

คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่

นวนลภา อัครพุทธิพร

บัญชีมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ดร.ศิลปพร ศรีจันทะพร

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

นับแต่วิกฤตการณ์การเงินในเอเชียปี พ.ศ. 2540 ในประเทศไทย หน่วยงานทั้งภาครัฐและเอกชนต่างให้ความสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการด้วยมีความหวังว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะทำให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่ายขององค์กรได้รับการปฏิบัติอย่างเป็นธรรม โดยในมุมมองของการลงทุนนั้น นักลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับการปฏิบัติในฐานะผู้ถือหุ้นด้วยความโปร่งใส ยุติธรรม ได้รับข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนที่ถูกต้อง ครบถ้วนและทันเวลา ดังนั้น หากบริษัทได้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็น่าจะเป็นบริษัทที่นักลงทุนให้ความสนใจลงทุนมากขึ้น

กระบวนการสร้างความรู้ ความเข้าใจและประชาสัมพันธ์การดำเนินการเกี่ยวกับ Corporate Governance ในประเทศไทยภายใต้คณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ ได้ร่วมกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) รายงานถึงผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน เพื่อกระตุ้นให้บริษัทจดทะเบียนสนใจพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีในองค์กรเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและจริงจัง ทั้งนี้โดยได้จัดให้มีการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ซึ่งบริษัทที่จัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะได้รับสิทธิประโยชน์ต่างๆ เพิ่มเติมด้วย นอกจากนี้ผู้ลงทุนยังสามารถนำผลจากการประเมินดังกล่าวมาเป็นข้อมูลเพื่อสนับสนุนการตัดสินใจต่อไป

อย่างไรก็ตาม ยังมีผู้สงสัยว่าการที่บริษัทจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจนได้รับผลการประเมินที่มีช่วงคะแนนที่สูงนั้น จะมีส่วนช่วยส่งเสริมให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น รวมทั้งสามารถเสริมสร้างความมั่นใจให้กับผู้ลงทุนได้หรือไม่ ดังนั้น จึงเป็นที่น่าสนใจว่า การที่บริษัทจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจนได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ที่มีช่วงคะแนนที่แตกต่างกันไปจะมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่ โดยผู้วิจัยได้วัดผลการปฏิบัติงานโดยใช้ตัววัดผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin's Q

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

■ เพื่อศึกษาว่าช่วงคะแนนที่ได้รับจากการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) มีความสัมพันธ์กับผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin's Q หรือไม่

ขอบเขตของการศึกษาวิจัย

■ ผู้วิจัยมุ่งเน้นที่จะทำการศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์และได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” เนื่องจากทางสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยได้เปิดเผยเฉพาะรายชื่อของบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในช่วงดังกล่าว

■ รายชื่อของบริษัทที่ได้นำมาใช้ในกรณีวิจัยไม่รวมถึงบริษัทที่แจ้งว่าไม่ประสงค์จะให้เปิดเผย

แนวคิดทางทฤษฎี

องค์กรเพื่อความร่วมมือแห่งพัฒนาทางเศรษฐกิจ (OECD) ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หรือบริษัทภิบาล ว่าหมายถึง “ระบบกำกับและควบคุมกิจการ โดยการแบ่งแยกสิทธิและหน้าที่ของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น คณะกรรมการบริหาร ผู้ถือหุ้น หรือผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ ซึ่งกำหนดขอบหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเพื่อใช้ในการตัดสินใจในกรณีต่างๆ ขึ้นในกิจการ โดยยึดวัตถุประสงค์ของกิจการเป็นสำคัญ” ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทยได้ให้ความหมายว่า “ระบบที่จัดระเบียบโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างผลประโยชน์ร่วมกันในการแข่งขัน นำไปสู่ความสำเร็จกับผลประโยชน์มูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น”

การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสำคัญต่อบริษัทจดทะเบียน โดยจะแสดงให้เห็นถึงการมีระบบบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ซึ่งช่วยสร้างความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย จึงเชื่อว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท โดยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549 เป็นการนำข้อพึงปฏิบัติจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ที่ได้ประกาศใช้เมื่อเดือนมีนาคม 2545 มาปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมให้เทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปี 2004) และข้อเสนอแนะของธนาคารโลกจากการเข้าร่วมโครงการ Corporate Governance-Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC) โดยสาระสำคัญของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2549 มี 9 หมวดดังนี้ คือ

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น
2. ความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้น
3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย
4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส
5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ-โครงสร้างและคณะกรรมการชุดย่อย
6. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ-บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบ
7. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ-คำตอบแทน
8. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ-การประเมินตนเอง

9. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ-การพัฒนา กรรมการและผู้บริหาร

พัฒนาการในการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย

นับแต่วิกฤตการณ์ภาวะเศรษฐกิจปี 2540 ที่เกิดขึ้นในประเทศไทยซึ่งมีผลกระทบต่อเนื่องต่อความเสียหายในตลาดทุน ประเทศไทยได้เล็งเห็นถึงความจำเป็นเร่งด่วนในการฟื้นฟูตลาดทุนไทย จึงมีนโยบายให้จัดการประชุมเพื่อจัดทำแผนแม่บทในการพัฒนาตลาดทุนขึ้น ซึ่งการประชุมในครั้งนั้นผู้แทนจากภาคเอกชนและหน่วยงานของรัฐ ได้ให้ข้อคิดเห็นที่เป็นประโยชน์หลายประการ โดยมาตรการสำคัญที่ที่ประชุมให้ความสนใจเป็นพิเศษ คือ การสร้างบรรษัทภิบาลในตลาดทุน ทั้งในด้านบริษัทจดทะเบียนและสถาบันตัวกลาง และรวมไปถึงองค์กรกำกับดูแลด้วย ซึ่งจากผลการประชุมในครั้งนั้น รัฐบาลได้ประกาศอย่างเป็นทางการในปี 2545 เป็นปีเริ่มต้นแห่งการรณรงค์การมีบรรษัทภิบาลที่ดี

