

ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการบริษัท กับโอกาสในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อมลนันท์ ชูจิต

นักวิชาการตรวจเงินแผ่นดินปฏิบัติการ

สำนักงานการตรวจเงินแผ่นดิน

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 15 พฤศจิกายน 2563

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 4 มกราคม 2564

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 5 กุมภาพันธ์ 2564

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับโอกาสในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,301 ตัวอย่าง ระหว่างปี พ.ศ. 2559-2561 โดยผู้วิจัยเลือกใช้แบบจำลอง EM-Score Model ในการพยากรณ์โอกาสในการล้มละลายและทำการศึกษาการกำกับดูแลกิจการจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ การควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นบุคคลเดียวกัน และขนาดคณะกรรมการ ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนนักลงทุนสถาบันและการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นบุคคลเดียวกันมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับโอกาสในการล้มละลาย โดยนักลงทุนสถาบันก่อให้เกิดโอกาสในการล้มละลายต่ำ และการดำรงตำแหน่งประธานบริหารและประธานกรรมการเป็นบุคคลเดียวกันก่อให้เกิดโอกาสในการล้มละลายสูงกว่าการแยกดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหาร นอกจากนี้ ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ และขนาดคณะกรรมการกับโอกาสในการล้มละลาย

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ โอกาสในการล้มละลาย ความเครียดทางการเงิน

The Relationship between Corporate Governance and Bankruptcy Risk of Companies Listed on The Stock Exchange of Thailand

Amonlanan Choojit

Auditor, Practitioner Level,

State Audit Office of the Kingdom of Thailand

Received: November 15, 2020

Revised: January 4, 2021

Accepted: February 5, 2021

ABSTRACT

This study examines the relationship between corporate governance and bankruptcy risk of companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). The 1,301 samples were examined from 2016 to 2018. Data was collected from secondary sources and analyzed by descriptive statistics and inferential statistics. The emerging market score model (EM-Score Model) was used to predict bankruptcy risk. The corporate governance was focused on major shareholders, institutional investors, independent committee, chief executive officer (CEO) duality, and board size. The result shows that institutional investors and CEO duality are significantly associated with bankruptcy risk. The institutional investor has low bankruptcy risk whereas CEO duality has higher bankruptcy risk than non-duality. In addition, the result found that major shareholders, independent committee, and board size are not significantly associated with bankruptcy risk.

Keywords: Corporate Governance, Bankruptcy Risk, Financial Distress

1. บทนำ

การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีส่วนช่วยให้กิจการสามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและช่วยให้กิจการสามารถลดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interest) จากการที่ฝ่ายต่างต้องการเอื้อผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นให้แก่ตนเอง จนก่อให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ตามมา นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการดำเนินงานที่อาจส่งผลให้กิจการไม่สามารถดำเนินงานต่อไปได้ในอนาคต อีกทั้งช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ จนส่งผลให้กิจการมีความเจริญก้าวหน้าและมีมูลค่าเพิ่มขึ้น จากการศึกษาของ Love and Klapper, 2002 พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีส่วนให้กิจการมีการดำเนินงานที่ดีขึ้นตามไปด้วย ซึ่งการที่กิจการมีการดำเนินงานที่ดีนั้นแสดงถึงความเสี่ยงในการล้มละลายของกิจการลดลง เนื่องจากความเสี่ยงในการล้มละลายนั่นหมายถึง การที่กิจการมีผลการดำเนินงานติดลบหรือหมายถึงการที่กิจการขาดความสามารถในการจ่ายชำระผูกพันที่เกิดขึ้น โครงสร้างผู้ถือหุ้นถือเป็นส่วนหนึ่งในการกำกับดูแลกิจการ โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นอาจส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการ งานวิจัยตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ (Claessens, Djankov, Fan, and Lang, 2002; Nahar, 2006) โดยมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นแสดงให้เห็นว่ากิจการมีความมั่นคงและมีความสามารถในการดำเนินงานเพิ่มขึ้น การมีความสามารถในการดำเนินงานเป็นสัญญาณที่ดีที่แสดงให้เห็นว่ากิจการสามารถดำเนินงานได้ต่อไปในอนาคต และเป็นการแสดงให้เห็นว่ากิจการมีโอกาสในการล้มละลายลดลง สำหรับคณะกรรมการบริษัทจากงานวิจัยที่ผ่านมาพบความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการทั้งทางบวกและทางลบ โดย Jiraporn and Lee (2017) พบว่า ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างคณะกรรมการบริษัทกับความอยู่รอดของกิจการ ซึ่งขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Simpson and Gleason (1999) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างคณะกรรมการบริษัทและโอกาสในการล้มละลายของกิจการ

สำหรับความเสี่ยงในการล้มละลายของกิจการนั้นได้มีการศึกษาและพัฒนาเครื่องมือสำหรับใช้ในการคาดการณ์โอกาสในการล้มละลายตั้งแต่อดีต เนื่องจากหากนักลงทุนหรือผู้มีส่วนได้เสียของกิจการสามารถคาดการณ์การล้มละลายของกิจการได้อย่างแม่นยำ ส่งผลให้บุคคลเหล่านั้นลดความเสี่ยงในการลงทุนและสามารถตัดสินใจในการดำเนินงานได้ดียิ่งขึ้น งานวิจัยที่ผ่านมาพบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับโอกาสในการล้มละลายหลากหลาย เช่น Wei et al. (2016) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับความเสี่ยงในการล้มละลาย ซึ่งขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Manzanegue, Merzanegue, and Priego (2016) ที่พบความสัมพันธ์ในเชิงลบ

งานวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการประเภทต่าง ๆ กับโอกาสที่กิจการจะล้มละลาย โดยทำการแบ่งการกำกับดูแลกิจการออกเป็น 6 ประเภท ประกอบด้วย ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ นักลงทุนสถาบัน คณะกรรมการอิสระ การควบคุมตำแหน่งคณะกรรมการและผู้บริหารเป็นบุคคลเดียวกัน และขนาดของคณะกรรมการ โดยมุ่งหวังว่างานวิจัยชิ้นนี้ช่วยให้นักลงทุน ผู้มีส่วนได้เสียและผู้ที่เกี่ยวข้องมีความรู้ ความเข้าใจ ในความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับโอกาสที่กิจการจะล้มละลาย อีกทั้งช่วยให้เกิดความระมัดระวังในการตัดสินใจใช้ข้อมูลในงบการเงิน เพื่อประกอบการตัดสินใจและช่วยลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุน ช่วยให้กิจการสามารถวางแผนสภาพแวดล้อมและโครงสร้างการดำเนินงานภายในองค์กร เพื่อให้องค์กรสามารถรับมือและเตรียมกับความเสี่ยงอาจเกิดขึ้นได้ในอนาคต และช่วยให้หน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลลดความเสี่ยงในการกำกับดูแลกิจการ และสามารถวางแผนป้องกันพร้อมทั้งรับมือกับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตได้อย่างมีประสิทธิภาพและทันเวลา

2. ทฤษฎีการจูงใจ

Jensen and Meckling (1979) ได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสองฝ่าย คือ ฝ่ายตัวการ (Principal) และฝ่ายตัวแทน (Agent) โดยฝ่ายตัวการคือผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนของกิจการ และฝ่ายตัวแทนคือผู้บริหารหรือคณะกรรมการของกิจการ โดยการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างผู้เป็นเจ้าของกิจการและผู้บริหาร อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interest) จากการที่ต่างฝ่ายต่างต้องการเอื้อผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นให้แก่ตนเอง สาเหตุส่วนใหญ่เกิดจากการที่ผู้บริหารหรือคณะกรรมการทำการบริหารงาน เพื่อสร้างผลประโยชน์แก่ตนเองแทนที่จะทำการบริหารงาน โดยคำนึงถึงผลประโยชน์และผลตอบแทนสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น หรืออาจเกิดจากการที่ผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทนไม่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการ จากสาเหตุดังกล่าวอาจก่อให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ตามมา

จากการศึกษาของ McColgan (2001) ปัญหาที่เกิดขึ้นระหว่างตัวการและตัวแทนสามารถแบ่งได้เป็น 4 ประเภท ดังนี้

1. Moral-Hazard คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากผู้บริหาร ซึ่งเป็นตัวแทนบริหารงาน โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และเป็นปัญหาที่ตัวการหรือผู้ถือหุ้นไม่มั่นใจในการทำงานของตัวแทนว่าได้นำเงินไปเต็มประสิทธิภาพหรือไม่

2. Earnings Retention คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกี่ยวข้องกับขนาดของกิจการ (Firm Size) ที่วัดโดยกำไรสุทธิของกิจการ โดยผู้บริหารใช้ประโยชน์จากโครงสร้างเงินทุนที่เป็นแหล่งเงินทุนภายในมากกว่าการหาแหล่งเงินทุนภายนอก ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนประเภทเงินปันผลลดลง

3. Time Horizon คือ ปัญหาความขัดแย้งจากระยะเวลาการลงทุนปัญหานี้เกิดจากผู้ถือหุ้นให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดในอนาคต แต่ผู้บริหารให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดในระยะเวลาที่ตนเองทำการบริหารงานอยู่เท่านั้น โดยผู้บริหารมักทำการลงทุนในโครงการระยะสั้นแทนการลงทุนในโครงการระยะยาวที่ให้ผลประโยชน์สูงกว่า โดยปัญหานี้มักพบในผู้บริหารที่ใกล้เกษียณ

4. Risk Aversion คือ ปัญหาความขัดแย้งจากพฤติกรรมยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้บริหาร เนื่องจากผู้บริหารได้รับผลตอบแทนเป็นเงินเดือน ซึ่งไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ ส่งผลให้ผู้บริหารมักเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำแทนการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงและได้ผลตอบแทนที่ดีกว่า เพื่อลดความเสี่ยงที่ผู้บริหารดำเนินงานผิดพลาด ซึ่งการดำเนินงานที่ผิดพลาดอาจส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการทำงานของผู้บริหาร

จากแนวคิดข้างต้นจะเห็นได้ว่า การกำกับดูแลกิจการที่มีโครงสร้างการกำกับดูแลที่แตกต่างกันอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นแก่กิจการ โดยหากกิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีและมีประสิทธิภาพ จะส่งผลให้กิจการสามารถดำเนินงานได้ต่อไปในอนาคตและสามารถช่วยลดความเสี่ยงที่กิจการจะล้มละลายลงได้

งานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาพบว่า มีการออกแบบและพัฒนาเครื่องมือที่ใช้ในการพยากรณ์ความเสี่ยงที่กิจการจะล้มละลายอย่างต่อเนื่อง อาทิ Altman (1968) ได้ทำการพัฒนาเครื่องมือ Z-Score Model เพื่อใช้ในการพยากรณ์ความเสี่ยงที่กิจการจะล้มละลาย โดยใช้การวิเคราะห์แบบ Multiple Discriminant Analysis (MDA) แต่อย่างไรก็ตาม Altman et al. (1995) ได้ทำการพัฒนาเครื่องมือ ซึ่งเรียกว่า EM-Score Model เพื่อใช้พยากรณ์ความเสี่ยงการล้มละลายขึ้นใหม่สำหรับใช้ในการพยากรณ์ประเทศในกลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่ (Emerging Market Model หรือ EM) เนื่องจาก Z-Score Model

เป็นเครื่องมือที่พัฒนาจากกลุ่มตัวอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งถือเป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Market หรือ DM) ทำให้เมื่อนำไปใช้ในประเทศอื่นพบว่า ประสบปัญหาในด้านน้ำหนักของตัวแปร โดยสูตรคำนวณ EM-Score Model เป็นดังนี้

$$Z = 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$$

โดย X_1 = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม
 X_2 = อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม
 X_3 = อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม
 X_4 = อัตราส่วนมูลค่าบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหนี้สินรวม

ตารางที่ 1 เกณฑ์ที่ใช้ในการแบ่งประเภทบริษัท

มีความเป็นไปได้สูง ที่กิจการจะล้มละลาย (Distress zone)	มีความเป็นไปได้ที่กิจการ จะล้มละลายหรือไม่ก็ได้ (Grey zone)	มีความเป็นไปได้น้อย ที่กิจการจะล้มละลาย (Safe zone)
$Z < 1.1$	$1.1 < Z < 2.6$	$Z > 2.6$

สมมติฐานของงานวิจัย

2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการกับโอกาสในการล้มละลาย

งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการ มักเข้ามามีส่วนร่วมในการควบคุมและบริหารงานของกิจการ ส่งผลให้กิจการมีการกำกับดูแลที่ดีและมีมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้กิจการเกิดความเสี่ยงในการล้มละลายลดลง (Claessens, Djankov, Fan, and Lang, 2002; Aydin, Sayim and Yalama, 2007) อีกทั้ง Wang and Deng (2006) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่กับความเสี่ยงที่กิจการจะล้มละลาย แต่อย่างไรก็ตาม Shleifer and Vishny (1986) กลับพบว่า ผู้ถือหุ้นขนาดใหญ่ส่งผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากผู้ถือหุ้นเหล่านี้มักใช้อำนาจในการบริหารงาน เพื่อผลประโยชน์แก่ตนเองแทนที่จะบริหารงานเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการ ส่งผลให้กิจการเกิดความเสี่ยงในการล้มละลาย (Lee and Yeh, 2004) ดังนั้น จึงทำการกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H_1 : ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อโอกาสในการล้มละลายของกิจการ

2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันกับโอกาสในการล้มละลาย

นักลงทุนสถาบันถือเป็นนักลงทุนที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญกว่านักลงทุนทั่วไป เนื่องจากนักลงทุนเหล่านี้มีการนำเงินที่ได้จากการออมทรัพย์ของประชาชนไปลงทุนเพื่อก่อให้เกิดกำไร โดยกิจการที่มีสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันสูง มักมีการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งส่งผลให้ผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นตามไปด้วย โดยการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการก่อให้เกิดความเสี่ยงในการล้มละลายลดลง (Han and Suk, 1998; Chung, Firth, and Kim, 2005) อย่างไรก็ตาม นักลงทุนสถาบันส่วนใหญ่มีการลงทุนในระยะสั้นมากกว่าระยะยาว ซึ่งการลงทุนดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตและอาจส่งผลให้กิจการเกิดความเสี่ยงในการล้มละลาย (Graves and Waddock, 1990; Blair, 1995) ดังนั้น จึงทำการกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H_2 : นักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อโอกาสในการล้มละลายของกิจการ

2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการกับโอกาสในการล้มละลาย

จากการศึกษาของ Fama and Jensen (1983) พบว่า คณะกรรมการจากภายนอกส่งผลให้กิจการมีการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ เนื่องจากคณะกรรมการเหล่านี้มีส่วนช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะดำเนินการเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง ส่งผลให้กิจการเกิดประสิทธิภาพในการดำเนินงานและเกิดโอกาสในการล้มละลายลดลง (Chung, Wright, and Kedia, 2003) แต่อย่างไรก็ตาม จากงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาพบว่า สัดส่วนคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความอยู่รอดของกิจการและบริษัทที่ล้มละลายมักมีจำนวนคณะกรรมการอิสระมากกว่าบริษัทที่มีฐานะทางการเงินดี (Jiraporn and Lee, 2017; Dalton, Daily, Johnson, and Ellstrand, 1999) ดังนั้น จึงทำการกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H_3 : คณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อโอกาสในการล้มละลายของกิจการ

