การกำกับดูแลกิจการและการสร้างมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: 2555 - 2557*

สุวิมล อินแสง

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ กรุงเทพฯ

ที่อยู่อิเล็กทอรอนิกส์: suvimol.ins@gmail.com

บทคัดย่อ

การศึกษาทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกลไกกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าของบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET50 ที่มิใช่สถาบันการเงิน โดยใช้แบบจำลองวิธีการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณในการทดสอบความสัมพันธ์ การใช้ข้อมูลภาคตัดขวางของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ร่วมกับข้อมูลอนุกรมเวลาช่วงปี 2555 ถึง 2557 จำนวนรวม 114 บริษัท-ปี

เมื่อใช้อัตราส่วน Tobin's Q ชี้วัดมูลค่าของบริษัท การศึกษาพบว่า ในบรรดากลไกการกำกับดูแลกิจการซึ่งมีจำนวนมากนั้น กลไกจำนวนกรรมการบริษัทและกลไกการควบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการเป็นกลไกการกำกับดูแลซึ่งสัมพันธ์ในเชิงลบต่อมูลค่าของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กลไกการบริหารงานโดยครอบครัวหรือเครือญาติของผู้ถือหุ้นใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวก

คำสำคัญ: กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี การสร้างมูลค่าให้กิจการ

* บทความนี้คัดจากรายงานการศึกษาประกอบการเรียนวิชา กง 499 การศึกษาอิสระทางการเงิน ระดับปริญญาตรี ภาคปกติ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ผู้เขียนขอบคุณศาสตราจารย์ ดร.อัญญา ขันธวิทย์ ที่กรุณาทำหน้าที่อาจารย์ที่ปรึกษา และขอบคุณคุณฉัตรชัย ทิศาดลดิลก คุณพลภัทร วินัยบดี คุณชาญชัย เมธีพิทักษ์ธรรม คุณจิรพัฒน์ อมรสิริภาณุวัฒน์ และคุณวรรษชล คูสามารถ ที่ได้ให้คำแนะนำซึ่งเป็นประโยชน์สำหรับการศึกษานี้

Good Governance and Value Creation of Listed Firms in the Stock Exchange of Thailand: 2012 - 2014

Suvimol Insaeng

Faculty of Commerce and Accountancy

Thammasat Unversity, Bangkok, Thailand

Email: *suvimol.ins@gmail.com*

Abstract

The study tested for the relationship of governance mechanisms with created value of the largest and most active-trading, non-financial firms in the SET 50 Index portfolio. The firm values were measured by Tobin's Q ratios. Based the cross-sectional and time-series data from 2012 to 2014 of 114 firm-years, the study found that, among alternative mechanisms, board-size and CEO-duality mechanisms had negative relationship with the firm values. The positive relationships with the firm values were found for the participation in management by controlling-family members.

Keywords: *governance mechanisms, value creation*

บทนำ

เศรษฐกิจฟองสบู่ซึ่งนำมาสู่วิกฤตเศรษฐกิจต้มยำกุ้งปี 2540 ได้สร้างความเสียหายแก่ระบบเศรษฐกิจของไทยอย่างมาก นักวิชาการชี้ว่าสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากกลไกและการบริหารงานซึ่งผิดพลาดต่อเนื่อง ไร้วินัยและขาดความรอบคอบ (สังเวียน อินทรวิชัย, 2545) วิกฤตเศรษฐกิจเป็นมูลเหตุจูงใจให้กิจการต้องกำกับดูแลการบริหารจัดการตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้เกิดความมั่นใจมากขึ้นว่ากิจการสามารถบริหารงานได้ตรงตามเป้าหมาย สร้างผลประโยชน์ระยะยาวให้กับผู้ถือหุ้นและผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสีย

การกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ “ธรรมมาภิบาล” ตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) นิยามไว้ หมายถึง การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย ผลการศึกษาจำนวนมากในประเทศต่างๆ ทั่วโลก รวมทั้งประเทศไทย พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยใช้กลไก (Governance Mechanisms) ที่กิจการและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการมีเป็นทางเลือกสามารถเพิ่มประสิทธิภาพและประสิทธิผลภายให้แก่องค์กรและพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันในระดับสากล อีกทั้งยังสร้างมูลค่าเพิ่มของธุรกิจได้อย่างยั่งยืน โดยที่มูลค่าสะท้อนออกมาในราคาหุ้นที่เพิ่มสูงขึ้น จากการที่กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี (ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร, 2556) ตัวอย่างการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา เช่น Gompers , Ishii, and Metrick (2003) ซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาจำนวน 1,500 บริษัท ในช่วงปี 1991 ถึง 1999 โดย Gompers et al. (2003) สนใจกลไกการกำกับกิจการจำนวน 24 รายการและได้ใช้กลไกเหล่านั้นเพื่อจัดทำเป็นดัชนีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Governance Index หรือ G Index) จากนั้นใช้ดัชนี G Index เป็นเครื่องชี้ระดับการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นและวัดการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง การศึกษาพบว่าระดับดัชนี G Index มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการที่ดี รวมถึงทั้งการปรับตัวที่สูงขึ้นของราคาหุ้นและมูลค่าของบริษัท

ต่อมา Brown and Caylor (2004) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 2,327 บริษัท โดยพิจารณากลไกการกำกับดูแลกิจการทั้งหมด 51 รายการ ซึ่งแบ่งได้ 8 กลุ่ม ประกอบด้วย การตรวจสอบบัญชี คณะกรรมการบริษัท ข้อบังคับ ความรู้ความสามารถของกรรมการ ค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการ วาระการทำงานของกรรมการ และนโยบายการป้องกันการครอบงำกิจการ จากนั้นจึงเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงาน 3 ด้านได้แก่ ความสามารถในการบริหารจัดการมูลค่าของกิจการ และการจ่ายเงินผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น Brown and Caylor (2004) พบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถให้ผลการดำเนินงานดังกล่าวทั้งสามด้านที่ดีด้วย

