



การประชุมวิชาการ
“ศาสตราจารย์สังเวียน อินทรวิชัย ด้านตลาดการเงินไทย”
ครั้งที่ 24 ประจำปี 2559

การนำเสนอผลงานวิจัยเรื่อง
“การกำกับดูแลกิจการและการสร้างมูลค่าของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: 2555-2557”

โดย คุณสุวิมล อินแสง

วันศุกร์ที่ 25 พฤศจิกายน 2559 เวลา 15:10 – 16:00 น.
ห้อง 206 คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ท่าพระจันทร์

การกำกับดูแลกิจการและการสร้างมูลค่าของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: 2555 – 2557*

สุวิมล อินแสง
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ กรุงเทพฯ
ที่อยู่อิเล็กทรอนิกส์: suvmol.ins@gmail.com

*ผู้เขียนขอบคุณศาสตราจารย์ ดร.อัญญา ชันชวิทย์ ที่กรุณาทำหน้าที่อาจารย์ที่ปรึกษา และขอบคุณคุณฉัตรชัย ทิศาดลิลิก คุณพลภัทร วินัยบดี คุณชาญชัย เมธีพิทักษ์ธรรม คุณจิรพัฒน์ อมรศิริภาณุวัฒน์ และคุณวรัญชล คุณสามารถ ที่ได้ให้คำแนะนำซึ่งเป็นประโยชน์สำหรับการศึกษานี้

หัวข้อการบรรยาย

I. บทนำ

II. ระเบียบวิธีวิจัย

III. ข้อมูลที่ใช้

IV. ผลการศึกษาเชิงประจักษ์

V. สรุป

วิกฤตเศรษฐกิจต้มยำกุ้งปี 2540 เป็นมูลเหตุจูงใจให้กิจการ บริหารงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี



“ นักเศรษฐศาสตร์ให้เหตุผลว่าเป็นปัญหาที่มาจากกลไกและการบริหารงานซึ่งเป็นปัจจัยภายในประเทศซึ่งผิดพลาดอย่างต่อเนื่อง เช่น การกู้เงินจากต่างประเทศอย่างไร้วินัย ขาดความรอบคอบ (สังเวียน อินทรวิชัย, ๒๕๔๕) ”

การกำกับดูแลกิจการที่ดี นำมาซึ่งมูลค่าเพิ่มของธุรกิจ

“

การบริหารจัดการบริษัทที่มี
ประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้
และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย ”

”

- ผลการศึกษาจำนวนมากในประเทศต่างๆ ทั่วโลก รวมทั้งประเทศไทย พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยใช้ **กลไก (Governance Mechanisms)** ที่กิจการและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการมีเป็นทางเลือกสามารถเพิ่มประสิทธิภาพและประสิทธิผลภายในให้แก่องค์กรและพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันในระดับสากล อีกทั้งยังสร้างมูลค่าเพิ่มของธุรกิจได้อย่างยั่งยืน โดยที่มูลค่าสะท้อนออกมาในราคาหุ้นที่เพิ่มสูงขึ้น จากการที่กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี

- Gompers , Ishii, and Metrick (2003)
- Brown and Caylor (2004)
- Klapper and Love (2004)

การกำกับดูแลกิจการที่ดีต้องดำเนินการโดยใช้ เครื่องมือหรือกลไกที่บริษัทหรือที่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย มีเป็นทางเลือกจำนวนมาก

ปัญหาอยู่ที่..