2.4 ความสัมพันธ์ระหว่างการควมรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกันกับโอกาสในการล้มละลาย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาพบว่า การควมรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกันช่วยลดความเสี่ยงของกิจการ (Simpson and Gleason, 1999) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kim and Buchanan (2011) ที่ศึกษาความเสี่ยงของกิจการกับการควมรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกันพบว่า การควมรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกันช่วยลดความเสี่ยงของกิจการ แต่จากการศึกษาของ Nahar (2006) กลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงที่กิจการจะล้มละลายกับการควมรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน ดังนั้น จึงทำการกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H_4 : การควมรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกันมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อโอกาสในการล้มละลาย

2.5 ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดคณะกรรมการกับโอกาสในการล้มละลาย

ขนาดของคณะกรรมการเป็นหนึ่งในสาเหตุที่อาจส่งผลให้เกิดโอกาสในการล้มละลายของกิจการได้ โดยกิจการที่มีคณะกรรมการขนาดใหญ่ยิ่งเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ส่งผลให้กิจการเกิดความเสี่ยงลดลง (Dalton et al.,

1999; Nakano and Nguyen, 2012) แต่จากการศึกษาของ Wei et al. (2016) กลับพบว่า บริษัทที่มีเจ้าของถือหุ้นจำนวนมากและบริษัทที่มีขนาดคณะกรรมการขนาดใหญ่ก่อให้เกิดโอกาสในการล้มละลายสูง ซึ่งแสดงให้เห็นว่า กิจกรรมที่มีคณะกรรมการขนาดใหญ่ส่งผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ (Jensen, 1993; Yermack, 1996) แต่อย่างไรก็ตาม Akbar, Kharabsheh, Poletti-Hughes and Shah (2017) กลับพบว่า ขนาดคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์ต่อความเสี่ยงของกิจการ ดังนั้น จึงทำการกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H₅ : ขนาดของคณะกรรมการขนาดใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อโอกาสในการล้มละลายของกิจการ

3. วิธีการวิจัย

3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระยะเวลา 3 ปี ในระหว่างปี พ.ศ. 2559–2561 จำนวน 1,301 ตัวอย่าง ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่ถูกเพิกถอน บริษัทที่เข้าข่ายถูกเพิกถอน บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ บริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิต ประกันภัย และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีโครงสร้างทางการเงินแตกต่างจากบริษัทประเภทอื่น ๆ และตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนออกจากกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยชิ้นนี้

ตารางที่ 2 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ลักษณะบริษัท	จำนวนตัวอย่าง
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2559–2561	1,917
หัก บริษัทที่เข้าข่ายถูกเพิกถอนและอยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ	33
บริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน	180
บริษัทในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	237
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	153
บริษัทที่มีข้อมูลสูงหรือต่ำเกินไป	13
รวมจำนวนตัวอย่าง	1,301

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยชิ้นนี้ใช้แหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับโอกาสในการล้มละลาย โดยทำการเก็บรวบรวมรายงานข้อมูลทางการเงิน รายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) จากเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ก.ล.ต.) และจากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ (SETSMART)

3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ประกอบด้วย ตัวแปรอิสระ ซึ่งเป็นตัวแทนการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ การควบรวมตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นบุคคลเดียวกัน และขนาดคณะกรรมการ สำหรับตัวแปรตาม ได้แก่ ความเสี่ยงในการล้มละลายของกิจการ ซึ่งวัดจาก EM-Score Model ของ Altman et al. (1995) และตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และขนาดกิจการ

ตารางที่ 3 วิธีการศึกษาการกำกับดูแลกิจการ

		คำอธิบาย	ทิศทางความสัมพันธ์
ตัวแปรตาม			
FD	โอกาสในการล้มละลาย	มีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทมีความเสี่ยงในการล้มละลาย มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทไม่มีความเสี่ยงในการล้มละลาย	
ตัวแปรอิสระ			
OWNERSIG	สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่	ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก	–
FIN	สัดส่วนนักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนสถาบันตามคำนิยามของประกาศ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย	–
PID	คณะกรรมการอิสระ	จำนวนคณะกรรมการอิสระของกิจการหารด้วยจำนวน คณะกรรมการทั้งหมด	–
CEOD	การควบรวมตำแหน่งผู้บริหาร สูงสุดกับประธานกรรมการ ในคนเดียว	มีค่าเท่ากับ 0 เมื่อผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการ เป็นคนละคน และมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อผู้บริหารสูงสุดกับ ประธานกรรมการเป็นคนเดียวกัน	–
BS	ขนาดคณะกรรมการ	จำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด	+
ตัวแปรควบคุม			
LEV	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	หนี้สินรวมของกิจการหารด้วยสินทรัพย์รวมของกิจการ	
ROA	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์	กำไรจากการดำเนินงานสุทธิ หรือกำไรสุทธิก่อนดอกเบี้ย และภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย	
SIZE	ขนาดกิจการ	ลอการิทึมฐานธรรมชาติของสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ	

3.4 แบบจำลองงานวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับโอกาสในการล้มละลายใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงสถิติพรรณนา (Descriptive Statistic) การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาเป็นไปตามสมการ ดังนี้

$$FD = \beta_0 + \beta_1 OWNERSIG + \beta_2 FIN + \beta_3 PID + \beta_4 CEOD + \beta_5 BS + \beta_6 LEV + \beta_7 ROA + \beta_8 SIZE + \varepsilon$$

