

บรรษัทภิบาลจะช่วยยกระดับผลการดำเนินงานของกิจการ
ได้จริงหรือ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนหมวดอาหารและ
เครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดร. ศศิวิมล มีอำพล*

ศรายุทธ เรืองสุวรรณ**

บทนำ

การอุบัติขึ้นของวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจปี 1997 ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ได้กลายเป็นตัวอย่างที่เป็นรูปธรรมของความสำคัญของบรรษัทภิบาลในประเทศกำลังพัฒนา (Rasiah, 1999) ความสูญเสียทางเศรษฐกิจและความเสียหายของเงินลงทุนของนักลงทุน อันประเมินค่ามิได้ล้วนแล้วแต่เป็นผลมาจากความไร้ประสิทธิภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งเกิดจากความหย่อนยานของการตรวจสอบและกำกับพฤติกรรมต่างๆ ของผู้บริหารที่จะปกป้องผลประโยชน์ของเจ้าของกิจการจากพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสม อันหมายถึงความรวมถึงการทุจริตและประพฤติมิชอบ และการยกย้ายถ่ายเททรัพย์สินของกิจการ โดยผู้บริหารหรือคณะบุคคลใดบุคคลหนึ่ง ซึ่งมีอิทธิพลอย่างมีสาระสำคัญอย่างยิ่งต่อการบริหารของกิจการ หรือแม้กระทั่งการตกแต่งตัวเลขในงบการเงินที่หลอกลวงให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียตัดสินใจผิดพลาดจนเกิดผลขาดทุนอย่างมหาศาล (Muhammad Abdullah, 2008)

* รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

** อาจารย์ประจำภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

บริษัทถูกสร้างขึ้นเนื่องจากการดำเนินธุรกิจของกิจการประสบกับปัญหาระหว่างผู้เป็นเจ้าของกับผู้บริหารกิจการ หรือเรียกอีกอย่างว่า “ปัญหาตัวแทน” (Agency Problem) สัญญาระหว่างผู้เป็นเจ้าของกับผู้บริหารที่ใช้บังคับอยู่ไม่สามารถกำจัดปัญหาตัวแทนได้อย่างที่ควรจะเป็น ผลสืบเนื่องดังกล่าวนำไปสู่การริเริ่มแก้ไขกฎระเบียบการกำกับดูแลกิจการอย่างกว้างขวาง เพื่อตอบสนองต่อผลกระทบอันเกิดจากความล้มเหลวในการกำกับดูแลกิจการที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน

คำนิยามของบริษัทมีความหมายที่ค่อนข้างหลากหลาย ซึ่ง OECD (2004) ได้ให้ความหมายของบริษัทไว้ว่า ระบบใดระบบหนึ่งที่มีไว้เพื่อคอยกำกับและควบคุมการดำเนินธุรกิจของกิจการ ขณะที่ Magdi and Nadereh (2002) ระบุว่า บริษัทมีแนวโน้มไปยังความมั่นใจว่าธุรกิจจะดำเนินไปได้อย่างดีโดยนักลงทุนต้องได้รับผลตอบแทนที่ยุติธรรม แต่กระนั้นก็ตาม เดือนเด่น นิคมบริรักษ์ และระจิตกนก จิตมั่นชัยธรรม (2544) ก็ได้กำหนดนิยามของบริษัทไว้เช่นกัน โดยสรุปได้ว่าเป็นการบริหารจัดการธุรกิจที่เป็นธรรมและโปร่งใส โดยผู้มีอำนาจบริหารและอำนาจในการตัดสินใจในธุรกิจนั้นๆ มีความรับผิดชอบต่อนักลงทุน และผลของการกระทำของตนต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท (Stakeholder) ทุกฝ่ายตั้งแต่ผู้ถือหุ้น นักลงทุน พนักงาน รัฐบาล ลูกค้า ตลอดจนประชาชนทั่วไป ทั้งนี้โครงสร้างของบริษัทจะหมายความรวมถึงการควบคุมภายใน การกำกับดูแลของคณะกรรมการ กฎกติกาขององค์กร การควบคุมจากตลาด และระเบียบหรือกฎหมาย

ด้วยความซับซ้อนและความไม่แน่นอนของกระแสเงินทุนภายใต้ระบบเศรษฐกิจโลกที่ผันผวนได้ส่งผลให้เส้นแบ่งขอบเขตของประเทศจางหายไป ความเป็นหนึ่งเดียวของตลาดได้กำหนดความสัมพันธ์ระหว่างกิจการ ตลาดการเงิน รัฐบาล และหน่วยงานกำกับดูแลเชื่อมโยงกันอย่างลึกซึ้งด้วยเหตุดังกล่าว บริษัทได้ทวีความสำคัญมากขึ้นเป็นลำดับ การพัฒนาระบบการกำกับดูแลและการบริหารกิจการที่ทรงประสิทธิภาพจะช่วยให้กิจการสามารถดำรง

อยู่ได้ท่ามกลางสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว (Van den Berghe, 2002) แต่ก็เป็นที่น่าสนใจว่า ประโยชน์ของบริษัทที่มีต่อกิจการจะช่วยให้ช่วยสร้างผลตอบแทนทางการเงินให้กับกิจการได้จริงหรือไม่ และระดับของผลกระทบที่มีต่อกิจการมีขนาดเท่าใด ทั้งสองคำถามต่างมีความน่าสนใจที่ควรสนับสนุนให้มีการศึกษาวิจัย เพื่อเสริมสร้างความมั่นใจให้แก่ นักลงทุน และส่งเสริมการกำกับพัฒนาตลาดทุนของประเทศให้เทียบเท่านานาชาติอารยประเทศ