Klapper and Love (2004) ศึกษากลไกการกำกับดูแลกิจการโดยใช้ข้อมูลนานาชาติของบริษัทจำนวน 374 บริษัท จาก 14 ประเทศทั่วโลกที่เป็นตลาดเกิดใหม่ รวมถึงตลาดในประเทศไทย โดย Klapper and Love (2004) ได้พิจารณาใช้อันดับการกำกับกิจการที่จัดทำโดย Credit Lyonnais Securities Asia เป็นเครื่องชี้วัดระดับการกำกับดูแลที่ดี แล้วเชื่อมโยงเข้ากับผลการดำเนินงานและการสร้างมูลค่า ผลการศึกษาของ Klapper and Love (2004) เป็นไปในลักษณะทำนองเดียวกันกับผลการศึกษาของ Brown and Caylor (2004) กล่าวคือ การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงาน ซึ่งชี้วัดโดยอัตราส่วน Return on Assets และอัตราส่วน Tobin’s Q ที่มีระดับสูงขึ้น

ผลการศึกษาในอดีตชี้โดยรวมว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ดี รวมถึงทั้งราคาหุ้นและมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น ผลลัพธ์นี้เป็นที่พึงประสงค์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีต้องดำเนินการโดยใช้เครื่องมือหรือกลไกที่บริษัทหรือที่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมีเป็นทางเลือกจำนวนมาก ประเด็นปัญหาจึงอยู่ที่เครื่องมือหรือกลไกที่มีทางเลือกเหล่านั้น มีการทำงานเพื่อสร้างผลการดำเนินงาน ราคาหุ้นและมูลค่าได้อย่างไร และในเชิงประจักษ์กลไกเหล่านั้นสามารถทำหน้าที่ตามที่คาดหวังได้จริงหรือไม่

กลไกที่การศึกษาในอดีตพิจารณามีจำนวนมาก เริ่มตั้งแต่กลไก**สัดส่วนนักลงทุนสถาบัน**ในหุ้นของบริษัท ที่พบว่าสามารถสร้างมูลค่าได้ Chidambaran and John (1998) อธิบายว่านักลงทุนสถาบันมีหน้าที่ของบุคคลที่ได้รับความไว้วางใจ (Fiduciary Duty) หน้าที่นี้มี 2 ส่วนคือ คือ หน้าที่แห่งความระมัดระวัง และ หน้าที่แห่งความซื่อสัตย์สุจริต ดังนั้น หากบริษัทมีสัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่สูง ตามหน้าที่ที่มี นักลงทุนสถาบันจำนวนมากเหล่านั้นย่อมต้องสอดส่องติดตามการดำเนินงานของผู้บริหารและกิจการให้มีความเข้มงวดขึ้น และนำไปสู่การลดปัญหาตัวแทนซึ่งเกิดจากการที่ผู้บริหารมิใช่เจ้าของซึ่งอาจบริหารจัดการองค์กรไม่เต็มที่

การศึกษาในอดีต อาทิ Pound (1992) ซึ่งศึกษากลไกสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน พบว่านักลงทุนสถาบันมีความเกี่ยวข้องกับกลไกการกำกับดูแลกิจการ โดยจำนวนการเข้าครอบครองกิจการเชิงปฏิปักษ์มีจำนวนน้อยลงหากสัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบันมาก ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับที่ Chidambaran and John (1998) เสนอไว้ในทางทฤษฎี

สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นกลไกการกำกับดูแลอีกกลไกหนึ่งซึ่งอาจส่งผลให้การดำเนินงานและมูลค่าของกิจการสูงขึ้น โดย Thomsen, Pedersen, and Kvist (2006) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งเป็นส่วนกลับของสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย กับมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ของประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศสมาชิกสหภาพยุโรประหว่างปี 1988 ถึง 1998 พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมูลค่าบริษัท เฉพาะที่อยู่ในประเทศสมาชิกสหภาพยุโรปเป็นไปในทิศทางลบ ยิ่งการกระจุกตัวของการถือหุ้นในกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีมากเท่าใด มูลค่าของกิจการจะยิ่งลดลงตามไป Thomsen, et al. (2006) อธิบายว่าความสัมพันธ์ที่เป็นลบอาจเป็นเพราะโครงสร้างของบริษัทจดทะเบียนในยุโรปส่วนมากเติบโตมาจากธุรกิจครอบครัว ซึ่งแม้ต่อมาได้ขยายกิจการและจดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชน แต่เจ้าของเดิมซึ่งผันตัวเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ยังคงรักษาอำนาจการบริหาร ทำให้การตัดสินใจลงทุนอาจคำนึงถึงเฉพาะประโยชน์แก่กลุ่มของตนเป็นหลัก อนึ่ง เป็นที่น่าสังเกตว่า การที่บริษัทจดทะเบียนในยุโรปเติบโตมาจากบริษัทของครอบครัว และผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นเจ้าของในบริษัทเดิมเป็นลักษณะที่คล้ายคลึงกับลักษณะของบริษัทจดทะเบียนไทย

สัดส่วนกรรมการอิสระเป็นกลไกอีกกลไกหนึ่งที่ทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น กรรมการอิสระต้องมีความเป็นอิสระจากการควบคุมของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และต้องไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือมีส่วนได้ส่วนเสียกับการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร เนื่องจากกรรมการอิสระเป็นผู้ที่มีบทบาทสำคัญในการทำหน้าที่ตรวจสอบการทำงานของทีมบริหารของบริษัท คอยแสดงความคิดเห็นสนับสนุนต่อนโยบายที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น หรือคัดค้านเมื่อเห็นว่าบริษัทอาจตัดสินใจผิดพลาดซึ่งอาจกระทบต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ในประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. ได้กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนมีกรรมการอิสระอย่างน้อย 3 คนและให้มีสัดส่วนเป็นอย่างน้อย 1 ใน 3 ของจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด

ภัทราพร พาณิชสุสวัสดิ์ และ ศิลปพร ศรีจั่นเพชร (2550) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากมุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทและมูลค่าเพิ่มของกิจการ โดยพิจารณากลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มที่เป็นสมาชิกของกลุ่มหลักทรัพย์ SET 50 ผู้วิจัยทั้งสองพบว่าองค์ประกอบของกรรมการที่เป็นอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ

จำนวนคณะกรรมการบริษัทเป็นกลไกการกำกับดูแลซึ่งอาจส่งผลให้การดำเนินงานถอดถอยและมูลค่าของกิจการลดลงได้ Lipton and Lorsch (1992) และ Jensen (1993) ได้ศึกษาถึงประสิทธิภาพของบริษัทที่มีคณะกรรมการจำนวนมาก ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า ยิ่งคณะกรรมการมีจำนวนมากเท่าใด ประสิทธิภาพของบริษัทกลับลดลงมากขึ้นเท่านั้น ทั้งนี้ สาเหตุส่วนหนึ่งเกิดจากปัญหาการกินแรงผู้อื่น (Free-Rider Problem) ของกรรมการ โดยกรรมการบางคนอาจคิดว่ามีกรรมการจำนวนมากแล้ว และกรรมการเหล่านั้นน่าทำหน้าที่ไปมาก ดังนั้น การที่ตนไม่ต้องทำงานหนักหรือไม่ทำหน้าที่เลยจึงไม่กระทบกับผลงานของกรรมการในภาพรวม ส่งผลให้กรรมการที่มีความคิดเช่นนั้นทำหน้าที่ของตนน้อยหรือไม่ทำหน้าที่จริง เกิดเป็นการกินแรงผู้อื่น และหากกรมการทุกคนหรือส่วนใหญ่คิดเช่นนั้น กรรมการที่ทำหน้าที่จริงจะเหลือน้อยราย และไม่สามารถกำกับดูแลกิจการได้เต็มที่ มูลค่ากิจการจึงลดลง Jensen (1993) แนะนำว่าจำนวนคณะกรรมการที่เหมาะสมควรมีเพียงไม่เกิน 10 คน โดยจำนวนที่เหมาะสมที่สุดควรอยู่ที่ 8 หรือ 9 คน นอกจากนี้ จำนวนกรรมการน้อยคนในคณะกรรมการบริษัทยังทำให้หัวหน้าคณะผู้บริหารมีอิสสระในระดับที่เหมาะสมในการบริหารจัดการ ซึ่งเป็นผลดีต่อบริษัท

การควบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการเป็นกลไกการกำกับดูแลซึ่งอาจส่งผลให้การดำเนินงานและมูลค่าของกิจการลดลงได้ โดยสาเหตุเกิดจากการควบรวมตำแหน่งทำให้ประธานกรรมการที่ทำหน้าที่กำกับดูแล อาจไม่ทำหน้าที่กำกับดูแลกิจกรรมที่ตนในอีกฐานะเป็นผู้บริหารสูงสุด ได้กระทำเพื่อเอื้อประโยชน์ต่อตนเองหรือพวกพ้อง ผลการศึกษา เช่น Jensen (1983) และ Rechner and Dalton (2006) ยืนยันความสัมพันธ์ที่เป็นลบของการควบตำแหน่งที่มีต่อมูลค่า

อัตราส่วนหนี้สินต่อเงินทุนเป็นกลไกการกำกับดูแลซึ่งอาจส่งผลให้การดำเนินงานและมูลค่าของกิจการสูงขึ้น ระดับหนี้สินที่สูงกระตุ้นให้เจ้าหนี้ขนาดใหญ่ซึ่งเป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทต้องเข้ามาสอดส่องดูแลการกำกับกิจการของบริษัทเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของตนเอง (ศศิวิมล มีอำพล และ ศรายุทธ เรืองสุวรรณ, 2553) อย่างไรก็ตาม การมีจำนวนหนี้ที่สูงนั้นในอีกแง่มุมหนึ่งย่อมทำให้เกิดความเสี่ยงที่บริษัทขาดสภาพคล่อง และกระทบต่อมูลค่าของบริษัทในทางลบ ดังนั้น แม้อัตราส่วนจะสูงขึ้นไปพร้อมกับการสูงขึ้นของมูลค่ากิจการจากการร่วมกำกับดูแลโดยเจ้าหนี้ แต่หากอัตราส่วนสูงขึ้นไปจนถึงระดับที่เกินความสามารถในการบริหารสภาพคล่อง การมีภาระหนี้จำนวนมากจะเริ่มทำลายมูลค่าของกิจการ

การบริหารงานโดยครอบครัวหรือเครือญาติของผู้ถือหุ้นใหญ่สามารถทำให้การดำเนินงานดีและมูลค่าของกิจการสูงขึ้น เนื่องจากกิจการในประเทศไทยและในประเทศอื่นหลายประเทศ อาทิ เยอรมัน อิตาลี สวิตเซอร์แลนด์ ส่วนใหญ่มักเริ่มต้นจากธุรกิจครอบครัว ต่อมาเมื่อบริษัทต้องเติบโต ครอบครัวผู้ก่อตั้งจึงอาจนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อระดมทุน โดยครอบครัวขายหุ้นของบริษัทบางส่วนให้กับนักลงทุนทั่วไป แต่หุ้นส่วนใหญ่ยังคงอยู่ในมือของครอบครัวผู้ก่อตั้งเพื่อคงอำนาจในการบริหารกิจการเบ็ดเสร็จ

การศึกษาเกี่ยวกับกลไกการถือหุ้นใหญ่โดยบุคคลในครอบครัวผู้ก่อตั้งบริษัทให้ผลที่ไม่สอดคล้องกัน สำหรับประเทศไทย กิตติชัย สถิตมั่นวิวัฒน์ (2548) ได้ศึกษาความสัมพันธ์โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุนาม และใช้ข้อมูลในปี 2546 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 285 บริษัท ผลการดำเนินงานของบริษัทใช้อัตราส่วน Tobin's Q เป็นเครื่องชี้วัด กิตติชัย สถิตมั่นวิวัฒน์ (2548) พบว่ากลไกกรรมการที่เป็นเครือญาติในบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภคและกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรมมีผลทางลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ แต่เมื่อกิตติชัย สถิตมั่นวิวัฒน์ (2548) จำแนกกลุ่มตามขนาดของรายได้ กลับพบว่ากลุ่มบริษัทที่มีขนาดรายได้ 500 ถึง 999 ล้านบาทไม่ได้รับผลกระทบที่เป็นลบจากกลไกกรรมการที่เป็นเครือญาติ