- เครื่องมือหรือกลไกที่มีทางเลือกเหล่านั้น มีการทำงานเพื่อสร้างผลการดำเนินงาน ราคาหุ้นและมูลค่าได้อย่างไร
- ในเชิงประจักษ์กลไกเหล่านั้นสามารถทำหน้าที่ตามที่คาดหวังได้จริงหรือไม่

1. สัดส่วนนักลงทุนสถาบันในหุ้นของบริษัท



- หน้าที่ของบุคคลที่ได้รับความไว้วางใจ
 - หน้าที่แห่งความระมัดระวัง
 - หน้าที่แห่งความซื่อสัตย์สุจริต
- หากบริษัทมีสัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่สูง ตามหน้าที่ที่มี นักลงทุนสถาบันจำนวนมากเหล่านั้นย่อมต้องสอดส่องติดตามการดำเนินงานของผู้บริหารและกิจการให้มีความเข้มงวดขึ้น และนำไปสู่การลดปัญหาตัวแทน
- จำนวนการเข้าครอบครองกิจการเชิงปฏิบัติการมีจำนวนน้อยลงหากสัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบันมาก

2. สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อย



- Thomsen, Pedersen, and Kvist (2006)
 - ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งเป็นส่วนกลับของสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย กับมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ของประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศสมาชิกสหภาพยุโรป
 - พบว่ายิ่งการกระจุกตัวของการถือหุ้นในกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีมากเท่าใด มูลค่าของกิจการจะยิ่งลดลงตามไป
 - Thomsen, et al. (2006) อธิบายว่าความสัมพันธ์ที่เป็นลบอาจเป็นเพราะโครงสร้างของบริษัทจดทะเบียนในยุโรปส่วนมากเติบโตมาจากธุรกิจครอบครัว ซึ่งแม้ต่อมาได้ขยายกิจการและจดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชน แต่เจ้าของเดิมซึ่งผันตัวเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักรักษาอำนาจการบริหาร ทำให้การตัดสินใจลงทุนอาจคำนึงถึงเฉพาะประโยชน์แก่กลุ่มของตนเป็นหลัก

ข้อสังเกต : การที่บริษัทจดทะเบียนในยุโรปเติบโตมาจากบริษัทของครอบครัว และผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นเจ้าของในบริษัทเดิมเป็นลักษณะที่คล้ายคลึงกับลักษณะของบริษัทจดทะเบียนไทย

3. สัดส่วนกรรมการอิสระ



- สำนักงาน ก.ล.ต. ได้กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนมีกรรมการอิสระอย่างน้อย 3 คนและให้มีสัดส่วนเป็นอย่างน้อย 1 ใน 3 ของจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด
- ภัทรพร พาณิชสุสวัสดิ์ และ ศิลปพร ศรีจันเพชร (2550)
 - ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากมุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทและมูลค่าเพิ่มของกิจการ
 - พบว่าองค์ประกอบของกรรมการที่เป็นอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ

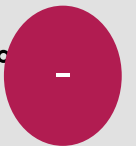
4. จำนวนคณะกรรมการบริษัท



- Lipton and Lorsch (1992) และ Jensen (1993)
 - ศึกษาถึงประสิทธิภาพของบริษัทที่มีคณะกรรมการจำนวนมาก ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่ายิ่งคณะกรรมการมีจำนวนมากเท่าใด ประสิทธิภาพของบริษัทก็กลับลดลงมากขึ้นเท่านั้น
 - สาเหตุส่วนหนึ่งเกิดจากปัญหาการกินแรงผู้อื่น (Free-Rider Problem) ของกรรมการ
- Jensen (1993)
 - แนะนำว่าจำนวนคณะกรรมการที่เหมาะสมควรมีเพียงไม่เกิน 10 คน โดยจำนวนที่เหมาะสมที่สุดควรอยู่ที่ 8 หรือ 9 คน

ข้อสังเกต : จำนวนกรรมการน้อยคนในคณะกรรมการบริษัทยังทำให้หัวหน้าคณะผู้บริหารมีอิสระในระดับที่เหมาะสมในการบริหารจัดการ ซึ่งเป็นผลดีต่อบริษัท

5. การควบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการ



- การควบรวมตำแหน่งทำให้ประธานกรรมการที่ทำหน้าที่กำกับดูแล อาจไม่ทำหน้าที่กำกับดูแลกิจกรรมที่ตนในอีกฐานะเป็นผู้บริหารสูงสุด ได้กระทำเพื่อเอื้อประโยชน์ต่อตนเองหรือพวกพ้อง
- Jensen (1983) และ Rechner and Dalton (2006) ยืนยันความสัมพันธ์ที่เป็นลบของการควบตำแหน่งที่มีต่อมูลค่า

6. อัตราส่วนหนี้สินต่อเงินทุน



- ศศิวิมล มีอำพล และ ศรายุทธ เรืองสุวรรณ (2553)
 - ระดับหนี้สินที่สูงกระตุ้นให้เจ้าหนี้ขนาดใหญ่ซึ่งเป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทต้องเข้ามาสอดส่องดูแลการกำกับกิจการของบริษัทเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของตนเอง

ข้อสังเกต : การมีจำนวนหนี้ที่สูงนั้นในอีกแง่มุมหนึ่งย่อมทำให้เกิดความเสี่ยงที่บริษัทขาดสภาพคล่อง และกระทบต่อมูลค่าของบริษัทในทางลบ ดังนั้น แม้อัตราส่วนจะสูงขึ้นไปพร้อมกับการสูงขึ้นของมูลค่ากิจการจากการร่วมกำกับดูแลโดยเจ้าหนี้ แต่หากอัตราส่วนสูงขึ้นไปถึงระดับที่เกินความสามารถในการบริหารสภาพคล่อง การมีภาระหนี้จำนวนมากจะเริ่มทำลายมูลค่าของกิจการ

7. การบริหารงานโดยครอบครัวหรือเครือญาติของผู้ถือหุ้นใหญ่



- กิตติชัย สถิตมันวิวัฒน์ (2548)
 - พบว่ากลไกกรรมการที่เป็นเครือญาติในบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค และกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรมมีผลทางลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ
- Yeh, Lee, and Woidtke (2001)
 - ศึกษากลุ่มบริษัทในประเทศสาธารณรัฐจีน (ไต้หวัน) โดยได้แบ่งกลุ่มบริษัทตัวอย่างออกเป็นกลุ่มที่มีระดับการบริหารโดยครอบครัวในระดับที่สูงและระดับที่ต่ำ และพบว่ากิจการที่การบริหารโดยกลุ่มครอบครัวในระดับที่สูงจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า ผู้วิจัยอธิบายว่าผลการดำเนินงานที่ดีกว่าเกิดจากการบริหารงานที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน และชี้ว่าสัดส่วนที่เหมาะสมของกรรมการบริษัทซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่นั้นควรจะต่ำกว่าครึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมด

8. สัดส่วนกรรมการหรือผู้บริหารระดับสูงซึ่งเป็นผู้หญิง



- Carter, Simkins, Simpson (2003)
 - ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายของคณะกรรมการกับมูลค่าของกิจการ โดยใช้ บริษัทจำนวน 638 บริษัทซึ่งเป็นสมาชิกของ FORTUNE 1000 การศึกษาพบว่า กรรมการที่เป็นผู้หญิงส่งผลบวกต่อมูลค่าของบริษัทซึ่งวัดโดยอัตราส่วน Tobin's Q
- Erhardt, Werbel, and Shrader (2003)
 - ซึ่งทำการศึกษาในหัวข้อเดียวกัน แต่ใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาจำนวน 127 บริษัท ระหว่างปี 1993 ถึง 1998 พบว่ายิ่งสัดส่วนของ กรรมการที่เป็นหญิงมีเพิ่มขึ้นเท่าใด ยิ่งส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ทั้งนี้ Erhardt et al. (2003) ใช้อัตราส่วน Return on Assets เป็นเครื่องชี้วัดผลการดำเนินงาน

การศึกษานี้สำคัญและแตกต่างจากการการศึกษา อื่นอย่างไร?