งานวิจัยฉบับนี้มุ่งศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของระดับบริษัทที่มีต่อผลประโยชน์ทางการเงินของบริษัท โดยเฉพาะอัตราผลตอบแทนทางการเงิน เพื่อระบุและวัดความรู้เชิงประจักษ์เกี่ยวกับแนวปฏิบัติของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งอาจมีผลกระทบในแง่บวกหรือในแง่ลบต่อผลตอบแทนแก่นักลงทุน อย่างไรก็ตาม ลำดับขั้นตอนของเนื้อหาในบทความฉบับนี้จะเริ่มจากการอภิปรายคร่าวๆ เกี่ยวกับสาเหตุและความสำคัญตลอดจนความหมายของบริษัท ถัดมาจะเป็นการทบทวนวรรณกรรมซึ่งเกี่ยวข้องกับงานวิจัยทางด้านบริษัท หลังจากนั้นจะกล่าวถึงระเบียบวิธีการวิจัย และข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบสุดท้ายจะแสดงเกี่ยวกับผลการทดสอบทางสถิติ อภิปราย และสรุปผลการวิจัยตามลำดับ

บทบทวนวรรณกรรม

ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของบริษัทกับระดับของบริษัท

ผลสืบเนื่องจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี 1997 ที่ผ่านมามีได้ก่อให้เกิดความตื่นตัวในการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างและรูปแบบการบริหารจัดการองค์กรทางธุรกิจในประเทศไทยไปสู่ระบบที่มีบริษัทในตลาดในระดับที่สูงขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งการสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนำแนวคิดเกี่ยวกับบริษัทมาใช้ในการกำกับดูแลกิจการมากขึ้น โดยบริษัทที่มีบริษัทในตลาดจะสร้างคุณค่าทางด้านความ

รับผิดชอบ (Responsibility) ความเสมอภาค (Equity) และความโปร่งใส (Transparency) เพื่อปกป้องผู้มีส่วนได้เสียจากการบริหารธุรกิจของบริษัท

ไมตรี เอื้อจิตอนันตกุลและเสาวณีย์ ลิขมวัฒน์ (2549) ศึกษาว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยส่งเสริมและกระตุ้นการลงทุนของนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างประเทศหรือไม่ โดยสร้างรูปแบบความสัมพันธ์ของสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนในแต่ละบริษัทกับตลาดโดยเปรียบเทียบและตัวแปรชี้วัดกำหนดระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของแต่ละบริษัท โดยการใช้วิธีการวิเคราะห์หักถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ทั้งนี้ตัวแปรกำหนดระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี คณะผู้วิจัยได้ใช้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินที่ถูกต้องและทันเวลาผ่าน Website ของบริษัท และการจัดทำและเปิดเผย MD&A รายไตรมาส ข้อพิพาททางกฎหมายของผู้มีส่วนได้เสีย การจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน รวมถึงสัดส่วนของกรรมการอิสระเป็นตัวแทนระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลการวิจัยชี้ว่านักลงทุนสถาบันสนใจลงทุนในบริษัทหากบริษัทมีข้อพิพาททางกฎหมายจำนวนน้อย และมีการจัดตั้งคณะกรรมการทั้งสองชุด ขณะที่นักลงทุนสถาบันให้ความสำคัญกับข้อพิพาททางกฎหมายเช่นเดียวกับนักลงทุนต่างประเทศ และหากบริษัทมีสัดส่วนนักถือหุ้นรายย่อยสูงจะส่งผลให้นักลงทุนสถาบันลดความสนใจในการลงทุนในบริษัทนั้นลงไป

โดยหากกล่าวถึงปัจจัยที่เกื้อหนุนการเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัทที่มีอิทธิพลและเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุน โดยเฉพาะองค์ประกอบทางด้านความโปร่งใสของบรรษัทภิบาล บริษัทขนาดใหญ่มักจะเปิดเผยข้อมูลมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เพราะประโยชน์ที่ได้รับจากการเปิดเผยข้อมูลอย่างมีคุณภาพนั้นจะทำให้ต้นทุนทางการเงินของบริษัทน้อยกว่าโดยสัมพันธ์เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพน้อยกว่า ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทที่มีความโปร่งใสนำไปสู่

ต้นทุนทางการเงินที่ต่ำและนำไปสู่ข้อสรุปได้ว่ามูลค่าของบริษัทจะสูงขึ้นตามระดับความโปร่งใสและบรรษัทภิบาลของบริษัทโดยตรง (สมชาย สุภัทรกุล, 2544)

คำกล่าวข้างต้นสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Lyjak et al (1995) ซึ่งศึกษาเกี่ยวกับเหตุผลที่ทำให้ธุรกิจสนใจการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับสภาพแวดล้อมและองค์ประกอบของธุรกิจที่ครอบคลุมความรับผิดชอบต่อสังคม หรือ Social and ethical accounting, auditing and reporting (SEAR) ซึ่งสะท้อนว่าเป็นองค์ประกอบที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมโดยรวม และเป็นองค์ประกอบที่ถึงพร้อมด้วยบรรษัทภิบาล เนื่องจากประโยชน์ที่ได้รับจากการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว ได้แก่ พนักงานจะมีความจงรักภักดีต่อธุรกิจ อันจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของผลิตภาพ และลูกค้าจะเกิดความเชื่อมั่นในธุรกิจซึ่งจะส่งผลต่อยอดขายที่เพิ่มมากขึ้น สังคมก็จะให้การยอมรับต่อองค์กร ภาครัฐจะให้ความช่วยเหลือหรือสนับสนุนธุรกิจมากขึ้น ซึ่งผลประโยชน์ดังกล่าวข้างต้นนี้จะก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มของธุรกิจในท้ายที่สุด

ขณะที่ผลการวิจัยของนวนลภา อัครพุทธิพรและพลพร ศรีจันทเพชร (2550) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างช่วงคะแนนของระดับบรรษัทภิบาลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) กับผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin's Q โดยศึกษาเฉพาะบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในระดับ "ดี" "ดีมาก" และ "ดีเลิศ" ผลการวิจัยพบว่าผลที่ได้รับจากการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับค่า Tobin's Q แต่งานวิจัยฉบับนี้ไม่สามารถตอบได้ว่าการที่บริษัทจดทะเบียนจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจนได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในช่วงคะแนนที่แตกต่างกันไปจะมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