4. ผลการศึกษา

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับโอกาสในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการวิเคราะห์เชิงสถิติพรรณนา (Descriptive Statistic) การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ดังนี้

4.1 การวิเคราะห์เชิงสถิติพรรณนา (Descriptive Statistics)

งานวิจัยครั้งนี้ประกอบด้วยกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดจำนวน 1,301 ตัวอย่าง ในช่วงระยะเวลา 3 ปี ในระหว่างปี พ.ศ. 2559–2561 ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตารางที่ 4 แสดงค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ดังนี้

ตารางที่ 4 ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
OWNERSIG	56.8808	17.6698	15.0200	98.6400
FIN	5.4304	8.0161	0.0000	73.4700
PID	0.3986	0.0987	0.0000	0.7857
BS	10.3828	2.5397	5.0000	21.0000
FD	4.6802	5.7807	-27.7982	37.6058
SIZE	9.8107	0.6734	7.6228	12.3721
LEV	0.5908	0.7199	0.0170	10.6403
ROA	0.0605	0.1046	-0.6689	0.7600

จากตารางที่ 4 พบว่า กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยของความเสี่ยงในการล้มละลายอยู่ที่ 4.6802 ซึ่งเมื่อพิจารณาตามเกณฑ์ในการแบ่งประเภทบริษัทตาม EM-Score Model จะเห็นได้ว่า กลุ่มตัวอย่างอยู่ในเกณฑ์ที่มีความเป็นไปได้ค่อนข้างน้อยที่จะล้มละลาย

สำหรับการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นบุคคลเดียวกับ (CEO Duality) มีการกำหนดค่าเป็นตัวแปรหุ่น โดยใช้วิธีวัดความถี่ของกลุ่มตัวอย่างตามเกณฑ์ EM-Score Model ดังนี้

ตารางที่ 5 การดำรงตำแหน่งประธานบริหารและประธานกรรมการเป็นคนเดียวกันในแต่ละระดับความเสี่ยงของการล้มละลาย

ตัวแปร (CEO Duality)	ความถี่ (= 1) (คน)	ร้อยละ	ความถี่ (= 0) (คน)	ร้อยละ
Distress zone	38	19.69	206	18.59
Grey zone	47	24.35	211	19.04
Safe zone	108	55.96	691	62.37
รวม	193		1,108	

จากตารางที่ 5 แสดงการเปรียบเทียบการดำรงตำแหน่งประธานบริหารและประธานกรรมการเป็นคนเดียวกันในแต่ละระดับความเสี่ยงของการล้มละลายพบว่า บริษัทส่วนใหญ่มีการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างประธานบริหารและประธานกรรมการ โดยจากกลุ่มตัวอย่างพบว่า มีการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารจำนวน 1,108 ตัวอย่าง

4.2 การวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่างสองกลุ่ม (T-Test)

การศึกษานี้ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ความแตกต่างค่าเฉลี่ยของตัวแปรกับโอกาสในการล้มละลายของกิจการในแต่ละระดับความเสี่ยง โดยจากการทดสอบพบว่า บริษัทที่มีความเป็นไปได้น้อยมากที่กิจการจะล้มละลาย (Safe Zone) มีค่าเฉลี่ยผู้ถือหุ้นรายใหญ่และค่าเฉลี่ยนักลงทุนสถาบันสูงกว่าบริษัทที่มีโอกาสที่จะล้มละลายหรือไม่ก็ได้ (Grey Zone) และบริษัทที่มีโอกาสที่จะล้มละลายหรือไม่ก็ได้ (Grey Zone) มีค่าเฉลี่ยของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และค่าเฉลี่ยนักลงทุนสถาบันสูงกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายสูง (Distress Zone) นอกจากนี้บริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายสูง (Distress Zone) มีค่าเฉลี่ยคณะกรรมการอิสระสูงกว่าบริษัทที่มีความเป็นไปได้น้อยมากที่กิจการจะล้มละลาย (Safe Zone) และบริษัทที่มีความเป็นไปได้น้อยมากที่กิจการจะล้มละลาย (Safe Zone) มีค่าเฉลี่ยคณะกรรมการอิสระสูงกว่าบริษัทที่มีโอกาสที่จะล้มละลายหรือไม่ก็ได้ (Grey Zone) อีกทั้งบริษัทที่มีโอกาสที่จะล้มละลายหรือไม่ก็ได้ (Grey Zone) มีค่าเฉลี่ยขนาดคณะกรรมการสูงกว่าบริษัทที่มีความเป็นไปได้น้อยมากที่กิจการจะล้มละลาย (Safe Zone) และบริษัทที่มีความเป็นไปได้น้อยมากที่กิจการจะล้มละลาย (Safe Zone) มีค่าเฉลี่ยขนาดคณะกรรมการต่ำกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายสูง (Distress Zone)

นอกจากนี้จากการทดสอบค่าเฉลี่ยตัวแปรระหว่างบริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายสูง (Distress Zone) กับบริษัทที่มีโอกาสที่จะล้มละลายหรือไม่ก็ได้ (Grey Zone) พบว่า ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญของตัวแปรกับบริษัททั้งสองกลุ่ม ดังนั้น ผู้วิจัยจึงทำการรวมกลุ่มตัวอย่างดังกล่าวเป็นประเภทเดียวกัน โดยจัดประเภทเป็น Distress Zone หรือ