กลุ่มการศึกษาที่พบว่าการบริหารงานโดยครอบครัวหรือเครือญาติของผู้ถือหุ้นใหญ่ส่งผลดีต่อกิจการได้แก่ Yeh, Lee, and Woidtke (2001) วิจัยกลุ่มนี้ศึกษากลุ่มบริษัทในประเทศสาธารณรัฐจีน (ไต้หวัน) โดยได้แบ่งกลุ่มบริษัทตัวอย่างออกเป็นกลุ่มที่มีระดับการบริหารโดยครอบครัวในระดับที่สูงและระดับที่ต่ำ และพบว่ากิจการที่การบริหารโดยกลุ่มครอบครัวในระดับที่สูงจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า ผู้วิจัยอธิบายว่าผลการดำเนินงานที่ดีกว่าเกิดจากการบริหารงานที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน และชี้ว่าสัดส่วนที่เหมาะสมของกรรมการบริษัทซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่นั้นควรจะต่ำกว่าครึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมด

กลไกที่น่าสนใจอีกกลไกหนึ่งเป็นกลไก**สัดส่วนกรรมการหรือผู้บริหารระดับสูงซึ่งเป็นผู้หญิง** ซึ่งอาจส่งผลให้การดำเนินงานและมูลค่าของกิจการสูงขึ้น ในอดีต Carter, Simkins, Simpson (2003) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความหลากหลายของคณะกรรมการกับมูลค่าของกิจการโดยใช้ บริษัทจำนวน 638 บริษัทซึ่งเป็นสมาชิกของ FORTUNE 1000 การศึกษาพบว่ากรรมการที่เป็นผู้หญิงส่งผลบวกต่อมูลค่าของบริษัทซึ่งวัดโดยอัตราส่วน Tobin's Q นอกจากนี้ Erhardt, Werbel, and Shrader (2003) ซึ่งทำการศึกษาในหัวข้อเดียวกัน แต่ใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาจำนวน 127 บริษัท ระหว่างปี 1993 ถึง 1998 พบว่ายิ่งสัดส่วนของกรรมการที่เป็นหญิงมีเพิ่มขึ้นเท่าใด ยิ่งส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ทั้งนี้ Erhardt et al. (2003) ใช้อัตราส่วน Return on Assets เป็นเครื่องชี้วัดผลการดำเนินงาน

แม้นักวิชาการจะชี้ว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการทั้งหลายสามารถส่งผลต่อผลการดำเนินงานและการสร้างกิจการได้ ทั้งยังชี้ทิศทางความสัมพันธ์ของกลไกที่มีต่อผลการดำเนินงานและมูลค่า และการศึกษาเชิงประจักษ์จำนวนมากในประเทศต่างๆ ทั่วโลกพบผลลัพธ์ที่สนับสนุนข้อเสนอทางวิชาการเหล่านั้น แต่การศึกษาเชิงประจักษ์จำนวนหนึ่งกลับพบผลลัพธ์ต่างออกไป ที่อาจไม่พบความสัมพันธ์หรือบ่อยครั้งที่พบความสัมพันธ์ที่มีทิศทางตรงข้ามกับที่งานวิชาการอื่นหรือที่ทำไปก่อนหน้าได้เสนอไว้ ตัวอย่างเช่น Bhagat and Black (2002) ซึ่งศึกษาสัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 934 บริษัท ระหว่างปี 1985 ถึง 1995 พบตรงข้ามว่าสัดส่วนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ที่เป็นลบกับผลการดำเนินงาน

ในการศึกษานี้ ผู้เขียนจะศึกษาและทดสอบเพิ่มเติมเกี่ยวกับกลไกการกำกับดูแลกิจการและผลกระทบที่มีต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าของบริษัทสำหรับบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย การศึกษาสำคัญเพราะเป็นการทวนสอบกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ได้เคย

มีผู้ศึกษาในอดีตในต่างประเทศและในประเทศไทยอีกครั้งหนึ่งโดยใช้ข้อมูลที่ทันสมัยยิ่งขึ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และยังพิจารณากลไกการกำกับดูแลที่หลากลายมากขึ้น นอกจากนี้ การศึกษายังพิจารณาเป็นการเฉพาะเกี่ยวกับกลไกการบริหารงานโดยครอบครัวหรือเครือญาติของผู้ถือหุ้นใหญ่ โดยใช้ความระมัดระวังอย่างยิ่งในการวัดระดับกลไก กล่าวคือ การศึกษาในอดีตของประเทศไทยได้วัดความเป็นเครือญาติโดยสังเกตเพียงจากนามสกุลเดียวกันเท่านั้น ซึ่งตามข้อเท็จจริง เครือญาติอาจสัมพันธ์โดยไม่ใช้นามสกุลเดียวกันได้ เช่น กรณีเขย หรือกรณีที่เป็นลูกสาวซึ่งแต่งงานออกไปแล้วเปลี่ยนนามสกุลตามสามี ในการศึกษานี้ ผู้เขียนได้เก็บข้อมูลอย่างรอบคอบและครอบคลุมมากขึ้นโดยนิยามความเป็นเครือญาติให้ครอบคลุมถึงความสัมพันธ์ทางกฎหมายด้วย นอกจากนี้ กลไกนักบริหารหญิงและกรรมการหญิงพบว่าได้มีการศึกษาสำหรับประเทศไทยไปแล้วบ้างแต่ยังมีจำนวนน้อยชิ้น อาทิ พรอนงค์ บุษราตระกูล, จนัญญา เสถียรโชค, ณรงค์ฤทธิ อัศวเรืองพิภพ, สุนทรี เหล่าพัดจัน และ ศิรินุช อินละคร (2559) ซึ่งผู้เขียนจะได้ศึกษากลไกที่มีความสำคัญและน่าสนใจนี้ในการศึกษาด้วยอีกครั้ง

ระเบียบวิธีวิจัย

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

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 II_{it} + \beta_2 FF_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 BS_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 DE_{it} + \beta_7 FAMILY_{it} + \beta_8 WOMAN_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} AGE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

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

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 orExecutives)
$SIZE$	: ขนาดของกิจการ (Firm Size)
AGE	: อายุของกิจการ (Firm Age)

ตัวแปรที่ 1 ถึงตัวแปรที่ 8 เป็นตัวแปรกลไกการกำกับดูแลซึ่งการศึกษาสนใจจะศึกษา ในขณะที่ตัวแปรที่ 9 และ 10 เป็นตัวแปรควบคุมเพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าความสัมพันธ์ระหว่างกลไกและมูลค่าที่เป็นผลลัพธ์ของการวิเคราะห์ไม่ได้รับอิทธิพลจากขนาดหรืออายุของบริษัทที่อาจแตกต่างกันมากในบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง

การทดสอบบทบาทของกลไกจะพิจารณาความมีนัยสำคัญและเครื่องหมายของสัมประสิทธิ์ β_k ของกลไก k หากกลไกการกำกับดูแลส่งผลกระทบต่อการสร้างมูลค่าของบริษัทให้สูงขึ้น สัมประสิทธิ์ β_k จะต้องต่างจาก 0.00 อย่างมีนัยสำคัญและเป็นบวก ในขณะที่หากกลไกส่งผลให้มูลค่าลดลง สัมประสิทธิ์ β_k จะต้องเป็นลบและต่างจาก 0.00 อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ การศึกษาจะกำหนดตัวแบบจำลองโดยใช้สมการถดถอยเชิงเส้นตรงแบบพหุ

กลไกซึ่งผู้เขียนสนใจจะศึกษาและทดสอบ ได้แก่ สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อย สัดส่วนกรรมการอิสระ จำนวนคณะกรรมการบริษัท การควบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการ และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน กลไกทั้งหกนี้เป็นที่กลไกซึ่งเป็นที่สนใจกว้างขวางของการศึกษาในอดีตและได้ขยายผลสู่ภาคปฏิบัติ นอกจากกลไกดังกล่าวแล้ว การศึกษานี้ยังพิจารณากลไกเพิ่มเติมอีกสองกลไกซึ่งเป็นกลไกที่น่าสนใจมากและยังมีการศึกษาน้อยชิ้น โดยเฉพาะการศึกษาสำหรับประเทศไทย ที่ได้ศึกษากลไกทั้งสองนี้ กลไกที่ศึกษาเพิ่มอีกสองกลไกได้แก่กลไกการบริหารงานโดยครอบครัวหรือเครือญาติของผู้ถือหุ้นใหญ่ และกลไกสัดส่วนกรรมการหรือผู้บริหารระดับสูงซึ่งเป็นผู้หญิง

ข้อมูลที่ใช้

ในการศึกษานี้ ผู้เขียนเสนอวัดขนาดของกิจการคือตัวแปร $SIZE$ โดยใช้มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ของบริษัทเป็นตัวชี้วัด Majumdar (1997) ศึกษากลุ่มบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ในประเทศอินเดีย และพบว่าบริษัทขนาดใหญ่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก เพราะบริษัทขนาดใหญ่มักมีระดับการผลิตที่สูง ทำให้เกิดการประหยัดจากขนาด ส่งผลให้กำไรสุทธิที่มีระดับที่สูง ผลการศึกษาของ Short and Keasey (1999) ซึ่งวัดขนาดของกิจการโดยใช้ค่าลอการิทึมฐานธรรมชาติจากยอดขาย ซึ่งสามารถเชื่อมโยงกับระดับกำไรสุทธิที่สูงขึ้น Short and Keasey (1999) พบว่ายอดขายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วน Return on equity และ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ Short and Keasey (1999) อธิบายความสัมพันธ์นี้ว่าเกิดจากการที่บริษัทขนาดใหญ่มีศักยภาพในการลดต้นทุนของเงินทุน และมีความสามารถในการระดมทุนทั้งจากในและนอกตลาดได้มากกว่าทำให้ได้เปรียบคู่แข่งที่มีขนาดเล็กกว่า

จากสมการที่ (1) การศึกษาเชื่อมโยงมูลค่าของกิจการเข้ากับกลไกด้านการกำกับดูแลกิจการจำนวน 8 กลไก การศึกษาระบุเฉพาะเจาะจงว่าใช้อัตราส่วน Tobin's Q ทำหน้าที่ตัวชี้วัดมูลค่าของกิจการซึ่งคือตัวแปร Q_{it} ผู้เขียนชี้ว่า แม้การศึกษาในอดีตเสนอตัวแปรอื่น อาทิ Vickery, Droge, and Markland (1993) และ Datta, Rajagopalan, and Rasheed (1991) ได้เสนอใช้อัตราส่วน Return on Investment หรือ Return on Asset เพื่อวัดความสามารถในการสร้างมูลค่าแต่ Landsman and Shapiro (1995) แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วน Tobin's Q และอัตราส่วน ROI มีความสัมพันธ์กัน ดังนั้น การเลือกใช้อัตราส่วนตัวใดตัวหนึ่งไม่ควรให้ผลลัพธ์ที่ต่างกัน นอกจากนี้ เป็นที่พึงสังเกตว่าอัตราส่วน Tobin's Q เป็นอัตราส่วนที่มีการผสมผสานระหว่างตัวเลขทางบัญชีและมูลค่าตลาดของบริษัท ซึ่งได้รวมทั้งข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตและข้อมูลที่รวมการคาดการณ์ ณ เวลาปัจจุบันของนักลงทุนในตลาด ในขณะที่อัตราส่วน Return on Investment หรือ Return on Asset เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่ใช้ข้อมูลในอดีตจากงบการเงินเพียงแหล่งเดียว ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบจากความทันสมัยของข้อมูลแล้ว อัตราส่วน Tobin's Q ควรสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของบริษัทซึ่งเกิดจากการบริหารจัดการของผู้บริหารและการกำกับดูแลผ่านกลไกการกำกับดูแลได้ครบถ้วนสมบูรณ์มากกว่า

ผู้เขียนไม่ได้คำนวณอัตราส่วน Tobin's Q ตามแนวทางซึ่ง Lindenberg and Ross (1981) ได้แนะนำไว้ เพราะแม้แนวทางดังกล่าวได้รับการยอมรับว่าถูกต้องตามหลักทฤษฎี แต่การคำนวณมีขั้นตอนที่ซับซ้อนและต้องใช้ข้อมูลจำนวนมาก การศึกษาจะใช้วิธีที่ Chung and Pruitt (1994) แนะนำ เพราะได้พัฒนาต่อยอดจากที่ Lindenberg and Ross (1981) ได้เริ่มต้นไว้ให้การคำนวณมีความสะดวกมากขึ้น อัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งคำนวณตาม Chung and Pruitt (1994) เป็นดังนี้

$$Q = \frac{(MP \times OSV) + MV_{p/s} + MV_l}{BV_a}$$

โดย

Q : Tobin's Q Ratio ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ

MP : ราคาตลาดของหุ้นสามัญ

OSV : จำนวนหุ้นสามัญที่ชำระแล้ว

$MV_{p/s}$: ราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ์

MV_l : ราคาตลาดของหนี้สินทั้งหมดของบริษัท

BV_a : มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท

การศึกษาใช้ตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเฉพาะที่เป็นสมาชิกของกลุ่มหลักทรัพย์ SET 50 บริษัทที่เป็นสมาชิกของกลุ่มหลักทรัพย์ SET 50 เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าตลาดของหุ้นและมีสภาพคล่องการซื้อขายหุ้นสูงสุด จำนวน 50 บริษัท