นอกจากนี้ Limpaphayom และ Connelly (2004) วิจัยเรื่อง Corporate Governance in Thailand โดยวัตถุประสงค์ข้อหนึ่งเพื่อศึกษาว่าการมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้องค์กรมีผลการปฏิบัติงานที่ดีขึ้นหรือไม่

คณะผู้วิจัยได้เปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและ Tobin's Q ซึ่งผลการคำนวณคะแนนการกำกับดูแลกิจการมาจากผลของแบบสอบถามของกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 61 บริษัท ทั้งนี้ Tobin's Q หรือค่า Q เพื่อเป็นวิธีวัดผลการปฏิบัติงานโดยการเปรียบเทียบสัดส่วนระหว่างมูลค่าตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ของบริษัทกับราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) โดยแนวคิดนี้ได้รับการเสนอจาก Professor James T. Tobin (มหาวิทยาลัยชิคาโก, 1958) แม้ผลสรุปจะออกมาว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงจะมีค่า Tobin's Q สูงกว่าบริษัทกลุ่มอื่นแต่ก็ยังมีบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการน้อยแต่มีค่า Tobin's Q สูง แต่ผลทางสถิติกลับแสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการและ Tobin's Q ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อันเกิดจากการที่มีบริษัทตัวอย่างน้อยหรือนักลงทุนอาจไม่ได้ติดตามบริษัทตัวอย่างหรือหุ้นของบริษัทตัวอย่างอาจมีสภาพคล่องน้อย อย่างไรก็ตามเมื่อคณะผู้วิจัยได้เปลี่ยนกลุ่มตัวอย่างและวิธีการคำนวณคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ผลการวิจัยกลับแสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ Tobin's Q ซึ่งหมายความว่า บริษัทภิบาลจะช่วยให้องค์กรสามารถสร้างมูลค่าทางธุรกิจเพิ่มขึ้นได้อย่างแท้จริง

ข้อสรุปข้างต้นมีความสอดคล้องกับการศึกษาของ Miyajima (2006) และ Gomper et al. (2003) ที่แสดงให้เห็นถึงข้อเท็จจริงที่ว่า ผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งวัดด้วยผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets) กำไรสุทธิ (Net Profit) และ อัตราการเติบโตของกิจการ (Company Growth) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับของบรรษัทภิบาลของกิจการอย่างเป็นรูปธรรม

แต่หากพิจารณาถึงระดับของบรรษัทภิบาลในแต่ละกิจการที่แตกต่างกันแล้ว ตัววัดระดับของการกำกับดูแลกิจการคือดัชนีประกอบสำคัญที่มีผลต่อความเข้มข้นของบรรษัทภิบาลในกิจการนั้นๆ อย่างยิ่งยวด เหตุด้วยตัววัด

ดังกล่าวจัดเป็นเครื่องชี้ระดับความสำเร็จของการนำบรรษัทภิบาลเข้าไปปรับใช้ในกิจการแต่ละแห่ง ทั้งนี้ ตัววัดที่สะท้อนระดับของบรรษัทภิบาลอย่างมีสาระสำคัญประกอบด้วยสัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน ซึ่งจะเข้าไปมีส่วนในการกำกับกิจการ (Corporate Control) ให้ดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล (Pound, 1988) สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อยซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงการกระจายการถือครองหลักทรัพย์มิให้กระจุกตัวในกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งมากเกินไป (กิตติพงศ์ อรุณพัฒน์พงศ์, 2545; ศรายุทธ เรื่อง สุวรรณและคณะ, 2552) ระดับของอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่แสดงให้เห็นถึงอิทธิพลของผู้ให้กู้ยืมที่มีต่อกิจการ (Berlitz et al., 1988; Nibler and Marcus, 1997) คณะกรรมการภายนอก (Eric Helland and Michael Sykuta, 2005; Lee และ Carlson, 2007) และจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท (Mohammad Abdullah, 2008; Kajola, 2008)

กรอบบรรษัทภิบาลของ OECD

The OECD Principles of Corporate Governance ได้รับการรับรองโดยคณะกรรมการ OECD ตั้งแต่ 1999 และเป็นต้นแบบสากลสำหรับการยึดเป็นแนวทางในการพิจารณาประเมินและจัดทำข้อกำหนดเพื่อพัฒนาความเป็นบรรษัทภิบาลสำหรับรัฐบาลในแต่ละประเทศทั้งในและนอกกลุ่มสมาชิก OECD อีกทั้งหลักการนี้ยังเป็นการช่วยแนะนำนักลงทุนทั้งบุคคลและสถาบันรวมถึงผู้มีส่วนได้เสียต่างๆ เข้าไปมีบทบาทในการพัฒนาการดำรงอยู่ของบรรษัทภิบาลอีกด้วย

หลักการบรรษัทภิบาลของ OECD ถูกจำแนกได้เป็น 6 หมวด ดังนี้ (OECD, 2004)

1. Ensuring the basic for an effective corporate governance framework
2. The rights of shareholders and key ownership functions

3. The equitable treatment of shareholders
4. The role of stakeholders in corporate governance
5. Disclosure and transparency
6. The responsibilities of the board

ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้พัฒนาหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2549 เป็นการนำข้อพึงปฏิบัติจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อที่ได้ประกาศใช้เมื่อเดือนมีนาคม 2545 ให้เทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ Organization for Economic Co-operation and Development ซึ่งประกอบด้วยหลักการและแนวทางการปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ แต่ไม่รวมถึงเรื่องที่ถูกกฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติไว้อย่างชัดเจนแล้ว โดยเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด ได้แก่