บริษัทที่มีความเสี่ยงในการล้มละลาย และกลุ่มตัวอย่างที่เหลือทำการจัดประเภทเป็น Non-Distress Zone หรือบริษัทที่ไม่มีความเสี่ยงในการล้มละลาย

ตารางที่ 6 การเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของตัวแปรอิสระกับโอกาสในการล้มละลาย Distress zone และ Non-distress zone

ตัวแปร	Distress zone N = 502		Non-distress zone N = 799		t-stat	p-value
	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน		
OWNERSIG	54.9064	17.3682	58.1213	17.7554	-3.2060	0.0014
FIN	4.9569	6.6921	5.7279	8.7370	-1.7936	0.0731
PID	0.4003	0.0959	0.3975	0.1004	0.4928	0.6222
BS	10.6295	2.7954	10.2278	2.3536	2.6780	0.0075

จากตารางที่ 6 พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (OWNERSIG) และขนาดคณะกรรมการ (BS) มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทในกลุ่ม Distress zone มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ต่ำกว่าบริษัทในกลุ่ม Non-distress zone และบริษัทในกลุ่ม Distress zone มีขนาดคณะกรรมการสูงกว่าบริษัทในกลุ่ม Non-distress zone

ตารางที่ 7 การเปรียบเทียบประธานบริหารและประธานกรรมการเป็นคนเดียวกันกับ EM-Score Model

ตัวแปร	CEO Duality N = 193		Non-duality N = 1,108		t-stat	p-value
	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน		
FD	3.0833	5.6527	3.6882	6.0588	-1.2924	0.1964

จากตารางที่ 7 ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างประธานบริหารและประธานกรรมการเป็นคนเดียวกันกับคะแนน EM-Score Model โดย EM-Score ที่คำนวณได้แปรผกผันกับโอกาสในการล้มละลายของกิจการ จากการทดสอบพบว่า กิจการที่ประธานบริหารและประธานกรรมการเป็นคนเดียวกันมีค่าเฉลี่ย EM-Score ต่ำกว่ากิจการที่มีการแยกการดำรงตำแหน่งประธานบริหารและประธานกรรมการ แสดงให้เห็นว่า กิจการที่ประธานบริหารและประธานกรรมการเป็นคนเดียวกันมีโอกาสในการล้มละลายสูงกว่ากิจการที่มีการแยกดำรงตำแหน่งดังกล่าว

4.3 การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ตารางที่ 8 การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

Pearson Correlation	FD	OWNERSIG	FIN	PID	CEOD	BS	SIZE	LEV
OWNERSIG	-0.089**							
FIN	-0.047	0.038						
PID	0.014	-0.043	0.109**					
CEOD	0.047	0.010	-0.017	-0.017				
BS	0.077**	0.028	0.159**	-0.176**	-0.080**			
SIZE	0.157**	0.047	0.460**	0.150**	-0.048	0.378**		
LEV	0.343**	-0.089**	-0.031	0.021	0.025	0.065*	0.100**	
ROA	-0.350**	0.152**	0.148**	-0.036	0.023	0.069*	0.180**	-0.125**

** นัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, * นัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

จากตารางที่ 8 แสดงการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร โดยสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ สำหรับสัดส่วนนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ ขนาดคณะกรรมการ ขนาดกิจการ และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และเมื่อทำการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ สัดส่วนคณะกรรมการอิสระพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดคณะกรรมการและมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดกิจการ สำหรับการควมรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดคณะกรรมการ และขนาดคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

สำหรับโอกาสในการล้มละลายของกิจการ พบความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อีกทั้งมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดคณะกรรมการ ขนาดกิจการ และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ แสดงให้เห็นว่า กิจการมีโอกาสในการล้มละลายลดลงเมื่อสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สูง และเมื่อกิจการมีขนาดคณะกรรมการ ขนาดกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์สูง จะส่งผลให้กิจการมีโอกาสในการล้มละลายสูง

4.4 การทดสอบสมมติฐานตามวิธีการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression)

ตารางที่ 9 การวิเคราะห์เชิงถดถอยพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับโอกาสในการล้มละลาย

ตัวแปรตาม: FD				
	Coef.	Std. Error	t-stat	p-value
OWNERSIG	-0.022	0.001	-0.891	0.373
FIN	-0.095*	0.002	-3.492	0.000
PID	-0.029	0.124	-1.172	0.241
CEOD	0.058*	0.033	2.423	0.016
BS	0.007	0.005	0.255	0.799
SIZE	0.242*	0.022	8.111	0.000
LEV	0.270*	0.017	11.016	0.000
ROA	-0.345*	0.116	-13.844	0.000
N		1,301		
R ²		0.2604		
Adjusted R ²		0.2558		
F Statistic		56.8605		
Significant F		0.0000		

* นัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

จากตารางที่ 9 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับโอกาสในการล้มละลายของกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งสามารถสรุปผลการวิจัยตามสมมติฐานได้ดังนี้

จากการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับโอกาสในการล้มละลาย สามารถอธิบายได้ว่า การถือหุ้นรายใหญ่ไม่ส่งผลต่อความเสี่ยงในการล้มละลาย ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 1 และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Wang and Deng (2006) ที่พบว่า บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งผลเชิงลบต่อการล้มละลายของกิจการ เนื่องจากบริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่มาก ทำให้ไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญระหว่างบริษัทที่ทำการจำแนกตามระดับความเสี่ยงในการล้มละลาย

