสอบสมมติฐานโดยทำการสุ่มตัวอย่างจำนวน 250 บริษัทในปี ค.ศ. 1983 จาก *Fortune 500* ซึ่งอยู่ใน 27 กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีขนาดของกิจการ และยอดขายที่แตกต่างกัน ผลการศึกษารูปภาพในอุตสาหกรรมที่มีการเจริญเติบโตสูง สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการทั้งหมดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัททั้งในปัจจุบันและอนาคต โดยสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริษัทจะรวมถึงการถือครองหุ้นของกรรมการบริษัทและครอบครัว แต่ไม่รวมถึงใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญ ส่วนทางด้านผลการดำเนินงานของบริษัทจะพิจารณาจากตัวชี้วัดทางกลยุทธ์ทางด้านการบริหารซึ่งประกอบด้วย อัตรากำไรสุทธิ ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ กำไรต่อหุ้น ราคาหุ้น และผลตอบแทนจากการลงทุน

Oswald and Jahera, Jr. (1991) ได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือครองหุ้นและผลการดำเนินงานทางด้านการเงินของบริษัทโดยสุ่มตัวอย่างจาก 645 บริษัทที่จดทะเบียนใน *New York Stock Exchange and The American Stock Exchange* ในช่วงปี ค.ศ. 1982-1987 และจัดแบ่งเป็น 5 กลุ่มที่เท่ากัน โดยการจัดกลุ่มนั้นขึ้นอยู่กับสัดส่วนการถือครองหุ้นของ

กรรมการและพนักงาน และขนาดของกิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดทั้งหมดของส่วนของคุณ ณ ช่วงเวลาเริ่มต้นของผลการดำเนินงาน ซึ่งได้ข้อสรุปว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

Lee and Francis (1988) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหาร (Insider Ownership) ผลตอบแทนของหุ้นโดยวัดจากมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ Earning Yield ขนาดของบริษัท และค่า Beta ซึ่งสุ่มตัวอย่างแบบเลือก (Randomly selected) 157 บริษัทจากจำนวนทั้งหมด 270 บริษัทในช่วงปี ค.ศ. 1975-1978 โดยเก็บข้อมูลรายเดือนจาก The Center for Research in Security Prices (CRSP) และในส่วนของมูลค่าตลาดทั้งหมดของจำนวนหุ้นที่มีอยู่และอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นนั้นมีการเก็บข้อมูลเป็นรายปีจาก Compustat Industrial ของช่วงเวลาเดียวกัน และได้ข้อสรุปว่า สัดส่วนการถือครองหุ้น Earning Yield และค่า Beta มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลตอบแทนรายปีของบริษัทโดยทดสอบสมมติฐานจากสมการเชิงถดถอย แต่ขนาดของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนรายปีของบริษัท

วิธีการศึกษา

เครื่องมือที่สำคัญในการวิเคราะห์ข้อมูลคือการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS ซึ่งเป็นการวัดความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นสำหรับกรรมการบริหาร กรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหาร และกรรมการทั้งหมด กับผลการดำเนินงานโดยทำการทดสอบสมมติฐานว่าตัวแปรดังกล่าวมีความสัมพันธ์กันอย่างไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ซึ่งผู้ศึกษาได้วัดประสิทธิผลสหสัมพันธ์แบบเพียร์สันโปรดักโมเมนต์ (Pearson product moment correlation) ซึ่งเป็นการวัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสองชุดที่มีความต่อเนื่องและเป็นข้อมูลเชิงอัตราส่วน (Ratio data)

การศึกษานี้มีวิธีการศึกษา ดังนี้

1. ตั้งสมมติฐานการวิจัย

- สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหาร กับผลการดำเนินงานของบริษัท

$$H_0 : \rho_e = 0$$

$$H_1 : \rho_e \neq 0$$

ρ_e คือ ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท

- สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท

$$H_0 : \rho_n = 0$$

$$H_1 : \rho_n \neq 0$$

ρ_n คือ ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท

- สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการทั้งหมดกับผลการดำเนินงานของบริษัท

$$H_0 : \rho_a = 0$$

$$H_1 : \rho_a \neq 0$$

ρ_a คือ ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการทั้งหมดกับผลการดำเนินงานของบริษัท

2. กำหนดระดับนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ($\alpha = 0.05$)

3. วิเคราะห์ค่าสถิติที่ได้จากการทดสอบ

หากค่าความน่าจะเป็นปฏิเสธสมมติฐานศูนย์ที่ว่าตัวแปรสองตัวนั้นไม่มีความสัมพันธ์กัน ($H_0 : \rho = 0$) ซึ่งถ้าค่า Sig. มีค่าน้อยกว่าระดับความมีนัยสำคัญ (α) ที่ผู้ศึกษากำหนดไว้ แสดงว่าปฏิเสธ H_0 แต่ถ้าค่า Sig. มีค่ามากกว่าระดับความมีนัยสำคัญ (α) จะไม่ปฏิเสธ H_0

ในกรณีที่ปฏิเสธ H_0 แสดงว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งจะสอดคล้องกับแนวคิดของ Agency Theory ที่ผู้ศึกษาใช้เป็นกรอบแนวคิดในการทำวิจัย

ผลการศึกษา

จากการทดสอบสมมติฐานได้ผลสรุปดังตารางข้างล่างดังนี้

ตารางที่ 1 ภาพรวมของความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัท

กลุ่มอุตสาหกรรม	Executive Holding				Nonexecutive Holding				All Directors Holding			
	ROA	ROE	P/E Ratio	Dividend Payout Ratio	ROA	ROE	P/E Ratio	Dividend Payout Ratio	ROA	ROE	P/E Ratio	Dividend Payout Ratio
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0	0	0	0	0	0	0	0	+	0	0	0
สินค้าอุปโภคบริโภค	0	0	0	0	0	0	-	0	0	0	0	0
ธุรกิจการเงิน	0	-	0	+	0	-	0	0	0	-	0	+
วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	0	+	0	0	0	0	0	0	+	0	0	0
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	+	+	0	0	0	0	0	+	+	+	0	+
ทรัพยากร	-	-	0	0	-	-	0	+	-	-	+	+
บริการ	0	0	+	0	0	0	0	0	0	-	0	0
เทคโนโลยี	0	0	+	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม	+	0	0	+	0	0	0	0	+	0	0	+

- หมายเหตุ : Executive Holding หมายถึง สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหาร
 Nonexecutive Holding หมายถึง สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหาร
 All Directors Holding หมายถึง สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการทั้งหมด
 0 หมายถึง ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการและอัตราส่วนทางการเงิน
 - หมายถึง มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงลบระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการและอัตราส่วนทางการเงิน
 + หมายถึง มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการและอัตราส่วนทางการเงิน

สรุปผลการศึกษา

จากการทดสอบสมมติฐานข้างต้นพบว่าสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหารและคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานคือ ROA และ Dividend Payout Ratio สำหรับสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหารไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญต่อการวัดความมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานมาใช้เป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานของบริษัท

นอกจากนี้ผู้ศึกษาได้ทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวโดยแยกเป็นแต่ละอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์พบว่า ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรมสัดส่วนการถือครองหุ้นของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกกับ ROA ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการและกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ P/E Ratio ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหารมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงลบกับ P/E Ratio ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการการเงิน สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหาร กรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหาร และคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงลบกับ ROE แต่สัดส่วนการถือครองหุ้นของคณะกรรมการบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ Dividend Payout Ratio ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหารและคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกกับ ROA และ ROE สำหรับสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหารและคณะกรรมการบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกกับ Dividend Payout Ratio ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร สัดส่วน

การถือครองหุ้นของกรรมการบริหาร กรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหาร และคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงลบกับ ROA และ ROE แต่สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหารและคณะกรรมการบริษัทกลับมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกกับ P/E Ratio และ Dividend Payout Ratio