• ศึกษาและทดสอบเพิ่มเติมเกี่ยวกับกลไกการกำกับดูแลกิจการและผลกระทบที่มีต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าของบริษัทสำหรับบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

- ทวนสอบกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ได้เคยมีผู้ศึกษาในอดีตในต่างประเทศและในประเทศไทยอีกครั้งหนึ่ง
- ใช้ข้อมูลที่ทันสมัยยิ่งขึ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- พิจารณากลไกการกำกับดูแลที่หลากหลายมากขึ้น
- พิจารณาเป็นการเฉพาะเกี่ยวกับกลไกการบริหารงานโดยครอบครัวหรือเครือญาติของผู้ถือหุ้นใหญ่ โดยใช้ความระมัดระวังอย่างยิ่งในการวัดระดับกลไก

หัวข้อการบรรยาย

I. บทนำ

II. ระเบียบวิธีวิจัย

III. ข้อมูลที่ใช้

IV. ผลการศึกษาเชิงประจักษ์

V. สรุป

ตัวแบบจำลอง

การศึกษาพิจารณาตัวแบบจำลอง ซึ่งเชื่อมโยงมูลค่าของกิจการในเชิงเส้นตรงเข้ากับกลไกการกำกับดูแล ตามสมการที่ (1) ตัวแบบจำลองเชิงเส้นตรงนี้เป็นตัวแบบที่ใช้ทั่วไปในการศึกษาซึ่งเชื่อมโยงความสัมพันธ์ของมูลค่าเข้ากับกลไกการกำกับดูแล อาทิ Khanthavit, Polsiri, and Wiwattanakantang (2003)

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 II_{it} + \beta_2 FF_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 BS_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 DE_{it} + \beta_7 FAMILY_{it} + \beta_8 WOMAN_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่ Q_{it} เป็นมูลค่าของบริษัทจดทะเบียน i ในปี t ε_i เป็นความคลาดเคลื่อนของการกำหนดตัวแบบ และ β_k เป็นสัมประสิทธิ์ของกลไก k ของบริษัทจดทะเบียน i ในปี t

กำหนดให้แต่ละกลไกการกำกับดูแลแทนด้วยสัญลักษณ์ ดังนี้

β_0	: ค่าคงที่
β_k	: สัมประสิทธิ์ของกลไกการกำกับดูแล k
II	: สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (% Institutional Investors)
FF	: สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อย (% Free Float)
IND	: สัดส่วนกรรมการอิสระ (% Independent Directors)
BS	: จำนวนคณะกรรมการบริษัท (Board Size)
DUAL	: การควบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการ (Duality)
DE	: อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt-to-Equity ratio)
FAMILY	: การบริหารงานโดยครอบครัวหรือเครือญาติของผู้ถือหุ้นใหญ่ (Family Control)
WOMAN	: สัดส่วนกรรมการหรือผู้บริหารระดับสูงซึ่งเป็นผู้หญิง (% Woman Directors or Executives)
SIZE	: ขนาดของกิจการ (Firm Size)
AGE	: อายุของกิจการ (Firm Age)