จากการทดสอบสมมติฐานที่ 2 พบความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนนักลงทุนสถาบันกับโอกาสในการล้มละลายของกิจการ สามารถอธิบายได้ว่า กิจการที่มีสัดส่วนนักลงทุนสถาบันสูงส่งผลให้กิจการเกิดโอกาสในการล้มละลายลดลง เนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีส่วนช่วยในการกำกับดูแลและควบคุมการดำเนินงานของกิจการให้มีความ

โปร่งใสและมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 2 และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Chung et al. (2005) ที่พบว่า นักลงทุนสถาบันส่งผลเชิงลบต่อการล้มละลายของกิจการ

จากการทดสอบสมมติฐานที่ 3 ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างคณะกรรมการอิสระกับโอกาสในการล้มละลาย สามารถอธิบายได้ว่า คณะกรรมการอิสระไม่ส่งผลต่อโอกาสในการล้มละลายของกิจการ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 3 และไม่สอดคล้องกับงานวิจัย Pearce and Zahra (1992) ที่พบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนคณะกรรมการสูงมีความสามารถในการเข้าถึงทรัพยากรและการบรรลุเป้าหมายขององค์กร นอกจากนี้ Jiraporn and Lee (2017) และ Dalton et al. (1999) พบว่า สัดส่วนคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความอยู่รอดของกิจการ

จากการทดสอบสมมติฐานที่ 4 พบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการควมรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกับโอกาสในการล้มละลายของกิจการ สามารถอธิบายได้ว่า เมื่อกิจการมีการควมรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวก่อให้เกิดโอกาสในการล้มละลายสูงกว่าการแยกดำรงตำแหน่ง ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ 4 และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kolias, Arnis and Kypriotelis (2019) ที่พบว่า การควมรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวเพิ่มโอกาสในการล้มละลายที่จะเกิดขึ้นกับกิจการ

จากการทดสอบสมมติฐานที่ 5 ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างขนาดของคณะกรรมการกับโอกาสในการล้มละลาย สามารถอธิบายได้ว่า ขนาดคณะกรรมการไม่ส่งผลต่อโอกาสในการล้มละลายของกิจการ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 5 และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Akbar et al. (2017) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดคณะกรรมการกับโอกาสในการล้มละลาย

สำหรับตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์พบว่า ทุกตัวมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับโอกาสในการล้มละลายของกิจการ โดยขนาดกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาสในการล้มละลาย และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาสในการล้มละลาย

5. สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

ผลการวิเคราะห์พบว่า การกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อความเสี่ยงในการล้มละลายขององค์กร โดยจากการศึกษาการกำกับดูแลกิจการจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ นักลงทุนสถาบัน คณะกรรมการอิสระ การควมรวมตำแหน่งประธานกรรมการและบริหารเป็นบุคคลเดียวกัน และขนาดคณะกรรมการพบว่า นักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับโอกาสในการล้มละลายของกิจการแสดงให้เห็นว่า นักลงทุนสถาบันช่วยลดโอกาสในการล้มละลายของกิจการ เนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีส่วนช่วยในการสอดส่องดูแลกิจการ ส่งผลให้กิจการมีการดำเนินงานอย่างเป็นระบบและมีการควมคุมภายในที่มีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับการศึกษาของ Han and Suk (1998) ที่พบว่า สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันที่เพิ่มขึ้น ก่อให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ

ซึ่งส่งผลให้ผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นตามไปด้วย โดยมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้กิจการเกิดความเสี่ยงในการล้มละลายลดลงตามไปด้วย และการควมรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับโอกาสในการล้มละลายของกิจการ แสดงให้เห็นว่า การดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการเป็นคนละคนช่วยลดโอกาสในการล้มละลายของกิจการ เนื่องจากการแยกดำรงตำแหน่ง

ผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการช่วยเพิ่มความโปร่งใสและช่วยก่อให้เกิดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Simpson and Gleason (1999) และ Koliass, Arniss and Kyriotes (2019) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการควรวรรณตำแหน่งประธานบริหารและประธานกรรมการเป็นบุคคลเดียวกัน สำหรับสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ ขนาดคณะกรรมการ จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับโอกาสในการล้มละลาย

สำหรับตัวแปรควบคุมพบว่า ตัวแปรควบคุมทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับโอกาสในการล้มละลาย โดยขนาดกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาสในการล้มละลายของกิจการ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่ก่อให้เกิดความเสี่ยงในการล้มละลายสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก และบริษัทที่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์สูงมีความเสี่ยงในการล้มละลายสูง เนื่องจากบริษัทมีภาระผูกพันที่ต้องจ่ายชำระในอนาคตสูง สำหรับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาสในการล้มละลาย แสดงให้เห็นว่า เมื่อกิจการมีการนำสินทรัพย์ไปใช้ประโยชน์ ก่อให้เกิดโอกาสในการล้มละลายลดลง