การศึกษาไม่ได้พิจารณาบริษัทครบทั้ง 50 บริษัท แต่พิจารณาเฉพาะบริษัทจำนวน 38 บริษัท ที่มิได้ประกอบธุรกิจการเงิน ทั้งนี้ เหตุผลเป็นเพราะบริษัทที่ทำธุรกิจการเงินมีกฎหมายเฉพาะและหลักเกณฑ์อื่นๆ เพื่อการกำกับดูแลกิจการนอกเหนือจากหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การศึกษาเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นระยะเวลา 3 ปี เริ่มตั้งแต่ปี 2555 ถึง 2557 โดยที่ข้อมูลปี 2557 เป็นข้อมูลปีล่าสุดที่มีการรายงานสำหรับบริษัท การเก็บข้อมูลจำนวน 3 ปี มิใช่เพียง 1 ปีทำเพื่อทำให้จำนวนตัวอย่างมีมากขึ้นและทำให้เกิดความมั่นใจว่าระเบียบวิธีการทางสถิติประกอบการวิเคราะห์ซึ่งต้องใช้จำนวนตัวอย่างที่มาก ผลลัพธที่พบจะได้มีความน่าเชื่อถือ

การศึกษาเก็บข้อมูลการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย และจำนวนของกรรมการอิสระ จากฐานข้อมูล Bloomberg เก็บและคำนวณจำนวนคณะกรรมการบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนและสัดส่วนกรรมการหรือผู้บริหารระดับสูงซึ่งเป็นผู้หญิงจากฐานข้อมูล Bloomberg และ SETSMART

การควบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการระบุโดยตัวแปรหุ่น ผู้เขียนกำหนดให้ตัวแปรเท่ากับ 0 เมื่อผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการเป็นไม่ใช่บุคคลเดียวกัน และเท่ากับ 1 เมื่อผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการเป็นบุคคลเดียวกันการสร้างตัวแปรนี้ทำโดยใช้ข้อมูลตั้งต้นจากฐานข้อมูล Bloomberg และ SETSMART

การศึกษาระบุกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีลักษณะเป็นครอบครัวหรือเครือญาติ โดย ผู้เขียนนิยามกลุ่มครอบครัวหรือเครือญาติตาม Khanthavit et al. (2003) ว่าหมายถึง บุคคลที่มีความสัมพันธ์ทางสายโลหิต หรือโดยการจดทะเบียนตามกฎหมายในลักษณะที่เป็นบิดามารดา คู่สมรส พี่น้อง และบุตร รวมทั้งคู่สมรสของบุตร ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยเป็นกลุ่มบุคคลที่ออกเสียงไปในทิศทางเดียวกัน หากนับรวมแล้วมีสัดส่วนการถือครองหุ้นมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 25 ผู้เขียนกำหนดตัวแปรนี้ให้เป็นตัวแปรหุ่นเช่นกัน โดยกำหนดให้ตัวแปรมีค่าเท่ากับ 1 หากบริษัทใดมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นกลุ่มครอบครัว และกำหนดให้ตัวแปรมีค่าเท่ากับ 0 หากบริษัทไม่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นกลุ่มครอบครัว ผู้เขียนใช้ข้อมูลประกอบการคำนวณจากข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยร่วมกับแฟ้มข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56 – 1)

สถิติเชิงพรรณนา

ตาราง 1 รายงานค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรโดยใช้ข้อมูลทั้งหมด ระยะ 3 ปี การศึกษาพบว่า บริษัทจดทะเบียนที่เป็นกลุ่มตัวอย่างมีอัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งเป็นตัวชี้วัดมูลค่า เฉลี่ยอยู่ที่ 4.39 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 44.85 และต่ำสุดอยู่ที่ 0.56 นอกจากนี้แล้วยังพบว่าบริษัทส่วนใหญ่มีสัดส่วนกรรมการอิสระมากกว่า 1 ใน 3 ซึ่งมากกว่าจำนวนที่สำนักงาน ก.ล.ต. ได้กำหนดไว้ และยังพบว่าขนาดจำนวนคณะกรรมการบริษัทอยู่ระหว่าง 9 ถึง 18 คน ซึ่งมีค่าเฉลี่ยประมาณ 13 คน

ตารางที่ 1

ค่าสถิติเชิงพรรณนาสำหรับข้อมูลโดยรวม ช่วง 2555 ถึง 2557

ตัวแปร	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Tobin's Q	0.5617	44.8511	2.6501	4.3944
%II	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

ตาราง 2 พิจารณาค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรเฉพาะหรับปี 2555 ซึ่งพบว่าบริษัทจดทะเบียนที่เป็นกลุ่มตัวอย่างมีอัตราส่วน Tobin's Q เฉลี่ยอยู่ที่ 2.51 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 3 ปี ที่เท่ากับ 4.36 ทั้งนี้ สาเหตุส่วนหนึ่งอาจมาจากมหาอุทกภัยที่เกิดขึ้นก่อนหน้าในปี 2554 ซึ่งส่งผลต่อเนื่องให้ในปี 2555 ที่ประเทศและกิจการต้องฟื้นฟูความเสียหายที่เกิดขึ้นอย่างมากจากเหตุการณ์นั้น

ตารางที่ 2

ค่าสถิติเชิงพรรณนาสำหรับข้อมูลปี 2555

ตัวแปร	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Tobin's Q	0.5969	13.4298	2.5096	2.3490
%II	6.1070	74.7090	34.6872	24.2420
%FF	24.2900	85.2900	44.8150	12.1487
%IND	23.0800	73.3330	41.6507	11.6753
BS	9.0000	18.0000	13.1842	2.4368
DUAL	0.0000	1.0000	0.1053	0.3110
DE	0.0000	724.2208	95.8279	126.5287
FAMILY	0.0000	1.0000	0.3684	0.4889
WOMAN	0.0000	28.5714	7.6063	7.7804
SIZE	9.6789	13.7624	11.5400	0.9794
AGE	1.0000	99.0000	29.3684	16.3499

