

ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้น กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร*

บทนำ

ปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจของประเทศไทยที่เกิดขึ้นในช่วง พ.ศ. 2540 ทำให้กิจการจำนวนมากประสบปัญหาการดำเนินงาน สาเหตุหนึ่งเกิดขึ้นจากการบริหารงานที่ขาดการควบคุมภายในที่ดี ข้อมูลภายในขาดความน่าเชื่อถือและความโปร่งใส การเปิดเผยข้อมูลไม่เพียงพอ ซึ่งส่งผลให้การบริหารงานไม่มีประสิทธิภาพ ทำให้ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นของกิจการไม่สามารถที่จะประเมินความเสี่ยงได้อย่างถูกต้อง ปัญหาที่เกิดขึ้นเหล่านี้แสดงให้เห็นถึงการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ซึ่งประกอบด้วยเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวดได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ การที่กิจการจะสามารถทำให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้นั้น สิ่งเริ่มต้นสำคัญที่สุดนั้นเกิดจากคณะกรรมการบริษัท ซึ่งถือเป็นตัวแทน (Agent) ของผู้ถือหุ้นในการควบคุมดูแลฝ่ายบริหาร รวมทั้งมีบทบาทสำคัญในการตรวจสอบและถ่วงดุลใน

* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำ ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การบริหารงานของกิจการ และปัจจัยภายในอีกประการหนึ่งที่มีผลกระทบต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี คือ โครงสร้างการถือหุ้น ซึ่งเกี่ยวข้องกับเรื่องการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้น จากการที่บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนใหญ่มีลักษณะการถือหุ้นแบบกระจุกตัวในกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ อาจเป็นการเอื้อประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถดำเนินการในลักษณะที่เอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อยรายอื่นได้

นอกจากความสำคัญของการมีโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีในกิจการดังกล่าวแล้ว สิ่งที่กิจการทุกกิจการนั้นมุ่งหวังเป็นสำคัญนั้นก็คือ ผลตอบแทนการการลงทุนที่อยู่ในรูปของผลกำไร การที่กิจการส่วนใหญ่ใช้ผลกำไรเป็นตัววัดประสิทธิภาพและให้ผลตอบแทนกับฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ดี การวัดผลการดำเนินงานที่อาศัยข้อมูลจากงบการเงินในอดีตเพียงอย่างเดียวถือว่ายังไม่เพียงพอ เนื่องจากหลักการบัญชีอาจมีช่องโหว่ที่ทำให้การตกแต่งตัวเลขในงบการเงิน ดังนั้น หลักแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ในเรื่อง มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) จึงเกิดขึ้นมา ซึ่งจะเห็นว่าการสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาวซึ่งเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มจากการลงทุนทั้งหมด

สมมติฐานของการวิจัย

จากที่มาข้างต้น และแนวคิดที่ว่าหากบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการผลในที่สุดแล้วจะช่วยให้เกิดการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ ทำให้ผู้วิจัยสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ของกลไกการกำกับดูแลกิจการกับมุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งวัดโดยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยสมมติฐานของงานวิจัยมีดังนี้

H1 สัดส่วนของกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารต่อกรรมการทั้งหมดมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

H2 ความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

H3 จำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

H4 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

H5 สัดส่วนการถือหุ้นของฝ่ายบริหารและคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ครอบคลุมข้อมูลงบกำไรขาดทุนจากงบการเงินและข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET50) ระหว่างปี พ.ศ. 2549-2549 รวมระยะเวลา 3 ปี

แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) มองว่าการที่เจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียวได้จึงทำให้ต้องมีบุคคลที่เข้ามาช่วยในการบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ ทฤษฎีนี้ได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนว่าเกิดขึ้นระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยฝ่ายที่มอบอำนาจ คือ ตัวการ (Principle) ในขณะที่อีกฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงาน คือ ตัวแทน (Agent) ตรายใดที่ผู้บริหาร ซึ่งเป็นตัวแทนตัดสินใจลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดจากเงินลงทุนในวิธีที่สอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นตัวการแล้ว ความสัมพันธ์ของการเป็นตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารยังคงมีประสิทธิผลที่ดี แต่ถ้าหากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารไม่สอดคล้องกัน ก็จะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทนขึ้น (Agency Problem)

ลักษณะความสัมพันธ์ในทางธุรกิจมักเป็นความสัมพันธ์กันระหว่างตัวการ กับตัวแทน กล่าวคือ ตัวการได้ว่าจ้างตัวแทนโดยจ่ายค่าตอบแทนให้ตัวแทนเข้ามาดำเนินงานให้ตน และตัวแทนจะรายงานผลการดำเนินงานฐานะการเงินของกิจการที่ตนรับผิดชอบ พร้อมทั้งส่งมอบผลประโยชน์ให้ตัวการ

การแยกการเป็นเจ้าของจากการบริหารก่อให้เกิดความเกี่ยวพันตามกฎหมายว่าด้วยตัวแทน โดยความเกี่ยวพันระหว่างกรรมการ ฝ่ายบริหาร และผู้ถือหุ้นเป็นความรับผิดชอบอันเกิดจากความเชื่อใจและไว้วางใจต่อกัน โดยที่กรรมการมีความรับผิดชอบตามหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้น และฝ่ายบริหารมีความรับผิดชอบตามหน้าที่ต่อคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น ซึ่งการแยกดังกล่าวนี้อาจนำไปสู่ปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ทำให้ต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