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น: ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของ โดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน

2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน: ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับค่าชดเชย

3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย: ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่ได้ตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ

4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส: คณะกรรมการควรทำให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลทางการเงินอย่าง

ถูกต้อง ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ

5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ: คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ

ผลการดำเนินงานทางการเงิน

แบบจำลองการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ Residual Income Model หรือที่รู้จักในชื่อว่าวิธี RIM ได้มีการกล่าวถึงในแวดวงวิชาการมาเป็นระยะเวลายาวนาน ในทางทฤษฎีแล้วแบบจำลอง RIM ได้ถูกพัฒนามาจากแบบจำลองการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ Dividend Discount Model หรือ DDM การพัฒนาแบบจำลองเป็นผลมาจากการแปรสมมติฐานทางคณิตศาสตร์ (สมชาย สุภัทรกุล, 2546) อย่างไรก็ตาม ความแตกต่างของแบบจำลอง RIM และแบบจำลอง DDM คือ RIM เป็นวิธีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ซึ่งใช้ข้อมูลทางการบัญชีที่รายงานไว้ในงบดุลและงบกำไรขาดทุนเป็นหลัก แต่ในขณะเดียวกัน RIM ก็ยังคงอิงพื้นฐานหลักการทางทฤษฎีของแบบจำลอง DDM และความสัมพันธ์ทางบัญชีที่เรียกว่า “Clean Surplus Relation” (CSR) เช่นเดียวกัน และสามารถแปลงรูปทางคณิตศาสตร์ซึ่งเชื่อมโยงไปยังอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นหรือ ROE อันแสดงได้ผ่านสมการดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned}
 P_t &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} [AE_{t+i}] / (1+r)^i \\
 &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} [NI_{t+i} - (r_e \times B_{t-1+i})] / (1+r)^i \\
 &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} [(NI_{t+i} / B_{t-1+i}) - r_e] \times B_{t-1+i} / (1+r)^i \\
 &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} [(ROE_{t+i} - r_e) \times B_{t-1+i}] / (1+r)^i
 \end{aligned}$$

โดยที่

P_t = ราคาหลักทรัพย์ (Price) สำหรับงวดเวลา t

AE_t = กำไรเกินปกติ (Abnormal Earnings) สำหรับงวดเวลา t

NI_t = กำไรสุทธิ (Net Income) สำหรับงวดเวลา t

B_t = มูลค่าตามบัญชี (Book Value) สำหรับงวดเวลา t

ROE_t = อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) สำหรับงวดเวลา t

โดยส่วนใหญ่แล้ว นักลงทุนมักจะประเมินผลการดำเนินงานหรือผลประกอบการของบริษัทผ่านทาง การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งนักลงทุนมักจะวิเคราะห์ ด้วยการวิเคราะห์ DuPont Analysis เป็นพื้นฐานสำคัญ ในการดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงิน ซึ่งตัวแบบ DuPont Analysis จะอธิบายเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ซึ่ง จะประกอบไปด้วย 2 องค์ประกอบหลักได้แก่ อัตรา ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) และความเสียหายทางการเงิน (Financial Leverage: LEV) ซึ่ง ตัวแบบการวิเคราะห์ DuPont Analysis สามารถอธิบายได้ ดังนี้

$$ROE_t = ROA_t \times LEV_t$$

โดยที่

ROE_t = อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) สำหรับงวดเวลา t

ROA_t = อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Return on Assets) สำหรับงวดเวลา t

LEV_t = ความเสียหายทางการเงิน (Financial Leverage) ณ เวลา t

ทั้งนี้ การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งแปลงมาจากกำไรเกินปกติ (Abnormal Return: AE) ของบริษัทในระบบจำลอง Residual Income Model จะสามารถให้ คำอธิบายถึงอัตราส่วนทางการเงินที่สะท้อน

ผลประกอบการของบริษัท และเชื่อมโยงผ่านไปสู่มูลค่าหรือ กิจกรรมได้อย่างเป็นรูปธรรม

ระเบียบวิธีวิจัย

ข้อมูลและวิธีการวิเคราะห์

(Data and Method of Analysis)

การกำหนดตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยนี้ซึ่งผู้วิจัยกำหนด ให้ตัวแปรอิสระคือระดับของบรรษัทภิบาลของกิจการ ตามกรอบแนวคิดของ OECD และต้นแบบตามคือผลการ ดำเนินงานทางการเงินซึ่งวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วน ของผู้ถือหุ้น หรือ ROE ในระยะเวลาที่สอดคล้องกับ ช่วงเวลาที่วัดระดับบรรษัทภิบาลอย่างเหมาะสม

อย่างไรก็ดี หัวแ่ระดับบรรษัทภิบาลจะได้รับการ วัดค่าโดยใช้ตัวแบบที่เหมาะสมสำหรับการวัดความเข้มข้น ของระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ใช้กันอย่างแพร่หลาย ในงานวิจัยทั้งในไทยและต่างประเทศ ซึ่งประกอบด้วย

1. สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (% Institutional Investors: %II) ของบริษัท ซึ่งแสดง ให้เห็นถึงบรรษัทภิบาลด้านสิทธิของผู้ถือหุ้น โดยสัดส่วนนี้ จะถูกคำนวณค่าในวันสิ้นงวดเวลาใดเวลาหนึ่งที่กำหนดไว้
2. สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อย (% Free Float: %FF) ของบริษัท ซึ่งแสดงให้เห็นถึง บรรษัทภิบาลด้านการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน โดยสัดส่วนนี้จะถูกคำนวณค่าในวันสิ้นงวดเวลาใดเวลาหนึ่ง ที่กำหนดไว้
3. อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio: DE) ของ บริษัท ซึ่งแสดงให้เห็นถึงบรรษัทภิบาลด้านบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย โดยผู้ให้กู้ยืมมีแรงจูงใจที่จะเข้ามามีบทบาทใน การกำกับและตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัท เพื่อรักษา ผลประโยชน์ของตนที่จะผลักดันให้บริษัทจ่ายชำระหนี้สิน ตามกำหนดเวลาที่ระบุไว้ ทั้งนี้ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนจะถูก คำนวณ ณ วันสิ้นงวดเวลาใดเวลาหนึ่งที่กำหนดไว้
4. สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการ บริษัททั้งหมด (% Outside Directors: %OD) ซึ่งแสดงให้