ต่อมาเพื่อให้การส่งเสริมบรรษัทภิบาลมีพัฒนาการที่เป็นรูปธรรมอย่างต่อเนื่อง เมื่อต้นปี 2545 รัฐบาลจึงได้จัดตั้งคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติขึ้น ซึ่งคณะกรรมการฯ มีนโยบายให้หน่วยงานต่าง ๆ ส่งเสริมการมีบรรษัทภิบาลที่ดี และจัดเรื่องนี้ให้เป็นวาระแห่งชาติ (National Agenda)

เมื่อต้นปี 2547 ประเทศไทยได้เข้าร่วมโครงการประเมินผลการปฏิบัติตามมาตรฐานสากลด้านบรรษัทภิบาลของธนาคารโลก โดยหวังประสงค์เพื่อให้ผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศเริ่มทราบถึงพัฒนาการในเรื่องบรรษัทภิบาลของตลาดทุนไทยอย่างถูกต้อง โดย ก.ล.ด. เป็นผู้ประสานงานระหว่างผู้แทนของธนาคารโลกกับหน่วยงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุน ซึ่งเกณฑ์ที่ธนาคารโลกใช้ในการประเมิน คือ หลักการที่กำหนดโดยองค์การความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Cooperation and

Development) หรือเรียกว่า OECD Principles โดยเกณฑ์ในการประเมินประกอบด้วย 6 หมวด ดังนี้

1. โครงสร้างพื้นฐานด้านบรรษัทภิบาล
2. สิทธิของผู้ถือหุ้น
3. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม
4. ผู้ที่มีส่วนได้เสียของบริษัท
5. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส
6. บทบาทและความรับผิดชอบของกรรมการบริษัท

ทั้งนี้ การประเมินโครงการดังกล่าวได้เสร็จสมบูรณ์เมื่อต้นเดือนกันยายน 2548 โดยภาพรวมผลการประเมินของประเทศไทย สอดคล้องมาตรฐานสากลและอยู่ในระดับน่าพอใจเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในภูมิภาคเอเชีย กล่าวคือ ผลประเมินส่วนใหญ่จัดอยู่ในกลุ่มที่สอดคล้องตามมาตรฐานสากลแล้วถึง 22 ข้อ จากจำนวนข้อที่ใช้ในการประเมินทั้งหมด 32 ข้อ โดยที่เหลืออีก 10 ข้อ จัดอยู่ในกลุ่มที่ควรปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมและที่สำคัญคือไม่มีข้อใดที่ต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐาน ผลของการประเมินดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงการยอมรับระดับบรรษัทภิบาลของตลาดทุนไทยที่ได้มาตรฐานสากล ดังนั้น จึงถือได้ว่า ปี 2548 เป็นปีแห่งความสำเร็จของการเริ่มต้นยกระดับบรรษัทภิบาลของตลาดทุนไทย

รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนประจำปี 2549

กรรมการบริษัทเป็นผู้ที่มีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งในการกำกับดูแลกิจการ เพื่อสร้างประโยชน์สูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น รวมทั้งดูแลผลประโยชน์ของผู้ที่มีส่วนได้เสียกับกิจการให้เป็นธรรมกับทุกฝ่าย ดังนั้น สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) จึงก่อตั้งขึ้นมาเพื่อสนับสนุนกรรมการบริษัทในการพัฒนาความรู้ ทักษะ ตลอดจนเพื่อเพิ่มมุมมองของกรรมการบริษัท ช่วยให้กรรมการสามารถทำหน้าที่ในการนำพองค์กรไปสู่ความเจริญอย่างยั่งยืน เป็นการสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ

รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies-CGR) เป็นรายงานที่นำเสนอผลจากโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยได้จัดทำขึ้นเป็นประจำทุกปี โดยโครงการนี้ได้ เริ่มขึ้นเป็นครั้งแรกในปี 2544 และมีการดำเนินการอย่างต่อเนื่องมาเป็นประจำทุกปี ยกเว้นในปี 2547 เพื่อทำการทบทวนและปรับปรุง

หลักเกณฑ์ และแนวทางในการประเมินให้มีความชัดเจน และสามารถประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทไทยได้อย่างเหมาะสมมากยิ่งขึ้น

รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ประจำปี 2549 นี้ เป็นการรายงานผลการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในปี 2548 โดยใช้ข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ อันเป็นข้อมูลของผู้ลงทุนและผู้ถือหุ้นโดยทั่วไปจะสามารถเข้าถึงได้ ทำให้เป็น

การประกาศผลสำรวจประจำปี 2549

- จัดกลุ่มบริษัทตามช่วงคะแนนที่ได้รับและให้ตราสัญลักษณ์ ▲ ต่ำ ช่วงคะแนน
- ประกาศรายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้ ▲ ▲ ▲ ขึ้นไป
- การจัดกลุ่ม