กลไกการกำกับดูแลกิจการ

คณะกรรมการบริษัท มีบทบาทสำคัญยิ่งในการควบคุมดูแลการดำเนินงานของผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการให้บรรลุตามเป้าหมายของบริษัท และรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น ดังนั้น คณะกรรมการจึงเป็นบุคคลสำคัญ ซึ่งเป็นกลไกที่มีส่วนช่วยในการผลักดันให้เกิดการปฏิบัติที่โปร่งใสตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องบทบาทหน้าที่และโครงสร้างของคณะกรรมการ ซึ่งคณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีความรู้ ความสามารถ และประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจอย่างเพียงพอ รวมทั้งมีองค์ประกอบของคณะกรรมการที่สามารถสร้างกลไกการถ่วงถ่วง หนักได้อย่างเหมาะสม คณะกรรมการมีหน้าที่ในการกำหนดนโยบายและกำกับควบคุมดูแล ให้ข้อชี้แนะในการประกอบธุรกิจแก่ฝ่ายจัดการ รวมทั้งตรวจสอบการทำงานของฝ่ายจัดการให้เป็นไปตามนโยบายที่กำหนดไว้ ซึ่งคณะกรรมการควรยึดหลักปฏิบัติ ดังนี้ (สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด., 2544)

■ ความยุติธรรม (Fairness) คณะกรรมการควรดำเนินงานและควบคุมดูแลการบริหารงานของฝ่ายจัดการ

เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน และผู้ที่เกี่ยวข้องอย่างฝ่ายด้วยความเป็นธรรม โดยไม่เอาเปรียบ ฉ้อโกงหรือค้ำบังถึงผลประโยชน์ของตัวเองหรือผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งอย่างไม่เป็นธรรม

■ ความโปร่งใส (Transparency) คณะกรรมการและผู้บริหารควรบริหารงานด้วยความโปร่งใส มีการเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้อง ชัดเจน เชื่อถือได้ทั้งภายในและสม่าเสมอ เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถประเมินผลการดำเนินงานและความเสี่ยงได้

■ ความรับผิดชอบตามหน้าที่ (Accountability) คณะกรรมการและผู้บริหารควรปฏิบัติหน้าที่ตามที่กำหนดไว้ด้วยความตั้งใจและมีจริยธรรมในการดำเนินธุรกิจ รวมทั้งต้องเข้าร่วมประชุมอย่างสม่ำเสมอ และปฏิบัติหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายอย่างเต็มความสามารถ

■ ความรับผิดชอบในงาน (Responsibility) คณะกรรมการควรปฏิบัติหน้าที่ตามที่กำหนดไว้ด้วยความตั้งใจและมีจริยธรรมในการดำเนินธุรกิจ รวมทั้งต้องเข้าร่วมประชุมอย่างสม่ำเสมอ และปฏิบัติหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายอย่างเต็มความสามารถ

องค์ประกอบคณะกรรมการ ตามข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียนกำหนดไว้ดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2542)

■ คณะกรรมการที่เป็นผู้บริหาร (Executive Director) คือ กรรมการที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการบริหารงานประจำหรือกรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันบริษัท

■ คณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (Non-Executive Director) คือ กรรมการจากภายนอกที่ไม่ได้มีตำแหน่งเป็นผู้บริหารหรือพนักงานประจำของบริษัท ซึ่งประกอบด้วยกรรมการที่เป็นอิสระ (Independent Director) ซึ่งเป็นอิสระจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้บริหารและผู้ที่เกี่ยวข้อง

ประธานกรรมการ (Chairman) เป็นผู้รับผิดชอบในฐานะผู้นำคณะกรรมการและทำหน้าที่เป็นประธานการประชุม ซึ่งคณะกรรมการเป็นผู้เลือก ตามหลักการกำกับ

ดูแลกิจการที่ดี ประธานกรรมการควรมาจากกรรมการที่เป็นอิสระ และไม่ควรเป็นบุคคลเดียวกับกรรมการผู้จัดการ เพื่อให้มีการแบ่งแยกหน้าที่ในการกำหนดนโยบายการกำกับดูแลและการบริหารงานประจำ

โครงสร้างของผู้ถือหุ้น โครงสร้างการถือหุ้นเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการของบริษัท โดยที่ลักษณะการกระจายตัวของการถือหุ้นแสดงให้เห็นถึงการกระจายอำนาจการบริหารกิจการระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร หรือระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจบริหารกับผู้ถือหุ้นรายย่อย และยังแสดงให้เห็นถึงลักษณะของปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของการเป็นตัวแทนและตัวการช่วยการที่บริษัทมีโครงสร้างการถือหุ้นที่กระจายตัว ทำให้บทบาทในการบริหารงานจะตกอยู่กับผู้บริหารที่ได้รับการมอบหมายให้เข้ามาปฏิบัติงาน โดยไม่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เข้ามามีส่วนร่วมในการบริหารงาน และเป็นการเปิดโอกาสให้ผู้บริหารใช้อำนาจที่มีอยู่ในการแสวงหาผลประโยชน์ให้กับตนเองได้ง่าย ปัญหาการเป็นตัวแทนจะเป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของกิจการ (หรือผู้ถือหุ้น) กับผู้บริหาร ซึ่งปรากฏให้เห็นในประเทศที่ตลาดทุนมีขนาดใหญ่ เช่น สหรัฐอเมริกา หรืออังกฤษ โดยที่โครงสร้างทางการเงินของบริษัทในประเทศเหล่านี้จะเน้นการระดมทุนจากตลาดทุน ซึ่งสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยจะได้รับการคุ้มครองโดยส่งผลให้บริษัทส่วนใหญ่เกิดการกระจายตัวในกรณีถือหุ้น ในทางตรงกันข้ามบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะเป็นผู้ที่มีบทบาทสำคัญในการบริหารกิจการ ปัญหาการเป็นตัวแทนจะเกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจบริหารกับผู้ถือหุ้นรายย่อย

สำหรับบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนใหญ่จะมีโครงสร้างการถือหุ้นและอำนาจทางการบริหารเป็นแบบกระจุกตัว เนื่องจากลักษณะของการดำเนินธุรกิจเป็นแบบครอบครัวมาตั้งแต่เริ่มต้น ซึ่งมีผู้ก่อตั้งเป็นบุคคลภายในครอบครัว และยังคงอำนาจการบริหารไว้โดยการเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท การตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนภายนอกมาจากความเชื่อมั่นในกลุ่มของผู้ถือหุ้นใหญ่