หัวข้อการบรรยาย

I. บทนำ

II. ระเบียบวิธีวิจัย

III. ข้อมูลที่ใช้

IV. ผลการศึกษาเชิงประจักษ์

V. สรุป

Tobin's Q ตัวชี้วัดมูลค่าของกิจการ

$$Q = \frac{(MP \cdot OSV) + MV_{ps} - MV_f}{BV_f}$$

โดย

Q : Tobin's Q Ratio ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ

MP : ราคาตลาดของหุ้นสามัญ

OSV : จำนวนหุ้นสามัญที่ชำระแล้ว

MV_{ps} : ราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ์

MV_f : ราคาตลาดของหนี้สินทั้งหมดของบริษัท

BV_f : มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท

รายละเอียดการเก็บข้อมูล

- ตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเฉพาะที่เป็นสมาชิกของกลุ่มหลักทรัพย์ SET 50 บริษัทที่เป็นสมาชิกของกลุ่มหลักทรัพย์ SET 50 เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าตลาดของหุ้นและมีสภาพคล่องการซื้อขายหุ้นสูงสุด จำนวน 50 บริษัท
- ไม่ได้พิจารณาบริษัทครบทั้ง 50 บริษัท แต่พิจารณาเฉพาะบริษัทจำนวน 38 บริษัท ที่มีได้ประกอบธุรกิจการเงิน ทั้งนี้ เหตุผลเป็นเพราะบริษัทที่ทำธุรกิจการเงินมีกฎหมายเฉพาะและหลักเกณฑ์อื่นๆ เพื่อการกำกับดูแลกิจการนอกเหนือจากหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- เก็บรวบรวมข้อมูลเป็นระยะเวลา 3 ปี เริ่มตั้งแต่ปี 2555 ถึง 2557 โดยที่ข้อมูลปี 2557 เป็นข้อมูลปีล่าสุดที่มีการรายงานสำหรับบริษัท การเก็บข้อมูลจำนวน 3 ปี มิใช่เพียง 1 ปีเพื่อให้จำนวนตัวอย่างมีมากขึ้นและทำให้เกิดความมั่นใจว่าระเบียบวิธีการทางสถิติประกอบการวิเคราะห์ซึ่งต้องใช้จำนวนตัวอย่างที่มาก ผลลัพธ์ที่พบจะได้มีความน่าเชื่อถือ
- ข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg และ SETSMART
- การควบคุมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการระบุโดยตัวแปรหุ่น ผู้เขียนกำหนดให้ตัวแปรเท่ากับ 0 เมื่อผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการเป็นไม่ใช่บุคคลเดียวกัน และเท่ากับ 1 เมื่อผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการเป็นบุคคลเดียวกัน

การเก็บข้อมูลกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีลักษณะเป็นครอบครัวหรือเครือญาติ

- การศึกษาระบุกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีลักษณะเป็นครอบครัวหรือเครือญาติ โดย ผู้เขียนนิยามกลุ่มครอบครัวหรือเครือญาติตาม Khanthavit et al. (2003) ว่าหมายถึง บุคคลที่มีความสัมพันธ์ทางสายโลหิต หรือโดยการจดทะเบียนตามกฎหมายในลักษณะที่เป็น บิดามารดา คู่สมรส พี่น้อง และบุตร รวมทั้งคู่สมรสของบุตร ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยเป็นกลุ่มบุคคลที่ออกเสียงไปในทิศทางเดียวกัน หากนับรวมแล้วมีสัดส่วนการถือครองหุ้นมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 25 โดยกำหนดให้ตัวแปรมีค่าเท่ากับ 1 หากบริษัทใดมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นกลุ่มครอบครัว และกำหนดให้ตัวแปรมีค่าเท่ากับ 0 หากบริษัทไม่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นกลุ่มครอบครัว ผู้เขียนใช้ข้อมูลประกอบการคำนวณจากข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ร่วมกับแฟ้มข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56 – 1)

ค่าสถิติเชิงพรรณนาสำหรับข้อมูลโดยรวม ช่วง 2555 ถึง 2557

ตัวแปร	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Tobin's Q	0.5617	44.8511	2.6501	4.3944
%ll	6.1070	82.4950	41.0701	24.6994
%FF	2.1200	85.2900	44.4318	13.4435
%IND	23.0800	73.3330	42.1594	11.0965
BS	9.0000	18.0000	13.0877	2.3670
DUAL	0.0000	1.0000	0.1053	0.3082
DE	0.0000	1899.7327	120.2449	219.4667
FAMILY	0.0000	1.0000	0.3684	0.4845
WOMAN	0.0000	28.5714	8.4401	8.1197
SIZE	9.1408	13.7624	11.5364	1.0207
AGE	1.0000	101.0000	30.3684	16.2253