ตาราง 3 เป็นค่าสถิติเชิงพรรณนาสำหรับปี 2556 ในปีนี้บริษัทจดทะเบียนมีค่า Tobin's Q เฉลี่ยเท่ากับ 1.61 ซึ่งเป็นเฉลี่ยที่ต่ำสุดในทั้ง 3 ปี ซึ่งสาเหตุอาจมาจากการที่บริษัทต้องชะลอการลงทุนจากการที่เมื่อปี 2555 บริษัทต้องใช้ทรัพยากรจำนวนมากในการ

ฟื้นฟูความเสียหายจากมหาอุทกภัยนอกจากนี้ ปี 2555 ยังมีเหตุการณ์ทางการเมืองรุนแรงเกิดขึ้นภายในประเทศ ซึ่งร่วมทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนลดลง

ตารางที่ 3

ค่าสถิติเชิงพรรณนาสำหรับข้อมูลปี 2556

ตัวแปร	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Tobin's Q	0.5617	8.5576	2.1542	1.6071
%II	6.7530	82.4950	44.9723	24.1096
%FF	2.1200	83.6800	43.9989	13.8789
%IND	33.3330	73.3330	43.0737	11.6273
BS	9.0000	18.0000	13.0789	2.4316
DUAL	0.0000	1.0000	0.1053	0.3110
DE	0.0000	1899.7327	146.9997	314.2528
FAMILY	0.0000	1.0000	0.3684	0.4889
WOMAN	0.0000	28.5714	8.5236	8.1661
SIZE	9.1747	13.6133	11.4757	1.0457
AGE	2.0000	100.0000	30.3684	16.3499

ตาราง 4 ในปี 2557 อัตราส่วน Tobin's Q มีค่าเฉลี่ยที่ 7.08 ซึ่งมากที่สุดในกลุ่มตัวอย่างทั้ง 3 ปี โดยสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากการเร่งลงทุนในธุรกิจโทรคมนาคม และนอกจากนี้ จากการศึกษาในรายละเอียดสำหรับบริษัทในกลุ่มตัวอย่างพบว่า บริษัท ไดนาสตี้ เซรามิค จำกัด (มหาชน) (DCC) มีการปรับโครงสร้างองค์กรโดยการรับโอนกิจการทั้งหมดจาก 3 บริษัทย่อย ทำให้ อัตราส่วน Tobin's Q ของ DCC เพิ่มขึ้นมาเป็น 44.85 จากปี 2556 ที่มีค่าเพียง 4.34

ตารางที่ 4

ค่าสถิติเชิงพรรณนาสำหรับข้อมูลปี 2557

ตัวแปร	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Tobin's Q	0.7671	44.8511	3.2864	7.0842
%II	6.3210	78.1980	43.5507	25.1078
%FF	2.1200	85.2900	44.4816	14.5394
%IND	27.2720	69.2308	41.7538	10.1612
BS	9.0000	18.0000	13.0000	2.2898
DUAL	0.0000	1.0000	0.1053	0.3110
DE	0.9044	961.8505	117.9072	176.0200
FAMILY	0.0000	1.0000	0.3684	0.4889
WOMAN	0.0000	28.5714	9.1903	8.5342
SIZE	9.1408	13.7380	11.5934	1.0592
AGE	3.0000	101.0000	31.3684	16.3499

โดยเมื่อเปรียบเทียบทั้งสามปี ผู้อ่านจะเห็นว่าตัวแปร FAMILY และ WOMAN มีค่าเฉลี่ยแทบไม่เปลี่ยนค่าไปจากปีหนึ่งสู่ปีหนึ่ง ซึ่งสะท้อนว่าบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างที่มีลักษณะเป็น Family Control มีแนวโน้มที่จะคงสัดส่วนการบริหารงานโดยเครือญาติของผู้ถือหุ้นใหญ่แบบนี้เรื่อยไป เช่นเดียวกับสัดส่วนนักบริหารหรือกรรมการหญิงที่ยังคงมีบทบาทจำกัดและกระจุกตัวในบริษัทกลุ่มเดิมที่ให้สตรีได้เข้าทำหน้าที่นักบริหารหรือกรรมการ โดยกลไกนี้ไม่ได้แพร่หลายออกไปเพื่อในบริษัทอื่น

ผลการศึกษาเชิงประจักษ์

การศึกษากำหนดตัวแบบจำลองในสมการที่ (1) โดยใช้ข้อมูลบริษัทตัวอย่าง ครอบคลุมระยะเวลา 3 ปี ได้ผลลัพธ์ดังนี้

$$Q = 9.008 - 0.019II - 0.034FF - 0.040IND - 0.530BS** - 3.379DUAL** - 0.002DE$$
$$+1.829FAMILY* + 0.019WOMAN + 0.3585SIZE + 0.007AGE + \varepsilon$$

* และ ** แสดงระดับนัยสำคัญ ณ ความเชื่อมั่นร้อยละ 90 และ 95 ตามลำดับ

จากสมการข้างต้น การศึกษาพบว่ากลไกจำนวนคณะกรรมการบริษัท (BS หรือ Board Size) และกลไกการควบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการ (DUAL หรือ CEO Duality) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่สูง ร้อยละ 95 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.530 และ -3.379 ตามลำดับ นอกจากนี้ กลไกการถือหุ้นใหญ่โดยกลุ่มครอบครัว (FAMILY) มีความสัมพันธ์มูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 1.829

จากข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาในตารางที่ 1 ถึง 4 ผู้เขียนพบว่าขนาดจำนวนคณะกรรมการบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างอยู่ระหว่าง 9 ถึง 18 คน โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 13 คน ซึ่งเมื่อพิจารณาประกอบกับผลการทดสอบกลไกจำนวนคณะกรรมการบริษัทที่มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.530 แล้วแสดงว่าหากมีกรรมการเพิ่มขึ้น 1 คน จะทำให้อัตราส่วน Tobin's Q ลดลง 0.530 ผลการทดสอบสอดคล้องกับการศึกษาในอดีตที่เสนอโดย Jensen (1993) ที่เสนอว่าจำนวนคณะกรรมการที่เหมาะสมที่สุดคือ 8 หรือ 9 คนเท่านั้น ซึ่งจำนวนกรรมการน้อยที่สุดในกลุ่มตัวอย่างของการศึกษานี้คือ 9 คน