จากผลการศึกษาข้างต้น พบว่าความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทสอดคล้องกับแนวคิดทฤษฎีของ Agency Theory ที่กล่าวว่ากรรมการของบริษัทซึ่งเปรียบเสมือนเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นอาจจะไม่ได้บริหารงานเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น ดังนั้นการที่กรรมการได้ถือครองหุ้นเพิ่มขึ้นจะทำให้กรรมการมีความรู้สึกว่าเป็นเจ้าของบริษัทเพิ่มขึ้นและทำให้เกิดแรงจูงใจเพื่อที่จะบริหารงานให้บริษัทมีผลประกอบการที่ดีขึ้น ซึ่งจะส่งผลต่อการตัดสินใจในการกำหนดแนวทางในการดำเนินงานและกลยุทธ์ของบริษัทที่ดีขึ้น และส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีขึ้นเช่นกัน สำหรับกรณีความสัมพันธ์ในเชิงลบ ผู้ศึกษาจึงมีความเห็นว่าอาจจะเป็นไปได้ที่สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง ทั้งนี้เนื่องจากการที่คณะกรรมการบริษัทมีสถานะความเป็นเจ้าของเพิ่มขึ้นและเป็นทั้งตัวแทนของผู้ถือหุ้น ในเวลาเดียวกันทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ขึ้น (Conflict of Interest) คณะกรรมการบริษัทอาจจะสร้างผลประโยชน์นี้ให้กับตนเองมากกว่าที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์ของบริษัทจึงทำให้บริหารงานไม่ก่อให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุดแก่องค์กร แต่สำหรับกรณีที่ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทสอดคล้องกับ Stewardship Theory

ผลการศึกษานี้จะเป็นประโยชน์กับนักลงทุนในการเป็นข้อมูลเพื่อพิจารณาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยหากพิจารณาในภาพรวมของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาด

หลักทรัพย์^๓ ทำให้ทราบว่าการที่สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหารและคณะกรรมการบริษัทเพิ่มขึ้นจะมีผลต่อการตัดสินใจดำเนินงานเพื่อให้ผลประกอบการซึ่งสะท้อนในตัวชี้วัดของ ROA และ Dividend Payout Ratio ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งข้อมูลดังกล่าวจะบ่งชี้ถึงความมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทและผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับในรูปของเงินปันผลที่ดีขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม หากสัดส่วนการถือครองหุ้นของคณะกรรมการเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ผู้ศึกษาจึงข้อสังเกตว่าผู้ลงทุนควรให้ความระมัดระวังในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นั้นเนื่องจากการที่สัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการ โดยเฉพาะกรรมการบริหารเพิ่มขึ้นอาจจะส่งผลให้กรรมการมีความรู้สึกความเป็นเจ้าของเพิ่มขึ้นและอาจใช้สิทธิในการออกเสียงที่มีมากขึ้นเป็นข้อได้เปรียบเพื่อนำไปใช้อื้อประโยชน์ส่วนตัวในการบริหารงานได้ซึ่งอาจจะกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่แยกลง นอกจากนี้ยังเป็นประโยชน์ต่อบริษัทด้วยเช่นกันในแง่ของความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทในเชิงลบกล่าวคือ การที่บริษัทให้ผลตอบแทนแก่คณะกรรมการในรูปของหุ้นสามัญอาจจะทำให้กรรมการใช้สิทธิในการออกเสียงจากการได้หุ้นสามัญเพิ่มขึ้นไปใช้เพื่ออื้อประโยชน์ของตนเอง ดังนั้นบริษัทจึงควรพิจารณาให้ผลตอบแทนในรูปของหุ้นบุริมสิทธิที่ไม่สามารถออกเสียงได้จึงจะทำให้การให้ผลตอบแทนดังกล่าวสัมฤทธิ์ผล

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดคือ กลุ่มตัวอย่างที่มีจำนวนจำกัด อัตราส่วนทางการเงินที่ไม่ได้สะท้อนถึงกระแสเงินสดซึ่งไม่ได้มีการปรับปรุงด้วยมูลค่าของเงินตามเวลา และด้วยข้อจำกัดของเวลาจึงไม่ได้อภิปรายถึงเหตุผลของความสัมพันธ์ดังกล่าว