หัวข้อการบรรยาย

I. บทนำ

II. ระเบียบวิธีวิจัย

III. ข้อมูลที่ใช้

IV. ผลการศึกษาเชิงประจักษ์

V. สรุป

ผลการศึกษาเชิงประจักษ์

การศึกษากำหนดตัวแบบจำลองในสมการที่ (1) โดยใช้ข้อมูลบริษัทตัวอย่าง ครอบคลุมระยะเวลา 3 ปี ได้ผลลัพธ์ดังนี้

$$Q = 9.008 - 0.019I - 0.034FF - 0.040IND - 0.530BS^{**} - 3.379DUAL^{**} - 0.002DE + 1.829FAMILY + 0.019WOMAN + 0.358SIZE + 0.007AGE + \varepsilon$$

* และ ** แสดงระดับนัยสำคัญ ณ ความเชื่อมั่นร้อยละ 90 และ 95 ตามลำดับ

จำนวนคณะกรรมการบริษัท (-0.530BS**)

ตัวแปร	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
BS	9.0000	18.0000	13.0877	2.3670

- จากข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา พบว่าขนาดจำนวนคณะกรรมการบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างอยู่ระหว่าง 9 ถึง 18 คน โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 13 คน ซึ่งเมื่อพิจารณาประกอบกับผลการทดสอบกลไกจำนวนคณะกรรมการบริษัทที่มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.530 แล้วแสดงว่าหากมีกรรมการเพิ่มขึ้น 1 คน จะทำให้อัตราส่วน Tobin's Q ลดลง 0.530 ผลการทดสอบสอดคล้องกับการศึกษาในอดีตที่เสนอโดย Jensen (1993) ที่เสนอว่าจำนวนกรรมการที่เหมาะสมที่สุดคือ 8 หรือ 9 คนเท่านั้น ซึ่งจำนวนกรรมการน้อยที่สุดในกลุ่มตัวอย่างของการศึกษานี้คือ 9 คน

การควบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการ (-3.379DUAL**)

- มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -3.379 แสดงว่าหากผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการเป็นบุคคลคนเดียวกัน มูลค่าของบริษัทซึ่งชี้วัดโดยอัตราส่วน Tobin's Q จะลดลง 3.379 ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Rechner and Dalton (2006) ที่พบว่าบริษัทที่ไม่ประประเด็นการควบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการจะมีอัตราส่วน ROI และ ROE เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และส่งผลปลายทางสู่มูลค่าและอัตราส่วน Tobin's Q ที่สูงขึ้น

การถือหุ้นใหญ่โดยกลุ่มครอบครัว (1.829FAMILY*)

- แสดงว่าบริษัทที่มีการถือครองหุ้นส่วนใหญ่โดยครอบครัวหรือเครือญาติจะมีอัตราส่วน Tobin's Q สูงกว่าบริษัทที่ไม่ได้มีครอบครัวถือครอง เท่ากับ 1.829 นอกจากนี้ ระหว่างที่ผู้เขียนเก็บข้อมูล ผู้เขียนพบว่า กิจกรรมที่มีหุ้นใหญ่ถือครองโดยครอบครัวหรือเครือญาติมักมีผู้ก่อตั้งหรือบุคคลในครอบครัวทำหน้าที่ผู้บริหารของบริษัท ข้อความจริงที่ผู้เขียนพบนี้สอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตของ Mishra, Randoy, and Jenssen (2001) ที่พบว่าบริษัทที่บริหารงานโดยผู้ก่อตั้งและเครือญาติจะมีมูลค่ากิจการมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้บริหารงานโดยกลุ่มเครือญาติ เพราะผู้บริหารซึ่งผู้ก่อตั้งและเครือญาติมักมีความเข้าใจและมีความผูกพัน หวังดี ประสงค์ดีแก่บริษัทมากกว่าผู้บริหารมืออาชีพที่เป็นบุคคลอื่นจากภายนอก