อย่างไรก็ตามการกระจุกตัวของการถือหุ้นมีข้อดีในด้านความคล่องตัวในการบริหารงาน และผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีความผูกพันกับบริษัท รวมทั้งมีแนวโน้มที่จะคอยเฝ้าถึงผลประโยชน์และความอยู่รอดของบริษัท ประกอบกับการเปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของจากการควบรวมกิจการจึงมักไม่เกิดขึ้น ในขณะที่บริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจายตัว การบริหารงานจะไม่มีความยั่งยืนเพราะขาดผู้ที่เป็นเจ้าของ จึงเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงจากการควบรวมกิจการที่อาจเกิดขึ้นอยู่ตลอดเวลา สำหรับข้อเสียของโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว คือ จะเอื้ออำนาจให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ครอบงำได้ในลักษณะที่เป็นการเอาเปรียบผู้ลงทุนภายนอกได้ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของกลุ่มตัวเองเป็นหลัก

การที่บริษัทให้ความสำคัญกับสัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายนอกที่ไม่ใช่ผู้บริหารรวมทั้งมีกลไกรองรับการใช้สิทธิ (๑) ของผู้ถือหุ้นอย่างมีประสิทธิภาพ ไม่ว่าจะเป็นการออกเสียงในการออกเสียง เพื่อร่วมตัดสินใจในเรื่องสำคัญ การติดตามตรวจสอบการดำเนินงาน เพื่อให้มั่นใจว่าผู้บริหารได้ปฏิบัติหน้าที่อย่างเป็นธรรมและคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของบริษัทโดยรวม กลไกเหล่านี้จะช่วยในการผลักดันให้บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี

แนวคิดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ปัจจุบันแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) ได้นำมาใช้อย่างแพร่หลาย แนวคิดนี้ตั้งอยู่บนพื้นฐานของแนวคิดของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์หรือกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ที่ว่า “ความมั่งคั่งจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการสามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและต้นทุนเงินทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้นได้จนหมดสิ้น” แนวคิดนี้ได้พัฒนาขึ้นโดย Stern Stewart ซึ่งเป็นบริษัทที่ปรึกษาระหว่างประเทศ แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ยังสามารถนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการวัดประสิทธิภาพและประสิทธิผลการดำเนินงานของผู้บริหารได้อย่างแท้จริง เนื่องจาก เป็นตัวเลขที่สะท้อนให้เห็นถึงข้อมูลในเชิงลึก และยังเป็นตัวชี้วัดถึงปัญหาและความ

เสี่ยงของกิจการที่เกิดขึ้นหรืออาจเกิดขึ้นในอนาคต

กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economics Profit) แตกต่างจากกำไรทางบัญชี (Accounting Profit) ในแง่ที่ว่ากำไรทางบัญชีคำนวณได้จากรายได้ หักด้วยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน หักด้วยต้นทุนของเงินทุนที่ได้มาจากการก่อหนี้ในรูปของดอกเบี้ยโดยรับรู้แต่เฉพาะดอกเบี้ยจ่ายเท่านั้นเป็นต้นทุนเงินทุนและถือว่าเงินทุนที่ได้มาจากผู้ถือหุ้นเป็นศูนย์ เมื่อได้หักค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและดอกเบี้ยจ่ายออกจากรายได้แล้ว กำไรที่เหลือนั้นก็จะเป็นของผู้ถือหุ้น แต่สำหรับกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ กิจการจะยังคงไม่มีกำไรจนกว่าอัตราผลตอบแทนของผู้ให้เงินลงทุนทั้งหมด (รวมถึงผู้ถือหุ้น) จะได้รับการชดเชยหมดสิ้น กล่าวคือ กำไรที่แท้จริงจะเกิดขึ้นเมื่อได้รับการหักต้นทุนเงินทุนทั้งหมด ไม่ว่าจะเป็ต้นทุนเงินทุนที่ได้มาจากการก่อหนี้หรือต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Vafeas (1999) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการซึ่งเป็นตัวแทนของกิจกรรมหรือการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ และผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งเป็นตัวชี้วัดความสำเร็จของกิจกรรมของคณะกรรมการ

ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการบริษัทที่มีการประชุมโดยเฉลี่ยปีละเจ็ดครั้ง และปีละครั้งที่มีคณะกรรมการ ซึ่งประกอบด้วยจำนวนสมาชิกส่วนใหญ่เป็นกรรมการจากภายนอกจะมีการประชุมคณะกรรมการบ่อยครั้งมากขึ้น ส่วนผลจากการทดสอบความสัมพันธ์พบว่ากิจกรรมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่า ของกิจการ โดยอธิบายว่าความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี ซึ่งทำให้เกิดกิจกรรมของคณะกรรมการที่เกินปกติ (Abnormal Board Activity) จนบริษัทกลับมามีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในปีถัดมา นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์เกี่ยวกับโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทว่าขนาดของคณะกรรมการและจำนวน

คณะกรรมการที่เพิ่มขึ้นมีผลต่อกิจกรรมของคณะกรรมการที่เพิ่มขึ้นด้วย โดยสรุปแล้วงานวิจัยนี้เสนอแนะว่ากิจกรรมของคณะกรรมการวัดได้จากจำนวนครั้งหรือความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการ เนื่องจากเป็นสิ่งที่วัดได้และถึงระดับและขนาดในการปฏิบัติงานของคณะกรรมการ

Pham, Suchard and Zein (2007) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทในประเทศออสเตรเลีย จำนวน 150 บริษัทที่มีจำนวนเงินทุนมากที่สุดตั้งแต่ปี ค.ศ. 1994-2003 เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทโดยดูจาก Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับการกำกับดูแลกิจการโดยใช้ตัวชี้วัด 3 ตัวคือ (1) สัดส่วนความเป็นอิสระของกรรมการและขนาดของคณะกรรมการ (2) จำนวนผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลภายใน (3) จำนวนผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลภายนอก

ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทและกลไกการกำกับดูแลกิจการ อีกทั้ง Tobin's Q และ EVA ยังไม่สามารถเชื่อมโยงหรือหาผลกระทบไปยังกลไกของการกำกับดูแลกิจการได้ สาเหตุของความไม่สัมพันธ์กันครั้งนี้ ผู้วิจัยได้อธิบายว่าการทำวิจัยประเภทนี้ การควบคุมปัจจัยภายในที่มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นทำได้ยาก เนื่องจากมีปัจจัยหลายตัวและยากต่อการควบคุม และปัจจัยเหล่านี้ถูกทำนายว่าเกิดมาจากตัวแปรสาเหตุอื่นๆ ซึ่งไม่สามารถนำมาวิเคราะห์ได้ทั้งหมด เช่น ธุรกิจบางประเภทมีลักษณะเฉพาะ เช่น สถาบันการเงินหรือบริษัทเงินทุน ส่งผลให้ผลการวิจัยของความสัมพันธระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทไม่เกี่ยวข้องกัน ประกอบกับทั้ง Tobin's Q และ EVA นั้น ล้วนแล้วแต่เป็นตัวเลขที่แปรผันตามปัจจัยภายนอกทั้งสิ้น ซึ่งแม้จะทำการปรับเพื่อลดปัจจัยภายนอกออกไปก็ไม่สามารถทำได้หมด

Brown and Caylor (2004) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลประกอบการของ

บริษัท โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 2,327 บริษัท ผู้วิจัยได้นำหลักการของการกำกับดูแลกิจการจำนวน 51 ข้อ มาสร้างเป็น Gov-Score ของแต่ละบริษัท หากบริษัทใดปฏิบัติตามหลักการของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในแต่ละข้อก็จะได้ 1 คะแนนต่อการปฏิบัติตามหลักการ 1 ข้อ หากไม่ปฏิบัติตามหลักการของการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะได้ 0 คะแนน เมื่อได้ Gov-Score ของแต่ละบริษัทมาแล้วก็จะหาความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ซึ่งใช้ตัววัดต่างๆ เช่น ROE, Profit Margin, Tobin's Q, Dividend Yield หลังจากนำ Gov-Score ผลการวิจัยพบว่าบริษัทที่มี Gov-Score ต่ำ จะมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี ในขณะที่บริษัทที่มี Gov-Score สูง จะมีผลการดำเนินงานที่ดี และหลังจากที่ได้ศึกษาในเชิงลึกโดยใช้วิธีทางสถิติก็พบว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการที่ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีมากที่สุดจะเป็นกลไกที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของคณะกรรมการหรือฝ่ายบริหารของบริษัท ในขณะที่หลักการที่มีผลต่อผลการดำเนินงานที่ดีของบริษัทน้อยที่สุดจะเป็นหลักการที่เกี่ยวกับกฏบัตรหรือกฎหมาย Gompers, Ishii and Metrick (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลประกอบการของบริษัท โดยใช้จำนวนกลุ่มตัวอย่าง 1,500 บริษัท ในช่วงปี ค.ศ. 1991-1999

ผู้วิจัยได้นำกลไกการกำกับดูแลกิจการทั้งหมด 24 ข้อมาสร้างเป็น Governance Index (G-Index) โดยจะใช้ G Index เป็นตัวแทนของระดับการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้น และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง G Index กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งผลการศึกษพบว่าบริษัทที่ให้สิทธิผู้ถือหุ้นน้อย หรือมีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำ จะส่งผลให้มีผลการดำเนินงานที่ต่ำตามไปด้วย ในขณะที่บริษัทที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นมากจะมีมูลค่าบริษัทสูง ผลกำไรสูง อัตราการเติบโตของยอดขายสูง

Karl V. Lins (2002) ศึกษาว่าโครงสร้างการบริหารงานของเจ้าของและผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง (แต่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร) มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการหรือไม่ โดยได้ทำการสำรวจจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,433

บริษัทในตลาดเกิดใหม่ของประเทศกำลังพัฒนา อัตรากาเติบโตสูง (Emerging Markets) จำนวน 18 ตลาด

ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง (แต่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร) จะมีมูลค่ากิจการสูง ในขณะที่บริษัทที่เน้นโครงสร้างการบริหารโดยเจ้าของจะมีมูลค่ากิจการต่ำกว่า โดยความสัมพันธ์นี้จะเห็นได้ชัดเจนมากในประเทศที่ใช้การกำกับดูแลกับผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่ต่ำ จากผลของการวิจัยสรุปได้ว่าบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง แต่ไม่ได้เป็นผู้บริหารจำนวนมากนั้น จะทำให้ผู้ลงทุนมีความมั่นใจว่าสิทธิของตนในบริษัทจะได้รับปกป้องจากบุคคลเหล่านี้ เนื่องจากเหตุผลที่ว่า ถึงแม้บุคคลเหล่านี้จะไม่ได้เป็นผู้บริหาร แต่พวกเขาก็มีอิทธิพลอย่างมากในการตัดสินใจของบริษัท เนื่องจากมีหุ้นมากทำให้มีจำนวนเสียงในการลงมติและมีอิทธิพลในการออกเสียงในการประชุมมาก นอกจากนี้ยังเปรียบเสมือนว่ามีกลไกควบคุมจากภายนอกที่ป้องกันให้ Agency Cost เกิดได้น้อยในบริษัท จึงส่งผลให้มูลค่าบริษัทเพิ่มขึ้น

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาได้มาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งรวบรวมได้จากงบการเงินและข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET50) ระหว่างปี พ.ศ. 2547-2549 รวมระยะเวลา 3 ปี

ตัวแปรและการวัดค่า

$$\text{INDANON} = \frac{\text{จำนวนกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร}}{\text{จำนวนคณะกรรมการทั้งหมด}}$$

การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย
1. ตัวแปรต้น คือ บทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการกิจการ และโครงสร้างของผู้ถือหุ้น ซึ่ง

ประกอบด้วย

1.1 องค์ประกอบของกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (Independent Director and Non-Executive Director) ใช้วัดสัดส่วนของกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารในคณะกรรมการบริษัท แทนด้วยตัวแปร INDANON วัดค่าโดย

1.2 ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ (Independence of Chairman) ใช้วัดความเป็นอิสระของผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ ซึ่งความเป็นอิสระในที่นี้พิจารณาว่าผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการนั้นมีรายชื่อเป็นกรรมการอิสระหรือไม่ แทนด้วยตัวแปร INDCHAIR โดยกำหนดเป็น Dummy Variables ดังนี้

บริษัทจดทะเบียนที่มีประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ	มีค่าเป็น 1
บริษัทจดทะเบียนที่มีประธานกรรมการไม่เป็นกรรมการอิสระ	มีค่าเป็น 0

1.3 จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท ใช้วัดการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งแทนด้วยตัวแปร NUMMEET วัดจาก

$$\text{NUMMEET} = \frac{\text{จำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัทในระหว่างปี}}{\text{จำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัทในระหว่างปี}}$$

1.4 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership Concentration) พิจารณาจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุดสามอันดับแรก แทนด้วยตัวแปร OWNTOP3 วัดค่าโดย

$$\text{OWNTOP3} = \frac{\frac{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ถือโดยผู้ถือหุ้นสูงสุดสามอันดับแรก}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายทั้งหมด}}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ถือโดยผู้ถือหุ้นสูงสุดสามอันดับแรก}}$$

1.5 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหาร (Managerial Ownership) ใช้วัดการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและกรรมการบริหารของบริษัท แทนด้วยตัวแปร MANOWN วัดค่าโดย

$$\text{MANOWN} = \frac{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ถือโดยผู้บริหารและกรรมการบริหาร}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายทั้งหมด}}$$

2. ตัวแปรตาม คือ ผลการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ (Economic Value Added: EVA®) โดยในการศึกษาครั้งนี้กำหนดให้

$$\text{EVA}^{\circledR} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Invested Capital})$$

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) วิเคราะห์ข้อมูลออกให้ในรูปแบบสถิติพื้นฐาน เพื่อเสนอข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ สถิติเชิงพรรณนาที่ใช้ในการนี้ประกอบไปด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum)

สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) โดยนักเศรษฐศาสตร์วิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) และสหสัมพันธ์เชิงซ้อน (Correlation) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นที่เป็นกลไกของการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้ง 5 ปัจจัย กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

จากตารางที่ 1 สรุปผลได้ ดังนี้
ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ มีค่าเท่ากับ .035 แสดงว่าตัวแปรสองตัวนี้มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันค่อนข้างต่ำเนื่องจากมีค่าเป็นบวกและมีค่าเข้าใกล้ 0 และค่า p-value เท่ากับ .689 แสดงว่าที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กัน

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์และความน่าจะเป็น

Correlations

		EVA	H1	H2	H3	H4	H5
EVA	Pearson Correlation	1	.035	.273(**)	-.041	.274(**)	-.003
	Sig. (2-tailed)	.	.689	.002	.641	.002	.969
	N	131	131	131	131	131	131
H1	Pearson Correlation	.035	1	-.095	.358(**)	.35(**)	-.585(**)
	Sig. (2-tailed)	.689	.	.280	.000	.010	.000
	N	131	131	131	131	131	131
H2	Pearson Correlation	.273(**)	-.095	1	-.069	-.048	-.061
	Sig. (2-tailed)	.002	.280	.	.433	.588	.489
	N	131	131	131	131	131	131
H3	Pearson Correlation	-.041	.358(**)	-.069	1	.040	-.295(**)
	Sig. (2-tailed)	.641	.000	.433	.	.653	.001
	N	131	131	131	131	131	131
H4	Pearson Correlation	.274(**)	.35(**)	-.048	.040	1	.104
	Sig. (2-tailed)	.002	.010	.588	.653	.	.236
	N	131	131	131	131	131	131
H5	Pearson Correlation	-.003	-.585(**)	-.061	-.295(**)	.104	1
	Sig. (2-tailed)	.969	.000	.489	.001	.236	.
	N	131	131	131	131	131	131

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของประธานกรรมการกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ มีค่าเท่ากับ .273 แสดงว่าตัวแปรสองตัวนี้มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันค่อนข้างต่ำ เนื่องจากมีค่าเป็นบวกและมีค่าเข้าใกล้ 0 และค่า p-value เท่ากับ .002 แสดงว่าที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการมีความสัมพันธ์กัน

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ มีค่าเท่ากับ -.041 แสดงว่าตัวแปรสองตัวนี้มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงข้ามกันค่อนข้างต่ำเนื่องจาก

มีค่าเป็นลบและมีค่าเข้าใกล้ 0 และค่า p-value เท่ากับ .641 แสดงว่าที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กัน

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ มีค่าเท่ากับ .274 แสดงว่าตัวแปรสองตัวนี้มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันค่อนข้างต่ำเนื่องจากมีค่าเป็นบวกและมีค่าเข้าใกล้ 0 และค่า p-value เท่ากับ .002 แสดงว่าที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการมีความสัมพันธ์กัน

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหารกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ มีค่าเท่ากับ -0.003 แสดงว่าตัวแปรสองตัวนี้มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงข้ามกันค่อนข้างต่ำเนื่องจากมีค่าเป็นลบและมีค่าเข้าใกล้ 0 และ

ค่า p-value เท่ากับ $.969$ แสดงว่าที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหารกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กัน

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.399(a)	.159	.125	3.14146	1.953

a Predictors: (Constant), H5, H2, H4, H3, H1

b Dependent Variable: EVA

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Coefficient of Determination) ตามตารางที่ 2 ซึ่งค่า $R^2 = 15.90$ หมายความว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการจะสูงหรือต่ำ ขึ้นอยู่กับสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ความเป็นอิสระของ