เห็นถึงบรรษัทภิบาลด้านการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส โดยสัดส่วนนี้จะถูกคำนวณบนพื้นฐานการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทในปีที่กำหนดไว้ที่ระบุว่าการกรรมการบริษัทท่านใดเป็นกรรมการอิสระอย่างชัดเจน

5. จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท (Board Size: BS) ซึ่งแสดงให้เห็นถึงบรรษัทภิบาลด้านความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ซึ่งหน้าที่ของคณะกรรมการจะช่วยให้การกำกับดูแลการบริหารจัดการของบริษัทเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ได้อย่างเป็นรูปธรรม โดยยังมีจำนวนกรรมการมากเท่าใดก็หมายความว่าคณะกรรมการของบริษัทจะยิ่งมีความรู้และประสบการณ์ที่หลากหลายและเติมเต็มซึ่งกันและกันจนนำไปสู่การตัดสินใจที่มีคุณภาพในการกำกับดูแลกิจการได้เป็นอย่างดี

ในขณะเดียวกัน ตัวแปรผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่ถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรตามจะได้รับการวัดค่าโดยใช้ ROE ซึ่งแสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนที่บริษัทสามารถสร้างขึ้นเพื่อส่งมอบให้กับผู้เป็นเจ้าของอย่างชัดเจน อย่างไรก็ตาม ROE จะถูกคำนวณ ณ เวลาใดเวลาหนึ่งของปีที่กำหนดไว้ซึ่งสอดคล้องกับการคำนวณตัววัดของตัวแปรบรรษัทภิบาลอย่างเหมาะสม

นอกจากนี้ งานวิจัยฉบับนี้ใช้ข้อมูลทางการเงินและการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยครอบคลุมเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดอาหารและเครื่องดื่มในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ซึ่งได้รับการคัดเลือกตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรวมทั้งสิ้น 25 บริษัท โดยผู้วิจัยได้รวบรวมและเก็บข้อมูล ณ สิ้นงวดปี 2007 ปี 2008 และปี 2009 จึงทั้งหมด 75 ตัวอย่าง ในขณะที่เดียวกันผู้วิจัยได้ใช้วิธีการทางสถิติประเภทการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบข้อมูลระดับบรรษัทภิบาลและผลตอบแทนทางการเงิน โดยสามารถเขียนสมการได้ดังต่อไปนี้

$$ROE = a_0 + b_1(\%II) + b_2(\%FF) + b_3(FF) + b_4(\%OD) + b_5(BS)$$

โดยที่

- ROE หมายถึง อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น
 %II หมายถึง สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด
 %FF หมายถึง สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด
 DE หมายถึง กำไรส่วนหนึ่งคืนต่อทุน
 %OD หมายถึง สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด
 BS หมายถึง จำนวนกรรมการของคณะกรรมการบริษัท

สมมติฐานงานวิจัย

- H0: ROE ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในหมวดอาหารและเครื่องดื่มมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด
- H2: ROE ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในหมวดอาหารและเครื่องดื่มมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด
- H3: ROE ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในหมวดอาหารและเครื่องดื่มมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนึ่งคืนต่อทุน
- H4: ROE ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในหมวดอาหารและเครื่องดื่มมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด
- H5: ROE ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในหมวดอาหารและเครื่องดื่มมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับจำนวนกรรมการของคณะกรรมการบริษัท

ผลการวิจัย

การตรวจสอบข้อมูลเบื้องต้นได้ถูกดำเนินการอย่างละเอียดเพื่อพิจารณาถึงความสัมพันธ์ระหว่างกันของตัวแปรอิสระทั้งในรูปแบบของ Singularity และ Multicollinearity ซึ่งมีผลกระทบโดยตรงต่อการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ผลการทดสอบแสดงให้เห็นได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างกันของตัวแปรอิสระอยู่ใน

ระดับที่ไม่มีอิทธิพลต่อการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) กล่าวคือ ไม่มีตัวแปรอิสระใดที่มีความสัมพันธ์เท่ากับ 1 หรือมากกว่า 0.9 ดังแสดงไว้ในตารางที่ 1 ซึ่งทำให้ตัวแปรอิสระเหล่านี้สามารถนำมาคำนวณในตัวแบบของสมการได้ตามที่ข้อกำหนดเบื้องต้นกำหนดไว้

ตารางที่ 1 แสดงผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรแบบ Pearson's

ประเภท	% Institutional Investors	% Free Float	D/E Ratio	% Outside Directors	Board Size
% Institutional Investors	1				
% Free Float	-0.099	1			
D/E Ratio	0.124	0.084	1		
% Outside Directors	0.414**	0.100	0.063	1	
Board Size	-0.318**	-0.304**	-0.110	-0.643**	1

** ณ ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01

ผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ได้แสดงไว้ในตารางที่ 2 โดยแบบจำลองทางคณิตศาสตร์ในงานวิจัยที่นำมาทดสอบความน่าเชื่อถือของตัวแบบแสดงให้เห็นว่า ตัวแบบดังกล่าวสามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ได้แก่ % Institutional Investors, % Free Float, D/E Ratio, %

Outside Directors และ Board Size กับ ROE ได้ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ซึ่งค่า Sig. ของการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเท่ากับ 0.000 ทั้งนี้ ตัวแบบนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ ROE ได้ 0.664 (R Square เท่ากับ 0.664)