บรรณานุกรม

- คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, “บริษัท ภิบาล>โครงการบรรษัทภิบาลที่ดี>ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท ภิบาล”. <http://www.sec.or.th/1/cg/1g/infocg/index_cg.shtml, July, 2005.>
- เจริญ เจษฎาวัลย์. **การวางมาตรฐานธรรมาภิบาล**. กรุงเทพมหานคร: บริษัท พอดี จำกัด, 2545.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **ข้อบังคับประกอบของคณะกรรมการบริษัท**. <<http://www.set.or.th/file://F:/Proposal/กรรมการและการบริหาร.html>, September, 2005>
- _____, “อ่านผลการวิจัยอย่างไรให้ได้ประโยชน์”. **จุลสารตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย** (ตุลาคม, 2546): 9-12
- บุญเรียง ชล (ศิลา). **การวิเคราะห์และแปลความหมายข้อมูลในการวิจัยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS for Windows Version 20-12**. กรุงเทพมหานคร: บริษัท เอส.พี.เอ็น. คอมพิวเตอร์ จำกัด, 2547.
- _____, **รู้ดี ยารู้ดี ยารู้ดี**. กรุงเทพฯ: ม.ร.ว. มนูญ เลี้ยวไฟโรจน์ และโมเชิด วัฒนเปี่ยมราษฎร์. **ธรรมาภิบาลกับความสำเร็จของ SMEs**. กรุงเทพมหานคร: บริษัท เมย์ฟลาวเวอร์ (ประเทศไทย) จำกัด, 2545.
- สังเวียน อินทวิชัย. **รวมบทความการกำกับดูแลกิจการที่ดีของศาสตราจารย์สังเวียน อินทวิชัย**. กรุงเทพมหานคร: บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน), 2545.
- สำนักรัฐวิสาหกิจและหลักทรัพย์ของรัฐ. **หลักเกณฑ์และแนวทางการกำกับดูแลที่ดีในรัฐวิสาหกิจ**. กรุงเทพมหานคร: กระทรวงการคลัง, 2544.
- Sanchez, A.V. (2001). **Development of Corporate Governance Systems; Agency Theory Versus Stewardship Theory in Welsh Agrarian Cooperative Societies**. (Spain: The Management and Marketing Department of The University of Huelva): 1-20

- Eisenhardt, K.M. (1989). **Agency Theory: An Assessment and Review** (Stanford: Academy of Management), p.57-74.
- Kesner, I.F. (1987). **Directors' Stock Ownership and Organizational Performance: An Investigation of Fortune 500 Companies, Vol.13, 3.** (North Carolina: Journal of Management): 499-507.
- Donaldson, L. and Davis J.H. (1991). **Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns, Vol.16, 1.** (Australia: Australian Journal of Management): 49-64.
- Jensen, M.C. (1994). **Self-Interest, Altruism, Incentives, & Agency Theory, Vol.7, 2** (New York: Journal of Applied Corporate Finance): 1-17
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.** (New York: Journal of Financial Economics): 305-360.
- Klein, S.B., Pieper T.M. and Jaskiewicz, P. (2005). "Antecedents for agency and stewardship orientation in corporate governance-The role of culture" in **Family Enterprise Research Conference**: 1-8
- Oswald, S.L. and Jahera J.S., Jr (1991). **The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study, Vol.12.** (Alabama: Strategic Management Journal): 321-326.
- Veerasak Jinarat and Oung, W. (2003). **The Impact of Good Governance on Organization Performance after the Asian Crisis in Thailand.** (Bangkok: Asia Pacific Business Review): 21-42.
- Kim, W.S., Lee, J.W., and Francis, J.C. (1988). **Investment Performance of Common Stocks in Relation to Insider Ownership, Vol.23.** (New York: The Financial Review): 53-64.

Download จากวารสารวิชาการ JAP