ประธานกรรมการ จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหาร 15.90% ส่วนอีก 84.10% เกิดจากค่าคลาดเคลื่อน หรือเกิดจากตัวแปรที่ไม่ได้นำมาศึกษาในครั้งนี้

ตารางที่ 3 แสดงความสัมพันธ์ของสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหาร กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

Model	Expected sign	Standardized Coefficients	Std. Error	Standardized Coefficients	t	Sig.
		B		Beta		
1 (Constant)		-0.484	1.552		-0.312	0.756
INDANON	(+)	-0.196	2.101	-0.010	-0.093	0.926
INDCHAIR	(+)	2.440	0.723	0.281	3.374	0.001
NUMMEET	(+)	-0.024	0.053	-0.040	-0.450	0.653
OWNTOP3	(-)	4.986	1.493	0.295	3.339	0.001
MANOWN	(-)	-0.887	2.737	-0.035	-0.324	0.746

การทดสอบสมมติฐานแสดงผล ดังนี้

สมมติฐานที่ 1

H1: สัดส่วนของกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากสมมติฐานการวิจัย นำมาเขียนในรูปสมมติฐานทางสถิติ คือ

$$H_0: \beta_1 \leq 0$$

$$H_1: \beta_1 > 0$$

โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 จากผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรด้านสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (INDANON) นั้นมีค่าคาดหวังเป็นบวกและได้ค่าสัมประสิทธิ์จากสมการคือ -0.196 ซึ่งมีผลเป็นลบโดยเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกับค่าความคาดหวัง และเมื่อดูจากค่าของ p-value ปรากฏว่าได้ค่า 0.926 ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงว่าตัวแปรด้านสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (INDANON) นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ

สมมติฐานที่ 2

H2: ความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากสมมติฐานการวิจัย นำมาเขียนในรูปสมมติฐานทางสถิติ คือ

$$H_0: \beta_2 \leq 0$$

$$H_1: \beta_2 > 0$$

โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 จากผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรด้านความเป็นอิสระของประธานกรรมการ (INDCHAIR) นั้นมีค่าคาดหวังเป็นบวกและได้ค่าสัมประสิทธิ์จากสมการคือ 2.440 ซึ่งมีผลเป็นบวกและเป็นไปในทิศทางเดียวกับค่าความคาดหวัง และถ้าดูจากค่าของ p-value ปรากฏว่าได้ค่า 0.001 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 แสดงว่าตัวแปรด้านความเป็นอิสระของ

ประธานกรรมการ (INDCHAIR) นั้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ

สมมติฐานที่ 3

H3: จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากสมมติฐานการวิจัย นำมาเขียนในรูปสมมติฐานทางสถิติ คือ

$$H_0: \beta_3 \leq 0$$

$$H_1: \beta_3 > 0$$

โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 จากผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรด้านจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท (NUMMEET) นั้นมีค่าคาดหวังเป็นบวกแต่ได้ค่าสัมประสิทธิ์จากสมการคือ -0.024 ซึ่งมีผลเป็นลบโดยเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกับค่าความคาดหวัง และเมื่อดูจากค่าของ p-value ปรากฏว่าได้ค่า 0.953 ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงว่าตัวแปรด้านจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท (NUMMEET) นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ

สมมติฐานที่ 4

H4: สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากสมมติฐานการวิจัย นำมาเขียนในรูปสมมติฐานทางสถิติ คือ

$$H_0: \beta_4 \geq 0$$

$$H_1: \beta_4 < 0$$

โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 จากผลการทดสอบพบว่าสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (OWNTOP3) นั้นมีค่าคาดหวังเป็นลบแต่ได้ค่าสัมประสิทธิ์จากสมการคือ 4.986 ซึ่งมีผลเป็นบวกดังนั้นก็จึงเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกับค่าความคาดหวัง และถ้าดูจากค่าของ p-value ปรากฏว่าได้ค่า 0.001 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 แสดงว่าตัวแปรด้านสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น

หุ้น (OWNTOP3) นั้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของกิจการแต่เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

สมมติฐานที่ 5

H5: สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

จากสมมติฐานการวิจัย นำมาเขียนในรูปสมมติฐานทางสถิติ คือ

$$H_0: \beta_5 \geq 0$$

$$H_1: \beta_5 < 0$$

โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.05 จากผลการทดสอบพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหาร(MANOWN) นั้นมีค่าคาดหวังเป็นลบและได้ค่าสัมประสิทธิ์จากสมการ คือ -0.887 ซึ่งมีผลเป็นลบดังนั้นจึงเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับค่าความคาดหวัง แต่ถ้าดูจากค่าของ p-value ปรากฏว่าได้ค่า 0.746 ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงว่าตัวแปรด้านสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหาร(MANOWN) นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของกิจการ

ดังนั้น ผลการทดสอบสมมติฐานจะทำให้ได้สมการที่เหมาะสมในการอธิบายมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของกิจการ ดังนี้

$$EVA = -0.484 - 0.196INDANON + 2.161INDCHAMP + 0.001INDCHAMP^2 - 0.024NUMMEET + 4.986 OWNTOP3 - 0.887 MANOWN$$

จากตารางที่ 3 ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นและตัวแปรตามยังสามารถอธิบายเปรียบเทียบว่าตัวแปรต้นตัวใดมีอิทธิพลต่อตัวแปรตามมากกว่ากัน โดยพิจารณาจากค่า Standardized Coefficient (Beta) จะเห็นว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้อถือหุ้น (OWNTOP3) มีค่ามากที่สุด คือ 0.295 รองลงไป คือ ตัวแปรความเป็นอิสระของประธานกรรมการ (INDCHAMP) มีค่าเท่ากับ 0.281 สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (INDANON) มีค่าเท่ากับ -0.10 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหาร (MANOWN) มีค่าเท่ากับ -0.035 และตัวแปรที่มีค่าสัมประสิทธิ์น้อยที่สุดคือจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท (NUMMEET) มีค่าเท่ากับ -0.040 จึงสรุปได้ว่าสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้อถือหุ้น (OWNTOP3) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