คะแนน

90 ขึ้นไป

80-89

70-79

60-69

50-59

ต่ำกว่า 50-59

ตราสัญลักษณ์



ความหมาย

ดีเลิศ

ดีมาก

ดี

ดีพอใช้

ผ่าน

ไม่มี

ผลการจัดกลุ่มในปี 2549

สัญลักษณ์	จำนวนบริษัท	%
▲▲▲▲▲	9	2%
▲▲▲▲	62	16%
▲▲▲	145	36%
▲▲	133	33%
▲	48	12%
ไม่มี	5	1%
รวม	402	100%

รายงานที่สะท้อนถึงมุมมองที่ผู้ลงทุนและบุคคลโดยทั่วไปจะมีต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน ดังนั้นข้อมูลที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนจึงเป็นประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการปรับปรุงมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการและการเปิดเผยข้อมูลในเรื่องนี้เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้เกิดขึ้นต่อกิจการของตนเอง

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ บริษัทจะต้องคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders) ตามหลักการของการกำกับดูแลที่ดี (Good Governance) ซึ่งถ้าบริษัทสามารถจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีแล้วก็จะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานเช่นกัน โดย Brown และ Caylor (2004) ได้พัฒนาการจัดอันดับคะแนนของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในสหรัฐอเมริกาจำนวน 2,327 บริษัท โดยผูกกับผลการดำเนินงาน 3 ด้านของปี 2545 ซึ่งก็คือ 1) operating performance โดยใช้ตัววัด return on equity, profit margin และ sales growth 2) firm value โดยใช้ Tobin's Q เป็นตัววัด และ 3) shareholder payout โดยใช้ dividend yield และ stock repurchases เป็นตัววัด ซึ่งจากการวิจัยพบว่า (ยกเว้น sales growth) บริษัทที่จัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีแนวโน้มที่จะมีผลการดำเนินงานทั้ง 3 ด้านดีตามไปด้วย นอกจากนี้ Gompers และคณะ (2003) ได้ทำการวิจัยเกี่ยวกับความมีคุณภาพของสิทธิของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาจำนวน 1,500 บริษัท โดยใช้ข้อมูลในปี 2533 ซึ่งจากงานวิจัยพบว่ากิจการที่มีคุณภาพในเรื่องของสิทธิของผู้ถือหุ้น หรือกิจการที่จัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีสหสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนที่จะได้รับการถือหุ้น โดยใช้ Tobin's Q เป็นตัววัดในแง่ของ firm value และใช้ net profit margin เป็นตัววัดในเรื่องของ operating performance

ในส่วนของภาคพื้นเอเชียก็มีงานวิจัยของ Gompers และ Love (2004) ที่ได้ใช้การจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการที่จัดทำโดย Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) มาหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน การวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับบริษัททั้งสิ้น 374 บริษัทใน 14 ประเทศ คือ บราซิล, ชิลี, ฮังการี, อินเดีย, อินโดนีเซีย, เกาหลี, มาเลเซีย, ปากีสถาน, ฟิลิปปินส์, สิงคโปร์, แอฟริกาใต้, ไต้หวัน, ตุรกี และประเทศไทย ซึ่งก็ได้พบในสิ่งเดียวกันคือการจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่สูงกว่ามูลค่าจาก return on assets และก็ยังส่งผลให้มูลค่าของกิจการสูงตามไปด้วยโดยวัดค่าจาก Tobin's Q นอกจากนี้ความสัมพันธ์ในเชิงบวกดังกล่าวก็ยังพบเพิ่มขึ้นในประเทศที่กระบวนการทางกฎหมายลดความเข้มแข็ง และจากงานวิจัยของ Nam และ Nam (2004) ก็ให้ผลเช่นเดียวกัน จากข้อมูลการสำรวจในเรื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ได้รับจากความร่วมมือขององค์กรในแต่ละประเทศในปี 2546 (Forum for Corporate Governance in Indonesia, KDI School of Public Policy and Management (Korea), Thai Institute of Directors Association และ the Malaysian Institute of Corporate Governance) ส่งผลให้เห็นว่า (ยกเว้นเกาหลี) ค่า Tobin's Q ที่คำนวณได้จะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ นั่นคือระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงาน

อย่างไรก็ตาม ยังมีบางงานวิจัยที่พบว่าตัวแปรทั้งสองไม่มีความสัมพันธ์กัน Bhagat และ Black (2002) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการ กับผลการดำเนินงานของบริษัทมหาชนในประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 934 บริษัท ระหว่างปี 2531-2536 พบว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งวัดค่าโดย return on assets, ratio of sales to assets, และ Tobin's Q มี

ความสัมพันธ์กันในเชิงลบ ซึ่งหมายความว่ากิจการที่มีความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่มากกว่าไม่ได้ทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการสูงกว่ากิจการอื่น เช่นเดียวกับผลงานวิจัยของ Bauer และคณะ (2003) ซึ่งได้ใช้ Deminor Corporate Governance Ratings เป็นตัววัดในเรื่องของการกำกับดูแลกิจการของประเทศในทวีปยุโรป (FTSE Eurotop 300) โดยระยะเวลาที่ใช้ในการทำวิจัยเป็นช่วงปี 2543 ถึง 2544 ซึ่งจากผลการวิจัยพบว่าการกำกับดูแลกิจการมีสหสัมพันธ์เชิงบวกกับ common stock return อย่างไม่มีนัยสำคัญ ส่วนในด้านของ firm value ที่วัดค่าโดย Tobin's Q พบว่าการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในประเทศอังกฤษมีสหสัมพันธ์ค่อนข้างน้อยกับ firm value ในขณะที่สหสัมพันธ์อย่างมากสำหรับบริษัทในกลุ่ม European Monetary Union (EMU) และเมื่อได้ทำการจัดความแตกต่างของประเทศออกไป พบว่าความสัมพันธ์นี้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับการวัดผลในเรื่องของ firm performance ที่ใช้ return on equity และ net profit margin เป็นตัววัดผล พบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการกำกับดูแลกิจการ

จากงานวิจัยดังกล่าวข้างต้นจึงมีความน่าสนใจที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลของการจัดอันดับที่รับจากการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ประกาศผลในปี 2549 (โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย) และ ผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin's Q ว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยและการเก็บข้อมูล

งานวิจัยนี้ใช้วิธีการศึกษาวิจัยโดยการประมวลผลข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในอดีต (Empirical Archival Research) โดยกลุ่มประชากรของงานวิจัยนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากทางสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ซึ่งประกาศผลในปี 2549 โดยจะคะแนนอยู่ในระดับ “ดี” 145 บริษัท “ดีมาก”

62 บริษัท และ “ดีเลิศ” 9 บริษัท รวมเป็นจำนวนทั้งสิ้น 216 บริษัท

เนื่องจากผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ได้ประกาศในปี 2549 โดยเป็นการรายงานผลการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในปี 2548 ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้เก็บรวบรวมข้อมูลงบการเงินในปี 2548 ของกลุ่มประชากรรวมทั้งสิ้น 216 บริษัท ซึ่งได้เปิดเผยอยู่ในเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 6 (www.setc.or.th) มาเป็นฐานข้อมูลในการทำวิจัยด้วยเช่นกัน ข้อมูลของราคาหลักทรัพย์ที่นำมาใช้คำนวณนั้น จะเป็นราคาซื้อเฉลี่ยของราคาหลักทรัพย์ในปี 2549 เนื่องจากผู้วิจัยต้องการที่จะนำผลของราคาหุ้นที่เกิดขึ้นหลังจากที่ได้มีการประกาศผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการแล้วมาสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่เกิดขึ้นหลังจากที่ได้มีการประเมินดังกล่าว ทั้งนี้ ราคาหลักทรัพย์สามารถสืบค้นได้จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือผ่านทาง www.setsmart.com

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

งานวิจัยนี้มุ่งเน้นที่จะศึกษาเรื่องของการประเมินมูลค่าของกิจการ โดยผู้จัดทำได้นำ Tobin's Q มาเป็นเครื่องมือในการหาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนที่ได้รับจากการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) กับมูลค่าของกิจการ

Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาสถิติศาสตร์ในปี ค.ศ. 1981 Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด นักวิจัยส่วนใหญ่นิยมใช้ Tobin's Q ในการประเมินมูลค่าขององค์กร โดยตัวเลขจะอยู่ในรูปของอัตราส่วน ซึ่งคำนวณจากการหารราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ขององค์กรด้วยราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น ซึ่งราคาตลาดของสินทรัพย์จะ

วัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นและหนี้สิน โดยองค์กรที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จะจัดเป็นองค์กรที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพราะแสดงว่าองค์กรมีจุดแข็งหรือข้อได้เปรียบบางประการในการบริหารงานที่ทำให้องค์กรได้รับผลตอบแทนของเงินลงทุนในอัตราที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุน ซึ่งข้อได้เปรียบนี้ส่งผลให้มูลค่าทางการตลาดขององค์กรมีค่ามากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไปเพื่อก่อให้เกิดมูลค่านั้น

ในทางตรงข้าม องค์กรที่มีค่า Tobin's Q น้อยกว่า 1 จะจัดเป็นองค์กรที่ไม่สามารถใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์อย่างเต็มที่ ดังนั้น มูลค่าของกิจการต่อผู้ถือหุ้นจึงมีค่าน้อยกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไปในการลงทุน ดังนั้น จะเห็นได้ว่าค่า Tobin's Q นั้นสามารถสะท้อนให้เห็นถึงคุณภาพของการตัดสินใจในการลงทุนที่ผ่านมาของผู้บริหารว่าสามารถตัดสินใจลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนคุ้มค่าหรือไม่เพียงไร ซึ่งน่าจะสะท้อนถึงโอกาสในการเจริญเติบโตขององค์กรในอนาคตด้วย

ที่ผ่านมาแนวทางในการคำนวณ Tobin's Q สำหรับใช้ในงานวิจัยนั้นมีอยู่หลายแนวทาง โดยหนึ่งในนั้นคือแนวทางของ Lindenberg และ Ross (1981) ซึ่งได้รับการยอมรับว่ามีความถูกต้องตามหลักทฤษฎี กล่าวคือ Lindenberg และ Ross ได้จัดประเภทสินทรัพย์ขององค์กรออกเป็น 3 กลุ่ม คือ หุ่นสามัญ หุ่นบริมสิทธิ และหนี้สิน ราคาของหุ้นสามัญในปัจจุบันจะนำมาคำนวณมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบริมสิทธิคำนวณจากราคาหุ้นปันผลหุ้นบริมสิทธิด้วยดัชนีผลตอบแทนของหุ้นบริมสิทธิที่จัดทำโดย Standard & Poor ส่วนหนี้สินจะแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือกลุ่มที่ครบกำหนดภายในปีถัดจากปีที่คำนวณจะมีราคาตลาดเท่ากับมูลค่าตามบัญชี ราคาตลาดของหนี้สินกลุ่มที่เหลือจะใช้มูลค่าปัจจุบัน (ซึ่งจะขึ้นอยู่กับอายุหนี้สิน อัตราดอกเบี้ย และอัตราผลตอบแทนเมื่อครบกำหนด) ซึ่งรวมมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ หุ้นบริมสิทธิ และหนี้สิน จะเท่ากับมูลค่าทางการตลาดขององค์กร