กลไกกรรมการอิสระ (-0.040IND) มีค่าลบแต่ไม่มีนัยสำคัญ

- ผลลัพธ์นี้อาจเกิดขึ้นเพราะเมื่อกรรมการส่วนใหญ่มาจากบุคคลในครอบครัวหรือคนใกล้ชิด และทำให้แต่งตั้งกรรมการอิสระอาจทำเพียงเพื่อให้บรรลุกฎเกณฑ์สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดหรือแนะนำเท่านั้น และเนื่องจากกรรมการอิสระนั้นเป็นบุคคลภายนอกซึ่งมีความรู้ความเข้าใจในการทำธุรกิจเฉพาะของแต่ละกิจการจำกัด หรือยังต้องเพิ่มความสามารถในการกำหนดนโยบายให้มากขึ้น กรรมการอิสระเหล่านั้นอาจร่วมสร้างมูลค่าได้ไม่มากนัก ผลลัพธ์ที่การศึกษาพบสำหรับกรรมการตรวจสอบสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Bhagat and Black (1997) ที่ไม่พบความมีนัยสำคัญของกลไกกรรมการอิสระสำหรับตัวอย่างกลุ่มหนึ่งในประเทศสหรัฐอเมริกา

หัวข้อการบรรยาย

I. บทนำ

II. ระเบียบวิธีวิจัย

III. ข้อมูลที่ใช้

IV. ผลการศึกษาเชิงประจักษ์

V. สรุป

สรุปผลการศึกษา

- ในบรรดากลไกที่บริษัทและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมีเป็นทางเลือกจำนวนมากนั้น กลไกจำนวนคณะกรรมการบริษัทและกลไกการควบคุมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่าของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กลไกการบริหารงานโดยครอบครัวหรือเครือญาติของผู้ถือหุ้นใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ
- ผลการศึกษานี้สำคัญเพราะชี้ว่าการกำหนดจำนวนกรรมการที่เหมาะสม ไม่มากจนเกินไป จะสามารถเพิ่มมูลค่าให้บริษัทได้ ในขณะที่บริษัทจำเป็นต้องใช้ความระมัดระวังในการแต่งตั้งผู้บริหารระดับสูงสุดที่ควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการด้วย เพราะผลการศึกษาชี้ว่าทำให้มูลค่าของบริษัทลดลงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ ความกังวลว่าการมีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นกลุ่มครอบครัวจะทำให้เกิดการจัดการที่เห็นแก่ครอบครัวและพวกพ้องเป็นหลักและจะทำลายมูลค่าหรือไม่ ได้ถูกปฏิเสธโดยผลการศึกษา เพราะการศึกษาพบว่า กลุ่มครอบครัวให้ผลเป็นบวกแก่มูลค่า มีนัยสำคัญ และไม่ใช่เป็นลบ

สรุปผลการศึกษา

- การศึกษาใช้อัตราส่วน Tobin's Q ในการชี้วัดระดับมูลค่าที่สร้างเพิ่มได้จากกลไกการกำกับดูแล การศึกษาในอดีตได้พิจารณาตัวแปรอื่น ที่อาจชี้วัดระดับมูลค่าได้ดีกว่าอัตราส่วน Tobin's Q โดยเฉพาะตัวแปร Economic Value Added (EVA) ตัวแปร EVA น่าสนใจเพราะแสดงให้เห็นถึงกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการที่พิจารณาหลังจากหักต้นทุนทั้งหมดออกแล้ว รวมทั้งต้นทุนทางการเงินด้วย ตัวแปร EVA ที่เป็นบวกจึงระบุชัดเจนถึงระดับมูลค่าที่บริษัทสามารถสร้างได้จริงในปีนั้นๆ การศึกษาเสนอการใช้ตัวแปร EVA เป็นตัวแปรทางเลือกเพื่อชี้วัดมูลค่ากิจการสำหรับการศึกษาในอนาคต