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบสถิติ Multiple Regression (b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.276	4	0.855	27.211	0.000 ^a
	Residual	2.169	75	0.031		
	Total	6.445	79			

a. Predictors: (Constant), %II, %FF, DE, %OD, BS

b. Dependent Variable: ROE

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาค่านัยสำคัญของสัมประสิทธิ์ของตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระแต่ละตัวจะเห็นได้ว่า ตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) มีค่านัยสำคัญส่วนเพิ่มเท่ากับ 0.000 ขณะที่ตัวแปรอิสระอื่นๆ มิได้มีนัยสำคัญทางสถิติและนัยสำคัญส่วนเพิ่มแม้แต่น้อย ซึ่งประกอบด้วย สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (% Institutional Investors) สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อย (% Free Float) สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด (% Outside Directors) จำนวนกรรมการของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) ซึ่งค่านัยสำคัญเท่ากับ 0.753, 0.566, 0.544 และ 0.181 ตามลำดับ

ผลการทดสอบค่าพารามิเตอร์ในตัวแบบซึ่งพิจารณาจากการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระเฉพาะอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) เท่านั้นที่แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ($p = 0.000$) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ตัวแปรข้างต้นมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท แต่เมื่อพิจารณาค่า t-test พบว่า เครื่องหมายของค่าสัมประสิทธิ์มีค่าตรงข้ามกับสมมติฐานที่กำหนดไว้ตั้งแต่ต้น ซึ่งเป็นผลมาจากการที่บริษัทยังคงภาระหนี้สินสูงเท่าใด บริษัทก็จะมีภาระผูกพันที่จะต้องจ่ายมากขึ้น (Debt Burden) รวมไปถึงการผูกพันกับเงื่อนไขการก่อหนี้ (Debt Covenant) ที่บริษัทจำเป็นต้องปฏิบัติตาม จึงทำให้บริษัทถูกจำกัดความสามารถที่จะเข้าไปแสวงหาโครงการที่มีผลตอบแทนสูงและมีความเสี่ยงสูงได้ ด้วยเหตุนี้ บริษัทจึงไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนในระดับที่สูงตามที่ต้องการได้ ผลการวิจัยข้างต้นสอดคล้องกับการศึกษาของ Perlitz and Segar (1994) ที่พบว่า บริษัทที่ถูกควบคุมจากธนาคารในระดับสูงจะมีความสามารถในการทำกำไรและการเติบโตของกิจการต่ำกว่าบริษัทที่ถูกควบคุมจากธนาคารเพียงเล็กน้อย ดังนั้น หากบริษัทมีอัตราดอกเบี้ยสูงได้ก็เท่ากับบริษัทต้องยอมรับการลดลงของอัตราผลตอบแทนด้วยเช่นเดียวกัน

นอกจากนี้ คำอธิบายที่เป็นไปได้ของผลการทดสอบของตัวแปรอิสระอีก 4 ตัวได้แก่ % Institutional Investors, % Free Float, % Outside Directors และ Board Size ซึ่งทั้ง 4 ตัวแปรไม่แสดงนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ไม่สามารถกล่าวได้ว่า ตัวแปรทั้งหมดข้างต้นส่งผลต่อ ROE สามารถอธิบายเหตุผลได้ดังข้างล่าง

แม้ว่าตัวแปร % Institutional Investors จะแสดงชี้ว่า นักลงทุนสถาบันโดยที่ไหลเข้าใหม่ที่จะเข้าไปเกี่ยวข้องกับการใช้สิทธิความเป็นผู้ถือหุ้นในการกำหนดกลยุทธ์การบริหารจัดการของบริษัท หรือการตัดสินใจในเรื่องสำคัญของกิจการมากกว่านักลงทุนรายอื่นก็ตาม (Brickley et al., 1988) แต่การเข้าไปก็อาจลดทิศทางการประกอบธุรกิจที่จะเพิ่มอัตราผลตอบแทนหรือมูลค่าของบริษัทซึ่งคงถูกจำกัดอยู่ โดยที่นักลงทุนสถาบันจะแสดงบทบาทการเป็นผู้ควบคุมและตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหารและแก้ไขปัญหาการฉีกเอื้อของผู้มีหน้าที่ (Free-rider Problem) เท่านั้น (Grossman and Hart, 1980) เพราะฉะนั้น % Institutional Investors อาจไม่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินอย่างมีสาระสำคัญดังเหตุผลที่กล่าวข้างต้น

ในขณะเดียวกัน ตัวแปร % Free Float อาจเกิดจากบริษัทที่จัดเก็บข้อมูลมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยในระดับสูงจะส่งผลให้บริษัทนั้นจะมีความผันผวนของราคาหุ้นเป็นอย่างมากและลดความสนใจในการลงทุนจากนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายใหญ่ เพราะการถือครองหุ้นเป็นจำนวนมากของผู้ถือหุ้นรายย่อยอาจทำให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นขาดเสถียรภาพได้ จากการที่การซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนมือค่อนข้างเร็วของนักลงทุนรายย่อย ทำให้นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายใหญ่เกรงว่าอาจได้รับผลกระทบจากการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเมื่อนักลงทุนสถาบันหรือนักลงทุนรายใหญ่ลงทุนในระดับต่ำก็ส่งผลกับมูลค่าของบริษัทในทางลบเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของศรายุทธ เรืองสุวรรณและคณะ (2552) ที่สรุปว่า ยังมี % Free Float มากขึ้นจะทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง

นอกจากนี้ ตัวแปร % Outside Directors ก็แสดงทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานที่กำหนดไว้ เนื่องด้วยกรรมการภายนอกอาจจะไม่ได้เป็นอิสระหรือทำหน้าที่ของตนเองอย่างเต็มที่ ซึ่งเป็นไปตามผลการวิจัยของ Bhagat and Black (1997) ที่พบว่ากรรมมีส่วนของกรรมการอิสระที่สูงอาจจะลดผลการเติบโตของผลประกอบการทางการเงินของบริษัท แต่ทั้งนี้ไม่รวมถึงผลประกอบการในอนาคตซึ่งไม่มีหลักฐานความเชื่อมโยงกับ % Outside Directors ขณะที่ Board Size ก็แสดงผลที่ขัดแย้งกับสมมติฐานของงานวิจัยฉบับนี้เช่นกัน ซึ่งอาจกล่าวได้ว่า ยิ่งบริษัทมีจำนวนกรรมการมากเท่าใด อัตราผลตอบแทนทางการเงินจะยิ่งน้อยลงเท่านั้น หรืออีกนัยหนึ่งว่า หากจำนวนกรรมการมีมากเกินไปจะทำให้เป็นการยากที่จะประสานความร่วมมืออย่างมีประสิทธิภาพ และส่งผลให้การอภิปรายในประเด็นสำคัญของการบริหารจัดการท่ามกลางบรรดากรรมการเป็นไปด้วยความลำบาก ด้วยเหตุนี้การมีจำนวนกรรมการที่ไม่มากนักจะส่งผลให้บริษัทสามารถสร้างผลการดำเนินงานได้มีประสิทธิภาพมากกว่า (Mak and Kusnadi, 2005)

unasp

แม้ว่าประเทศไทยโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะนำเอาหลักการบรรษัทภิบาลของ OECD มาปรับใช้เป็นเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน แต่ผลการวิจัยกลับชี้ให้เห็นว่า การนำกรอบแนวคิดเกี่ยวกับบรรษัทภิบาลดังกล่าวมาปฏิบัติกลับส่งผลเสริมผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยเฉพาะอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แม้แต่กฎ กติกา แม้ตัวแบบการวิจัยจะให้ผลลัพธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่กลับมีเครื่องหมายตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่กำหนดไว้ จึงปฏิเสธสมมติฐานของงานวิจัย ด้วยเหตุนี้จึงกล่าว หน่วยงานกำกับดูแลหรือหน่วยงานที่มีหน้าที่เกี่ยวกับการกำหนดนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบรรษัทภิบาลที่ระมัดระวังการนำเอาหลักการของต่างประเทศมาใช้ในประเทศไทย โดยการปรับเปลี่ยน

ให้เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจของประเทศที่ ซึ่งอาจจะช่วยให้การปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของบรรษัทภิบาลช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของบริษัทมากขึ้น

อย่างไรก็ตาม เนื่องด้วยทุกบริษัทต่างปฏิบัติตามกฎเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ประกาศโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยดีทุกบริษัท จึงทำให้ค่าตัวแปรอิสระไม่มีค่าคงที่ หรือความผันแปร (Variation) ของข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบ ขณะที่ ROE มีค่าที่ค่อนข้างกว้าง ดังนั้น ผลการทดสอบจึงไม่มีความแตกต่างในกลุ่มตัวแปรอิสระหรือกล่าวได้ว่าระดับของบรรษัทภิบาลไม่แตกต่างกัน นอกจากนี้ วิจัยฉบับนี้อาจจำเป็นต้องการวิจัยต่อเนื่องอาจจะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทางด้านบรรษัทภิบาลกับวิธีการวัดผลประกอบการทางการเงินในรูปแบบอื่น อาทิ อัตราการเติบโตของรายได้ หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ เป็นต้น ซึ่งจะช่วยขยายองค์ความรู้ทางด้านนี้ให้กว้างขวางยิ่งขึ้นต่อไป

เอกสารอ้างอิง

กิตติพงษ์ อรุณีพัฒน์พงศ์. (2545). สิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทมหาชนไทย : ทางสู่บรรษัทภิบาล. *การเงินการธนาคาร*, ISSN 0125-7597.

เดือนเด่น นิคมบริรักษ์ และ รจิตกนก จิตมั่นชัยธรรม. (2544). การคอร์รัปชันในภาคธุรกิจกับบรรษัทภิบาลในประเทศไทย. *รายงานที่ตีพิมพ์*, 29, 3–15.

นวลนภา อัครพุทธิพร และ ศิลพร ศรีจันทเพชร. (2550). คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 6, 95–106.

มนวิภา ผดุงสิทธิ์. (2548). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 106, 13–22.

- ไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล และ เสาวณีย์ สีชมวัฒน์. (2549). การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยการลงทุนหรือไม่. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 4, 4-14.
- ศรายุทธ เรื่องสุวรรณ และ คณะ. (2552). ระดับของบรรษัทภิบาลมีผลต่อมูลค่าของบริษัทหรือไม่?. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 12, 68-83.
- สมชาย สุภัทรกุล. (2544). คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน: ประโยชน์และการประเมินคุณภาพ. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 90, 11-21.
- สมชาย สุภัทรกุล. (2546). การประเมินราคาหุ้นตาม Edward-Bell-Ohlson (EBO) Model. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 97, 31-39.
- Bhagat Sanjai and Bernard Black. (1997). Do Independent Directors Matter?. *Working Paper*.
- Brickley J. A., R. C. Lease, and C. W. Smith. (1988). Ownership Structure and Voting on Anti-Takeover Amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- Gompers Paul A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick. Corporate Governance and Equity Prices. (Online), *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=278920>.
- Grossman S. and O. D. Hart. (1980). Takeover Bids, the Free-rider Problem and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*, 42-64.
- Helland, E. & Sykuta, M. (2005). Who's Monitoring the Monitor: Do Outside Directors Protect Shareholders' Interests?. *The Financial Review*, 40, 155-172.
- Kajola Sunday O. (2008). Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Nigerian Listed Firms. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 1(2), 1-10.
- Lee, S.K. & Carlson, L.R. (2007). The Changing Board of Directors: Board Independence in S&P 500 Firms. *Journal of Organizational Culture, Communication and Conflict*, 11 (1), 31-41.
- Limpaphayom, P. & Connolly, J. (2004). Corporate Governance in Thailand. *Working Paper*, Thai Institute of Directors Association, 1-54.
- Luijk et al. (1995). The Technology of Ethical Auditing. Brakelen: Nijenrode University, The Netherlands Business School, and the European Institute of Business Ethics.
- Magli M. and R. Nadarch. (2002). Corporate Governance: A Framework for Implementation. *Britain World Group Journal*, 20, 123-132.
- Mak Y. and Y. Kusnadi. (2005). Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship Between Board Size and Firm Value, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 301-318.
- Miyajima Hideaki. (2006). The Performance Effects and Determinants of Corporate Governance Reform in Japan. (Online). In Masahiko Aoki, Gregory Jackson & Hideaki Miyajima. (Eds.). *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=818347>.
- Mohammad Shaoib Abdullah. (2008). Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Firms: Evidence from Pakistan. *The Business Review*, 11, 282-289.