ส่วนการคำนวณราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์นั้น Lindenberg และ Ross แบ่งสินทรัพย์ขององค์กรออกเป็น 3 กลุ่ม คือ อาคารและอุปกรณ์ สินค้าคงเหลือ และสินทรัพย์อื่น โดยตั้งสมมติฐานว่าสินทรัพย์อื่นมีมูลค่าเปลี่ยนแปลงเท่ากับมูลค่าตามบัญชี ส่วนราคาเปลี่ยนแปลงของอาคารและอุปกรณ์สุทธิจะเปลี่ยนแปลงไปตามกาลเวลาขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงในราคา การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยี อัตราค่าเสื่อมราคาทางเศรษฐศาสตร์ และการลงทุนใหม่ สำหรับสินค้าคงเหลือจะต้องปรับค่าในแต่ละปีด้วยดัชนีราคาที่เหมาะสม ในกรณีที่องค์กรใช้วิธีการคำนวณต้นทุนสินค้าคงเหลือวิธี LIFO (Last-in, First-out) แต่ถ้าวัดต้นทุนด้วยวิธี FIFO (First-in, First-out) ราคาเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือจะเท่ากับมูลค่าตามบัญชี และสำหรับยอดสินค้าคงเหลือจำนวนตามวิธีต้นทุนถัวเฉลี่ยนั้นจะถูกปรับปรุงด้วยการเปลี่ยนแปลงในระดับราคาของปีนั้น แต่ปัญหาที่เกิดขึ้นในการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross ก็คือ ต้องใช้เวลาและการลงทุนที่ค่อนข้างสูง เนื่องจากต้องมีการเก็บและประมาณข้อมูลเป็นจำนวนมากด้วยวิธีการคำนวณที่ซับซ้อน

จากข้อจำกัดการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross ดังกล่าว Chung และ Pruitt (1994) จึงได้ปรับปรุงวิธีการคำนวณให้ง่ายขึ้น โดยคำนวณมูลค่าทางการตลาดขององค์กรจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญกับจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบริมสิทธิ (มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบริมสิทธิ) และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว) และใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ ทั้งนี้ Chung และ Pruitt ได้วิจัยเพื่อทดสอบว่าค่า Tobin's Q ที่คำนวณได้จะมีค่าใกล้เคียงกับค่า Tobin's Q ที่คำนวณตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross หรือไม่ ซึ่งผลจากการวิจัยเปิดเผยว่าทั้งสองค่ามีความใกล้เคียง

เคียงกันมาก (มีความคล้ายคลึงกันอย่างน้อย 96%) ดังนั้น การคำนวณค่า Tobin's Q ที่นำมาใช้ในงานวิจัยนี้ จึงนำแนวคิดของ Chung และ Pruitt มาประยุกต์ใช้ ดังสมการด้านล่างนี้

$$\text{Approximate } q = (MVE + PS + DEBT) / TA$$

MVE = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญกับจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น)

PS = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ)

DEBT = มูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว)

TA = มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์

วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

ภายหลังจากการเก็บรวบรวมข้อมูลและนำมาคำนวณหาค่า Tobin's Q เรียบร้อยแล้ว ผู้วิจัยก็จะนำข้อมูลเหล่านั้นมาคำนวณหาค่าเฉลี่ยของ Tobin's Q ในแต่ละกลุ่มคะแนนการกำกับดูแลกิจการเพื่อให้ทราบว่ามีบริษัทที่ถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการแต่ละกลุ่มจะมีค่าความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q อย่างไร โดยที่มีกลุ่มที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรอิสระ และค่า Tobin's Q เป็นตัวแปรตาม

ในขั้นตอนถัดไป ผู้วิจัยได้ทดสอบความเป็นเอกพันธ์ของความแปรปรวนว่าแตกต่างกันหรือไม่ เพื่อให้เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์ความแปรปรวนว่าค่าความแปรปรวนจะไม่แตกต่างกันจึงจะสามารถวิเคราะห์ความแปรปรวนแบบทางเดียว (One-way ANOVA) ที่ใช้ก็เพื่อให้ทราบว่ากลุ่มที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q หรือไม่ โดยมีสมมติฐานของงานวิจัยดังนี้

$$H_0 : CG5 = CG4 = CG3$$

H_1 : มี CG อย่างน้อย 1 คู่ที่แตกต่างกัน

โดยที่ค่าตัวแปรข้างต้นมีความหมายดังนี้ คือ

CG5 = บริษัทที่ได้รับผลการประเมินอยู่ในช่วงคะแนน 90 ขึ้นไป (ดีเลิศ)

CG4 = บริษัทที่ได้รับผลการประเมินอยู่ในช่วงคะแนน 80-89 (ดีมาก)

CG3 = บริษัทที่ได้รับผลการประเมินอยู่ในช่วงคะแนน 70-79 (ดี)