ตารางที่ 4 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน
1) สัดส่วนของกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ	ปฏิเสธ ไม่มีนัยสำคัญ
2) ความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ	ยอมรับ มีนัยสำคัญ
3) จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ	ปฏิเสธ ไม่มีนัยสำคัญ
4) สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้อถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ	ปฏิเสธ มีนัยสำคัญ
5) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ	ปฏิเสธ ไม่มีนัยสำคัญ

ของกิจการมากที่สุดรองลงมาเป็นความเป็นอิสระของ
ประธานกรรมการ (INDCHAIR) สัดส่วนกรรมการที่เป็น
อิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (INDANON)
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหาร
(MANOWN) และจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการ
บริษัท (NUMMEET) ตามลำดับ

สรุปผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติทำให้ได้ผลสรุปของ
งานวิจัย คือ ตัวแปรความเป็นอิสระของประธานกรรมการ
มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
อย่างมีนัยสำคัญ จากผลดังกล่าวสามารถอธิบายได้ว่า
การที่ประธานกรรมการของบริษัทมีความเป็นอิสระในการ
บริหารงาน สะท้อนให้เห็นถึงบริษัทได้ให้ความสำคัญและ
ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ได้กำหนดไว้โดย
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสะท้อนให้นัก
ลงทุนมีความมั่นใจในการบริหารงานมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้
การที่ประธานกรรมการบริษัทมีความเป็นอิสระมาก
เท่าไร ก็ทำให้หลีกเลี่ยงการเกิดปัญหาในเรื่องการขัดแย้ง
ทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) มากเท่านั้น
เพราะประธานกรรมการเปรียบเสมือนตัวแทนของผู้ถือหุ้น
ซึ่งเป็นตัวการในการว่าจ้างตัวแทนให้เข้ามาบริหารงาน
และหากตัวแทนปฏิบัติงานอยู่บนพื้นฐานของความเป็นอิสระ
จะทำให้การบริหารงานเป็นไปอย่างซื่อตรงและมุ่ง
ประโยชน์เพื่อกิจการเป็นสำคัญ และส่งผลให้บริษัทเกิด
มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ที่สูงขึ้น

สำหรับผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติของตัวแปร
สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นนั้นให้ผลเป็นบวก ซึ่ง
ตรงข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่า สัดส่วนการกระจุกตัวของ
ผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าเพิ่มเชิง
เศรษฐศาสตร์ ซึ่งให้ผลที่มีนัยสำคัญในทางสถิติ กล่าวคือ
หากสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีมาก ก็จะทำให้
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีค่าสูงขึ้น ซึ่งสามารถอธิบาย
ได้ว่า การที่การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีมากทำให้นักลงทุนมี
ความเชื่อมั่นว่าผู้ถือหุ้นเหล่านี้จะมีอำนาจในการบริหาร

งานของบริษัทแม้หากว่าผู้ถือหุ้นเหล่านี้จะไม่มีอำนาจใน
การบริหารงานก็จะมีอำนาจในการออกเสียงซึ่งเป็น
สัดส่วนที่สูงจึงทำให้บุคคลเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะรักษาผลประโยชน์
ของบริษัทไว้เป็นสำคัญจึงส่งผลให้เรื่องมูลค่าเพิ่ม
เศรษฐศาสตร์ของกิจการที่สูงขึ้น ซึ่งผลที่ได้เห็นเป็นไปตาม
ผลการศึกษาของ Karl V. Lins (2002) ที่ศึกษาว่า
โครงสร้างการบริหารงานของเจ้าอาช และผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้น
ในสัดส่วนที่สูงแต่ไม่ได้เป็นผู้บริหารนั้นมีความสัมพันธ์กับ
มูลค่ากิจการหรือไม่ โดยผลที่ได้คือ บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นที่
ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงแต่ไม่ได้เป็นผู้บริหารจำนวนมากนั้น
จะมีมูลค่ากิจการสูง ในขณะที่บริษัทที่เน้นโครงสร้างการ
บริหารโดยเจ้าของจะมีมูลค่ากิจการต่ำกว่า

สำหรับตัวแปรอื่นที่นำมาศึกษาและได้ผลการศึกษาที่
ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้และมีค่าความสัมพันธ์ใน
ทิศทางตรงกันข้ามกับค่าคาดหวังได้แก่ สัดส่วนของ
กรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร และจำนวน
ครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท ซึ่งอาจอธิบายได้
ว่ากรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารเหล่านั้น
ไม่ได้มีส่วนได้เสียในผลการดำเนินงานของบริษัท จึงไม่ได้
มีความทุ่มเทในการทำงาน ดังนั้น ไม่ว่าจะบริษัทจะมีสัดส่วน
ของกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารมาก
เท่าใด ก็ไม่ได้ช่วยให้บริษัทนั้นมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น
แต่กลับทำให้ผลการดำเนินงานแย่งลงเนื่องจากต้องมี
ต้นทุนในการว่าจ้างกรรมการเหล่านี้เข้ามาบริหารงาน
เพื่อให้เป็นไปตามหลักการที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด โดย
เป็นไปตามแนวทางการศึกษาของ Pham, Suchard and
Zein (2007) ที่ใช้ตัวแปรต้นสัดส่วนความเป็นอิสระของ
กรรมการและขนาดของกรรมการ เป็นตัวแทนของการ
กำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อหาความสัมพันธ์กับมูลค่าของ
กิจการ และผลที่ได้ก็ไม่ได้มีความสัมพันธ์กันโดยอธิบายว่า
อาจเนื่องมาจากปัจจัยอื่นอีกมากมายที่ไม่สามารถควบคุม
ได้ทั้งหมด และสำหรับตัวแปรต้นจำนวนครั้งของการ
ประชุมคณะกรรมการบริษัทนั้น สามารถอธิบายได้ว่า การ
ที่บริษัทมีการประชุมมากเท่าไรอาจสะท้อนให้เห็นว่า
บริษัทมีปัญหาในการดำเนินงานมากเท่านั้น และตรงกับ