- Nibler Marcus. "Bank Control and Corporate Performance in Germany: The Evidence". *Working Paper No. 48*, St. John's College, Cambridge, June 1995.
- Organization for Economic Co-operation and Development. (2004). OECD Principles of Corporate Governance. OECD publications.
- Perlitz Manfred and F. Segar. (1994). The Role of Universal Banks in German Corporate Governance. *Business and the Contemporary World* 6/4, 46-67.
- Pound J. (1988). Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Rasiah Rajah. (1999). Assessing the Recovery Plans of Asian Economies Destabilized by Financial Crisis. *Conference paper*, Faculty of Economics and Business, UNIMAS.
- Van den Berghe, L. (2002) *Corporate Governance in a Globalising World*. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.

Download จาก...วารสารวิชาชีพบัญชี

ภาคผนวก (Appendix)

ตารางที่ 1 แสดงผลการทดสอบการแจกแจงแบบปกติของตัวแปร

ประเภท	ROE	% Institutional Investors	% Free Float	D/E Ratio	% Outside Directors	Board Size
Kolmogorov-Smirnov Test	2.291	1.890	1.305	3.120	0.540	1.040
Asymp. Sig. (2tailed)	0.000	0.002	0.066	0.000	0.485	0.229

a. Test distribution is Normal

b. Calculates from data

ตารางที่ 2 แสดงผลทางสถิติเชิงพรรณนา

ประเภท	ROE	% Institutional Investors	% Free Float	D/E Ratio	% Outside Directors	Board Size
N	75	75	75	75	75	75
Mean	0.098721219	23.13481333	31.30786697	1.111381933	30.8837813	11.70666667
Std. Deviation	0.29511898	25.99610546	17.65142198	5.305928757	9.2138745	3.455404437
Minimum	-1.78702076	0	5.91	-9.12562942	5.8823529	7
Maximum	1.21316657	87.42	100	44.26169021	50	23
Skewness	-3.12385935	1.421020196	1.845052433	7.362157272	-0.31715532	1.306843918
Std. Error of Skewness	0.277	0.277	0.277	0.277	0.277	0.277
Kurtosis	25.12732417	4.12326925	4.718195051	61.19915877	-0.16462853	2.65854565

ตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบสมการการถดถอย

Model Summary (b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	Durbin-Watson
1	.815 (a)	.664	.639	.1773	.664	27.211	5	69	0.000	1.531

a. Predictors: (Constant), %II, %FF, DE, %OD, BS

b. Dependent Variable: ROE

ANOVA (b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.276	4	1.069	27.211	0.000a
	Residual	2.169	75	.02879		
	Total	6.445	79			

a. Predictors: (Constant), %II, %FF, DE, %OD, BS

b. Dependent Variable: ROE

ตารางที่ 4 แสดงรายชื่อบริษัทจดทะเบียนหมวดอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Sector	Securities Name	
	Industry Group: Agro & Food Industry	
Food and Beverage	AGRIPURE HOLDINGS PUBLIC COMPANY LIMITED	APURE
	SEAFRESH INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	CFRESH
	DAIDOMON GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED	DAIDO
	FOOD AND DRINKS PUBLIC COMPANY LIMITED	F&D
	HAAD THIP PUBLIC COMPANY LIMITED	HTC
	KHON KAEN SUGAR INDUSTRY PUBLIC COMPANY LIMITED	KSL
	LAM SOON (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	LST
	MALEE SAMPRAN PUBLIC COMPANY LIMITED	MALEE
	MINOR INTERNATIONAL PUBLIC COMPANY LIMITED	MINT
	OISHI GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED	OISHI
	PRESIDENT BAKERY PUBLIC COMPANY LIMITED	PB
	PRESIDENT RICE PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED	PR
	S & P SYNDICATE PUBLIC COMPANY LIMITED	S&P
	THAI THEPAROS FOOD PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED	SAUCE
	SIAM FOOD PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED	SFP
	S. KHONKAEN FOODS PUBLIC COMPANY LIMITED	SORKON
	SERM SUK PUBLIC COMPANY LIMITED	SSC
	SURAPON FOODS PUBLIC COMPANY LIMITED	SSF
	TROPICAL CANNING (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	TC
	THAI PRESIDENT FOODS PUBLIC COMPANY LIMITED	TF
TIPCO FOODS (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	TIPCO	
THAI UNION FROZEN PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED	TUF	
THAI VEGETABLE OIL PUBLIC COMPANY LIMITED	TVO	
THAI WAH FOOD PRODUCTS PUBLIC COMPANY LIMITED	TWFP	
UNITED FLOUR MILL PUBLIC COMPANY LIMITED	UFM	

หมายเหตุ: ตัดบริษัท PREMIER MARKETING PUBLIC COMPANY LIMITED (PM) ออก เนื่องจากไม่มีข้อมูลปี 2550