ผลการวิจัย

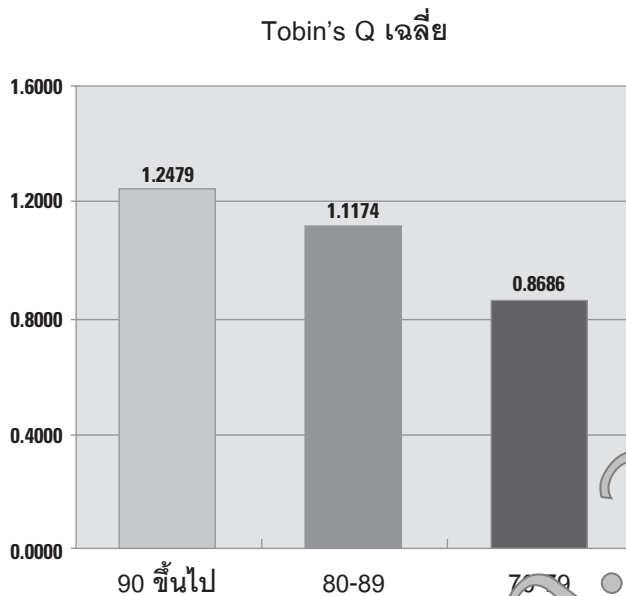
หลังจากที่ได้รับรวบรวมข้อมูลประชากรทั้งหมดจำนวน 216 บริษัทและคำนวณหาค่า Tobin's Q พบว่ามีจำนวนประชากร 46 บริษัทที่จะต้องถูกตัดออกจากการวิจัยเนื่องจากข้อมูลไม่สมบูรณ์ในตัวข้อมูลของประชากรเหล่านั้น ดังนั้น จำนวนข้อมูลประชากรที่ถูกใช้ในงานวิจัยจึงเหลือเท่ากับ 170 บริษัท (90 คะแนนขึ้นไป หรือ CG กลุ่ม 5 มีจำนวน 5 บริษัท, 80-89 คะแนน หรือ CGกลุ่ม 4 มีจำนวน 46 บริษัท, 70-79 คะแนน หรือ CGกลุ่ม 3 มีจำนวน 119 บริษัท)

ผลจากงานวิจัยดังที่ได้แสดงไว้ในตารางที่ 1 และแผนภาพที่ 1 เป็นการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่มที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (ตัวแปรอิสระ) กับ ค่าเฉลี่ยของ Tobin's Q (ตัวแปรตาม) ซึ่งจะเห็นได้ว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับผลการประเมินให้มีช่วงคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับ 90 คะแนน ขึ้นไป (ดีเลิศ) มีค่า Tobin's เฉลี่ยเท่ากับ 1.2479 ในขณะที่กลุ่มบริษัทที่ได้รับผลการประเมินให้มีช่วงคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับ 80-89 คะแนน (ดีมาก) มีค่า Tobin's เฉลี่ยเท่ากับ 1.1174 และกลุ่มบริษัทที่ได้รับผลการประเมินให้มีช่วงคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับ 70-79 คะแนน (ดี) มีค่า Tobin's เฉลี่ยอยู่ที่ 0.8686 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผลที่ได้รับจากการประเมินการกำกับดูแลกิจการจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก แต่เมื่อทำการประมวลผลทางสถิติกลับพบว่าผลที่ได้แตกต่างกัน ซึ่งจะกล่าวไว้ในส่วนถัดไป

ตารางที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการและ Tobin's Q

คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	ความหมาย	จำนวนบริษัท	Tobin's Q เฉลี่ย
90 ขึ้นไป	ดีเลิศ	5*	1.2479
80-89	ดีมาก	46*	1.1174
70-79	ดี	119*	0.8686

* ไม่รวมถึงบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน 43 บริษัท เนื่องจากมีข้อจำกัดในการจัดประเภทรายการในงบดุลของธนาคารพาณิชย์
Tobin's Q และอีก 3 บริษัท ที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน



แผนภาพที่ 1 กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการและ Tobin's Q

หลังจากนั้นผู้วิจัยได้ทำการทดสอบความเป็นเอกพันธ์ของความแปรปรวนของข้อมูล เพื่อให้เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์ความแปรปรวน (ก่อให้เกิดความมั่นใจว่าค่าความแปรปรวนของข้อมูลจะไม่แตกต่างกันจึงจะสามารถทำการวิเคราะห์ในขั้นตอนถัดไปได้) ซึ่งผลการทดสอบความเป็นเอกพันธ์ด้วยสูตรของ Levene พบว่าความเป็นเอกพันธ์ของความแปรปรวนนั้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ Sig. = .771 นั่นคือ ความแปรปรวนของทั้ง 3 กลุ่ม มีความเป็นเอกพันธ์กันหรือสรุปได้ว่าไม่แตกต่างกัน ดังแสดงไว้ในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลจากการทดสอบความเป็นเอกพันธ์ของความแปรปรวนของข้อมูล

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
.261	2	167	.771

เมื่อผลของความเป็นเอกพันธ์ของความแปรปรวนไม่แตกต่างกัน ผู้วิจัยจึงวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-way ANOVA) เพื่อใช้วิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ย Tobin's Q ของ CG กลุ่ม 3, CG กลุ่ม 4 และ CG กลุ่ม 5 โดยให้ความเชื่อมั่นอยู่ที่ระดับ 95% ผลปรากฏว่าค่า F-test ที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 2.303 มีนัยสำคัญทางสถิติที่ .103 ซึ่งมากกว่า .05 ดังแสดงไว้ในตารางที่ 3 แสดงว่าทั้ง 3 กลุ่มมีค่าเฉลี่ยไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

ตารางที่ 3 ผลจากการวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของทั้ง 3 กลุ่ม

N	F	Sig.
169	2.303	.103

ถึงแม้ว่าค่าเฉลี่ยจะไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ดังที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นแต่จากการวิเคราะห์ผลที่ได้จากการเปรียบเทียบพหุคูณตามวิธี Scheffe พบว่าค่า Tobin's Q ของกลุ่มที่ได้รับการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการและถูกจัดอันดับให้อยู่ใน