ผลการศึกษาของ Vafeas (1999) ที่ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการ ซึ่งเป็นตัวแทนของกิจกรรมหรือการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ และผลการดำเนินงานของบริษัท โดยเขาอธิบายว่าความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการจะเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี ซึ่งทำให้เกิดกิจกรรมของคณะกรรมการที่เกินปกติ (Abnormal Board Activity) จนบริษัทกลับมามีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในปีถัดมา

สำหรับตัวแปรต้นที่ให้ผลการวิเคราะห์ทางสถิติที่ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้แต่มีค่าความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับค่าคาดหวังคือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหาร ซึ่งการที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหารไม่สามารถอธิบายมูลค่าเพิ่มของกิจการได้นั้น อาจอธิบายได้ว่าการที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงและเข้าไปมีส่วนในการบริหารงานมากนั้นอาจทำให้เกิดการบริหารงานที่มุ่งสู่ประโยชน์ของบริษัทเป็นสำคัญ เพราะจะทำให้ผู้บริหารกลุ่มนี้มีสิทธิและอำนาจในการบริหารได้อย่างเต็มที่ และการดำเนินการต่างๆ ก็เป็นไปอย่างรวดเร็วเนื่องจากผู้บริหารกลุ่มนี้สามารถตัดสินใจในเรื่องต่างๆ ได้โดยทันที จึงอาจส่งผลให้เกิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่สูงขึ้นได้

จากผลการศึกษาถึงปัจจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ของกิจการของบริษัทจดทะเบียน รวมถึงการหาทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าวนี้ สามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถใช้อธิบายมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการได้เพียงบางส่วน เนื่องจากระดับความสัมพันธ์ที่ศึกษาได้นั้นอยู่ในระดับที่ต่ำ ดังนั้น นักลงทุนยังคงพึงใจในตัวแปรอื่นๆ ในการวิเคราะห์เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการตัดสินใจลงทุนต่อไป

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

งานวิจัยต่อไปอาจเพิ่มกลไกการกำกับดูแลกิจการหรือปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลต่อมูลค่าเพิ่มของกิจการ เพื่อหาปัจจัยที่สามารถใช้ในการอธิบายมูลค่าเพิ่มของกิจการของบริษัทจดทะเบียนได้มากขึ้น ทั้งนี้อาจพิจารณาถึงปัจจัยภายในอื่นๆ ที่น่าสนใจ เช่น สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในที่อยู่ในครอบครัวเดียวกับเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นสถาบัน รัฐบาลหรือหน่วยงานของรัฐ การหมุนเวียนของคณะกรรมการบริษัทและคณะกรรมการตรวจสอบรวมทั้งผู้ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการตรวจสอบ เป็นต้น หรือเปลี่ยนตัววัดมูลค่าเพิ่มเป็นตัวอื่น เช่น Tobin's Q เป็นต้น

บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2542 ก). **ข้อพึงปฏิบัติที่ควรรับชมกรรมการบริษัทจดทะเบียน**. กรุงเทพฯ: บุญศิริการพิมพ์.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2545). **หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (เอกสารเผยแพร่)**. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). ความรับผิดชอบของกรรมการและผู้บริหารตามกฎหมาย. **วารสารบริหารธุรกิจ** ปีที่ 31 ฉบับที่ 118 (เม.ย. - มิ.ย. 2551). หน้า 5-9.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). บทบาทหน้าที่ของกรรมการ: กลไกการกำกับดูแลกิจการ. **วารสารบริหารธุรกิจ** ปีที่ 31 ฉบับที่ 117 (ม.ค. - มี.ค. 2551). หน้า 5-8.
- สังเวียน อินทวิชัย. (2545). **รวมบทความ “การกำกับดูแลกิจการที่ดี” ของศาสตราจารย์สังเวียน อินทวิชัย**. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้ง แอนด์ พับลิชชิ่ง.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2544). **การเสริมสร้าง Good Corporate Governance ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย**. **บทบัณฑิตย** เล่ม 57 ตอน 2. (หน้า 10-58). กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

- Black, B. & Khanna, V. (2007). Can Corporate Governance Reforms Increase Firms' Market Value? Evidence From India. Available from : <http://ssrn.com/abstract=914440>(2007,December 1).
- Brown, L. & Caylor, M. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. Available from :<http://ssrn.com/abstract=586423>(2007,December 1).
- Bhagat S. & Black B. (2001). The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance. Available from :<http://ssrn.com/abstract=133808> (2008, April 11).
- Chidambaran, N.K. , Palia, D. & Zheng, Y. (2006). Does Better Corporate Governance "Cause" Better Firm Performance?. Available from :<http://ssrn.com/abstract=891556> (2007, December 1).
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. Available from :<http://ssrn.com/abstract=278920> (2007, December 1).
- Karl V. Lins (2002).Equity Ownership nad Firm Value in Emerging Markets. The Journal Of Financial and Quantitative Analysis, Available from :<http://ssrn.com/abstract=278920> (2007, December 1).
- Pham P., Suchard J. & Zein J. (2007). Corporate Governance and Alternative Performance Measures: Evidence from Australian Firms. Available from :<http://ssrn.com/abstract=1015985>(2008, April 9). Thai Bond Market Association. www.thaibma.or.th/yieldcurve/yieldTTM.aspx. (2009, November 26).
- Vafeas, N. (1991). Board Meeting Frequency and Firm Performance. Journal of Financial Economics 53, 113-142.
- Wallace S. (1997). Adopting Residual Income-based Compensation Plans: Do You Get What You Pay for? Journal of Accounting & Economics. 24: 275-300.