สำหรับการศึกษาต่อไปในอนาคตสำหรับผู้สนใจเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับโอกาสในการล้มละลาย อาจเลือกใช้แบบจำลองประเภทอื่นในการพยากรณ์โอกาสในการล้มละลายของกิจการ หรืออาจเพิ่มตัวแปรในการวิจัยให้มีความหลากหลายหรือมีความเฉพาะเจาะจงมากยิ่งขึ้น เช่น การศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นประเภทต่าง ๆ กับโอกาสในการล้มละลาย การศึกษาลักษณะและคุณสมบัติของคณะกรรมการกับโอกาสในการล้มละลาย หรือการศึกษาเฉพาะเจาะจงในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมเนื่องจากพบว่า ในแต่ละอุตสาหกรรมมีสภาพแวดล้อมในการดำเนินงานที่แตกต่างกัน อีกทั้ง การเพิ่มตัวแปรในการศึกษา เช่น อายุ เพศ หรือการศึกษาของคณะกรรมการ เพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือและลดข้อจำกัดของข้อมูล อีกทั้งผู้สนใจศึกษาอาจเลือกกลุ่มตัวอย่างที่นอกเหนือจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น ตลาดหลักทรัพย์ MAI หรือ SET100 หรืออาจทำการขยายขอบเขตระยะเวลาในการศึกษา เพื่อให้ผลที่ได้จากงานวิจัยมีความถูกต้องแม่นยำมากขึ้น

อย่างไรก็ตามการศึกษานี้มีข้อจำกัดข้อจำกัดของกลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART และแบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) เท่านั้น โดยเชื่อมั่นว่า ข้อมูลดังกล่าวมีความถูกต้อง น่าเชื่อถือ โดยไม่ได้ทำการตรวจสอบข้อมูลดังกล่าวที่ได้ทำการเผยแพร่ออกสู่สาธารณะอีกครั้ง รวมทั้งในการศึกษานี้ได้ใช้แบบจำลองเดียวในการพยากรณ์โอกาสในการล้มละลายของกิจการ

REFERENCES

- Akbar, S., Kharabsheh, B., Poletti-Hughes, J., & Shah, S. Z. A. (2017). Board structure and corporate risk taking in the UK financial sector. *International Review of Financial Analysis*, 50, 101–110.
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratio, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankrupt. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
- Altman, E. I., Hartzell, J., & Peck, M. (1998). Emerging market corporate bonds — a scoring system. *Emerging Market Capital Flows*, 391–400.
- Aydin, N., Sayim, M., Yalama, A. (2007). Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 11, 103–111.
- Blair, M. (1995). *Ownership and Control: Rethinking corporate for the twenty-first century*. Washington DC: The Booking Institution.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J.-B. (2005). Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of Business Research*, 58(6), 766–776.
- Chung, K. H., Wright, P., & Kedia, B. (2003). Corporate governance and market valuation of capital and R&D investments. *Review of Financial Economics*, 12(2), 161–172.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674–686.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, 327–349.
- Graves, S. B., & Waddock, S. A. (1990). Institutional ownership and control: implications for long-term corporate strategy. *Academy of Management Perspectives*, 4(1), 75–83.
- Han, K. C., & Suk, D. Y. (1998). The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence. *Review of Financial Economics*, 7(2), 143–155.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Studies in Economics and Policy Issues*, 163–231.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industry Revolution, Exist, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Financial*, 48(3), 831–880.
- Jiraporn, P., & Lee, S. M. (2017). How do Independent Directors influence Corporate Risk-taking? Evidence from a Quasi-Natural Experiment. *International Review of Finance*, 18(3), 507–519.
- Kim, K.-H., & Buchanan, R. (2011). CEO Duality Leadership and Firm Risk-Taking Propensity. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 24(1).

- Kolias, G., Arnis, N., & Kypriotelis, E. (2019). CEO Duality aid Firm Distress. *Open Journal of Accounting*, 08(02), 19–34.
- Lee, T.-S., & Yeh, Y.-H. (2004). Corporate Governance and Financial Distress: evidence from Taiwan. *Corporate Governance*, 12(3), 378–388.
- Love, I., & Klapper, L. F. (2002). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Policy Research Working Papers*.
- Manzaneque, M., Merino, E., & Priego, A. M. (2016). The role of institutional shareholders as owners and directors and the financial distress likelihood. Evidence from a concentrated ownership context. *European Management Journal*, 34(4), 439–451.
- Nahar Abdullah, S. (2006), Board Structure and Ownership in Malaysia: The Case of Distressed Listed Companies. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 6(5), 582–594.
- Nakano, M., & Nguyen, P. (2012). Board Size and Corporate Risk Taking: Further Evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 20(4), 369–387.
- Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1992). Board Composition from a Strategic Contingency Perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), 411–438.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94, 461–489.
- Simpson, W. G., & Gleason, A. E. (1999). Board structure, ownership, and financial distress in banking firms. *International Review of Economics & Finance*, 8(3), 281–292.
- Wang, Z.-J., & Deng, X.-L. (2006). Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Chinese Listed Companies. *The Chinese Economy*, 39(5), 5–27.
- Wei, C. -C., Fang, W. -X., Li, G. -H., Kao, Y. -w., Tsai, M. -L., & Yang, C. Y. (2016). The Relationship between Ownership Structure and The Probability of a Financial Distress Warning Happening: Evidence of Listed Common Stock Companies in Taiwan. *Economics and Finance*, 4(1).
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.