ตารางที่ 4 ผลของการเปรียบเทียบพหุคูณตามวิธี Scheffe's test

(I) CG	(J) CG	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.
CG3	CG3	-.2489	.12844	.156
	CG4			
	CG5	-.3793	.33773	.533
CG4	CG4	.2489	.12844	.156
	CG3			
	CG5	-.1305	.34831	.932
CG5	CG5	.3793	.33773	.533
	CG3			
	CG4	.1305	.34831	.932

กลุ่มที่สูงกว่ามีแนวโน้มที่จะมีค่า Tobin's Q ที่สูงกว่ากลุ่มที่ได้รับการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการและถูกจัดอันดับให้อยู่ในกลุ่มที่ต่ำกว่า ดังที่แสดงผลการวิเคราะห์ที่ได้จากการเปรียบเทียบพหุคูณตามวิธี Scheffe ไว้ในตารางที่ 4 ค่า Tobin's Q ของ CG5 เมื่อเปรียบเทียบกับ CG4 มีแนวโน้มที่จะสูงกว่าเท่ากับ .1305 และ CG5 ก็มีแนวโน้มที่จะสูงกว่า CG3 เท่ากับ .3793 ด้วยเช่นกัน เช่นเดียวกับ CG4 เมื่อเปรียบเทียบกับ CG3 ก็มีแนวโน้มของค่า Tobin's Q ที่จะสูงกว่าเท่ากับ .2489 แต่ผลจากการทดสอบทางสถิติพบว่าค่า Tobin's Q ของทั้ง 3 กลุ่มไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ (ค่า Sig. ของ CG5 และ CG4 เท่ากับ .932, ค่า Sig. ของ CG5 และ CG3 เท่ากับ .533, ค่า Sig. ของ CG5 และ CG4 เท่ากับ .156 ซึ่งค่า Sig. ทุกตัวต่างก็มีค่ามากกว่า .05 ทั้งสิ้น) ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงยอมรับ H_0 และปฏิเสธ H_1

สิ่งที่ทำให้ค่า Tobin's Q ของทั้ง 3 กลุ่มไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญอาจเนื่องมาจากสาเหตุและปัจจัยดังต่อไปนี้

- เนื่องจากกรรมการกำกับดูแลกิจการของทั้ง 3 กลุ่มได้รับการจัดอันดับให้อยู่ในระดับดีขึ้นไป ทำให้ผู้ลงทุนหรือผู้บริโภครู้สึกว่าการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในทั้ง 3 กลุ่มมีประสิทธิภาพอยู่แล้วจึงส่ง

ผลกระทบต่อค่า Tobin's Q ที่คำนวณได้อย่างไม่แตกต่างกัน

- ความผันผวนในราคาของหลักทรัพย์ อันเนื่องมาจากความต้องการเก็งกำไรของเหล่าบรรดานักลงทุน ทำให้ราคาหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ในการคำนวณค่า Tobin's Q ไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง แต่กลับเป็นราคาที่ผันผวนไปมาจากกระแสข่าวต่างๆ
- ในช่วงปี 2549 ประเทศไทยประสบกับปัญหาความไม่มีเสถียรภาพทางการเมือง ส่งผลให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในการลงทุน ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวอยู่ในทิศทางขาลง ซึ่งอาจไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการหลายๆ กิจการ
- ผลกระทบที่ได้รับมาจากนโยบายการกำกับดูแลของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เช่นนโยบายที่ประกาศโดยธนาคารแห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 18 ธันวาคม 2549 เกี่ยวกับการกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการกันเงินตราต่างประเทศที่นิติบุคคลรับอนุญาตรับซื้อหรือแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาท ในลักษณะเงินสำรองและการคืนเงินสำรองให้ผู้ที่ถูกกันเงินดังกล่าว เพื่อดูแลเงินนำชำระระยะ

สิ้นจากต่างประเทศ ไม่ให้กระทบต่อเสถียรภาพเงินบาท และป้องกันการเก็งกำไรค่าเงินบาท ซึ่งมีผลกระทบอย่างรุนแรงต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันในช่วงนั้น

- ความแตกต่างในเรื่องการจัดโครงสร้างเงินทุนของแต่ละอุตสาหกรรม ในบางอุตสาหกรรมอาจมีความจำเป็นที่จะต้องดำรงสินทรัพย์หมุนเวียนในสัดส่วนที่สูง ซึ่งในการคำนวณค่า Tobin's Q นั้นสินทรัพย์หมุนเวียนจะถูกนำมาหักออกจากหนี้สินรวมจึงมีผลทำให้หนี้สินสุทธิต่ำลง ผลที่ตามมาคือค่า Tobin's Q ก็ต่ำตามไปด้วย
- ผลจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ผันผวนก็เป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าสินทรัพย์และหนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศที่บริษัทเหล่านั้นมีอยู่ในงบการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อค่า Tobin's Q

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

ผลจากงานวิจัยในช่วงต้นพบว่าผลที่ได้รับจากการประเมินการกำกับดูแลกิจการจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับค่า Tobin's Q แต่เมื่อนำค่าทางสถิติเข้ามาทดสอบโดยการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-way ANOVA) เพื่อวิเคราะห์หาความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยกลับพบว่าค่า Tobin's Q ของทั้ง 3 กลุ่มแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งนั้นก็หมายความว่างานวิจัยนี้ไม่สามารถตอบได้ว่ากรณีที่บริษัทจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจนได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ที่มีช่วงคะแนนที่แตกต่างกันไปจะมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงยอมรับ H_0 และปฏิเสธ H_1 แต่การวิเคราะห์ที่ได้จากการเปรียบเทียบพหุคูณตามวิธี Scheffe สรุปได้เพียงแต่ว่าค่า Tobin's Q ของกลุ่มที่ได้รับการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการและถูกจัดอันดับให้อยู่ในกลุ่มที่สูงกว่ามีแนวโน้มที่จะมีค่า

Tobin's Q สูงกว่ากลุ่มที่ได้รับการประเมินผลต่ำกว่ากับดูแลกิจการและถูกจัดอันดับให้อยู่ในกลุ่มที่ต่ำกว่า

งานวิจัยมีข้อจำกัดเกี่ยวกับจำนวนประชากรที่นำมาวิจัย ซึ่งเป็นข้อมูลของบริษัทที่ยังไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนเท่านั้น ซึ่งจากข้อเท็จจริงแล้วอาจมีบางบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการให้อยู่ในระดับ “ดีเลิศ” “ดีมาก” และ “ดี” แต่ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะชนทำให้มีข้อจำกัดในการเข้าถึงข้อมูล ผู้วิจัยจึงมีได้นำข้อมูลของบริษัทเหล่านั้นมาประมวลอยู่ด้วย ซึ่งถ้าได้นำข้อมูลเหล่านั้นมารวมคำนวณอาจให้ค่าที่ถูกต้องมากยิ่งขึ้น

งานวิจัยต่อเนื่องที่ผู้สนใจสามารถที่จะนำไปปรับปรุงหรือเพิ่มเติมได้แก่

- การขยายผลของงานวิจัยไปถึงยังกลุ่มที่มีคะแนนต่ำกว่า 70 คะแนนลงมา เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนที่ได้รับจากการประเมินการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q ได้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น
- งานวิจัยนี้มุ่งเน้นที่จะหาความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มคะแนนที่ได้รับจากการประเมินการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q เนื่องจากค่า Tobin's Q จะสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของกิจการ มูลค่าของกิจการที่คำนวณได้อาจมีน้อยแอบแฝงอยู่ ซึ่งก็คือค่า Tobin's Q ที่คำนวณได้ไม่ได้บ่งบอกว่ากิจการมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมหรือไม่ การที่กิจการมีค่า Tobin's Q ดี แต่กิจการอาจมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนในสัดส่วนที่ไม่เหมาะสมได้ ซึ่งนั่นหมายความว่า โครงสร้างเงินทุนของกิจการอาจมีสัดส่วนหนี้สินมากเกินไป ดังนั้น ผู้ที่สนใจอาจขยายงานวิจัยนี้โดยการเพิ่มการวิเคราะห์ในด้านโครงสร้างเงินทุนเปรียบเทียบเพิ่มเติมเข้าไปด้วย

บรรณานุกรม

- มนวิภา ผดุงสิทธิ์. (2548). “การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q”. วารสารบริหารธุรกิจ ปีที่ 28 ฉบับที่ 106.
- เสาวนีย์ สีชมวัฒน์. (2549). “การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยการลงทุนหรือไม่”. วารสารวิชาชีพบัญชี ปีที่ 2 ฉบับที่ 4.
- สุวรรณ หวังเจริญเดช. (2548). “The Sarbanes-Oxley Act: กฎหมายทางบัญชี”. จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์ ปีที่ 27 ฉบับที่ 105.
- อมรศักดิ์ พงศ์พศุทธิ์ และคณะ. (2550). “ธรรมาภิบาล: กลยุทธ์พิชิตธุรกิจอย่างยั่งยืน”. เอกสารประกอบงานสัมมนาเศรษฐกิจ การค้า การลงทุน และภาษี, 12 มีนาคม 2550, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- กระทรวงพาณิชย์ (2548). “Corporate Governance: Prevention Measures after Enron”. ข่าววิชาชีพบัญชี ปีที่ 28 ฉบับที่ 3.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. “หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2549”. <http://www.set.or.th>
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. “รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ประจำปี 2549” <<http://www.thai-iod.com>>
- สำนักงานคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. “บรรษัทภิบาล” <<http://www.sec.or.th>>
- Bauer, R., Guenster, N. and Otten, R., (2003). “Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance”. ERM 2004 Basel Meetings Paper. Available from: <http://www.ssrn.com>
- Bhagat, S. and Black, B., (2002). “The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance”, *Journal of Corporation Law*, Vol. 7, 231-273.
- Brown, L.D. and Caylor, M.L., (2004). “Corporate Governance and Firm performance”, *Working paper*, Georgia State University. Available from: <http://www.ssrn.com>.
- Connelly, J.T. and Limphaphan, P., (2004). “Corporate governance in Thailand”, *Paper presented at Review of corporate governance in Asia seminar, 10 Nov 2003, Tokyo, Japan*. Available from <http://www.adbi.org>.
- Chung, K.H. and Pruitt, S.W., (1994). “A simple Approximation of Tobin's Q”, *Financial Management*, Vol.23, No.3, 70-74
- Gompers, P.A., Ishii, J.L. and Metrick, A., (2003). “Corporate Governance and Equity prices”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118, No.1, 107-155.
- Klapper, L.F., and Love, I., (2004). “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”, *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 2818
- Nam, S. and Nam, I.C., (2004). “Corporate Governance in Asia: Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Thailand, and Malaysia”, *Paper presented at Review of corporate governance in Asia seminar, 10 Nov 2003, Tokyo, Japan*. Available from <http://www.adbi.org>.