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

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

เป็นที่น่าสังเกตว่า ในการศึกษา กลไกกรรมการอิสระมีค่าลบแต่ไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งผลลัพธ์นี้อาจเกิดขึ้นเพราะเมื่อกรรมการส่วนใหญ่มาจากบุคคลในครอบครัวหรือคนใกล้ชิด และทำให้แต่งตั้งกรรมการอิสระอาจทำเพียงเพื่อให้บรรลุกฎเกณฑ์สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดหรือแนะนำเท่านั้น และเนื่องจากกรรมการอิสระนั้นเป็นบุคคลภายนอกซึ่งมีความรู้ความเข้าใจในการทำธุรกิจเฉพาะของแต่ละกิจการจำกัด หรือยังต้องเพิ่มความสามารถในการกำหนดนโยบายให้มากขึ้น กรรมการอิสระเหล่านั้นอาจร่วมสร้างมูลค่าได้ไม่มากนัก ผลลัพธ์ที่การศึกษาพบสำหรับกรรมการตรวจสอบสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Bhagat and Black (1997) ที่ไม่พบความมีนัยสำคัญของกลไกกรรมการอิสระสำหรับตัวอย่างกลุ่มหนึ่งในประเทศสหรัฐอเมริกา

สรุป

ในการศึกษานี้ ผู้เขียนทวนสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของกิจการและกลไกการกำกับดูแลของบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี 2555 ถึง 2557 ซึ่งพบว่า ในบรรดากลไกที่บริษัทและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมีเป็นทางเลือกจำนวนมากนั้น กลไกจำนวนคณะกรรมการบริษัทและกลไกการควบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่าของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่กลไกการบริหารงานโดยครอบครัวหรือเครือญาติของผู้ถือหุ้นใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างนัยสำคัญ

ผลการศึกษานี้สำคัญเพราะชี้ว่าการกำหนดจำนวนกรรมการให้เหมาะสม ไม่มากจนเกินไป จะสามารถเพิ่มมูลค่าให้บริษัทได้ ในขณะที่บริษัทจำเป็นต้องใช้ความระมัดระวังในการแต่งตั้งผู้บริหารระดับสูงสุดที่ควบตำแหน่งประธานกรรมการด้วย เพราะผลการศึกษาชี้ว่าทำให้มูลค่าของบริษัทลดลงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ ความกังวลว่าการมีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นกลุ่มครอบครัวจะทำให้เกิดการจัดการที่เห็นแก่ครอบครัวและพวกพ้องเป็นหลักและจะทำลายมูลค่า หรือไม่ ได้ถูกปฏิเสธโดยผลการศึกษา เพราะการศึกษาพบว่า กลุ่มครอบครัวให้ผลเป็นบวกแก่มูลค่า มีนัยสำคัญ และไม่ใช่เป็นลบ

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

เอกสารอ้างอิง

ภาษาไทย

กิตติชัย สถิตย์มั่นวิวัฒน์. (2548). *ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกควบคุมตามหลักการการกับดูแลกิจการ กับผลการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน.* กรุงเทพมหานคร: คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

นวลนภา อัครพุทธิพร และ ศิลปพร ศรีจั่นเพชร. (2550). คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 6, 95–106.

พรอนงค์ บุษราตระกูล, จนัญญา เสถียรโชค, ณรงค์ฤทธิ อัศวเรืองพิภพ, สุนทรี เหล่าพัดจัน, และ ศิรินุช อินละคร. (2559). *ความมีประสิทธิภาพของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ.* ค้นจาก http://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile_1465355945148.pdf

ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2556). Sarbanes-Oxley Act และการกำกับดูแลกิจการในต่างประเทศ สู่ธรรมาภิบาลในประเทศไทย. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 138, 92 - 119.

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

ศิลปพร ศรีจั่นเพชร. (2551). บทบาทหน้าที่ของกรรมการ: กลไกการกำกับดูแลกิจการ. *วารสารบริหารธุรกิจ,* 1-2.

ศิลปพร ศรีจั่นเพชร. (2551). ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทโครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 28-41.

ศิลปพร ศรีจั่นเพชร. (2555). การประเมินการกำกับดูแลกิจการ. *วารสารบริหารธุรกิจ,* 134, 1-2.

ศรายุทธ เรืองสุวรรณ, ภัทรพร ปิยะเครือทิพย์, วิภาสิริ วิมานรัตน์, ปณิธาน ศิริวัฒนานุกูล, เมธี จิรัฐิติกาลไชย และ นิตยา วงศ์ภินันท์วัฒนา. (2552). ระดับของบรรษัทภิบาลมีผลต่อมูลค่าของบริษัทหรือไม่. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 12, 68-83.

ศศิวิมล มีอำพล และ ศรายุทธ เรืองสุวรรณ. (2553). บรรษัทภิบาลจะช่วยยกระดับผลการดำเนินงานของกิจการได้จริงหรือ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนหมวดอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 17, 57-71.

ศิลปพร ศรีจั่นเพชร. (2550). การการกำกับดูแลกิจการที่ดีคืออะไร. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 113, 1-6.

ศิลปพร ศรีจั่นเพชร. (2551). ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกบมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 10, 26-39.

ศิลปพร ศรีจั่นเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 120, 1-4.

ศิลปพร ศรีจั่นเพชร. (2552). กลไกบรรษัทภิบาลเพิ่มมูลค่ากิจการจริงหรือไม่. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 121, 1-6.

สังเวียน อินทรวิชัย. (2545). *รวมบทความการกำกับดูแลกิจการที่ดี*. กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

อัญญา ขันธวิทย์ (2540). *การควบกิจการและการครอบงำกิจการ*. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

อัญญา ขันธวิทย์, ศิลปพร ศรีจั่นเพชร และเดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศรี. (2552). *การกำกับดูแลเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ*. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

ภาษาอังกฤษ

Bhagat, S., & Black, B. (2002). The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 231-274.

Boyan, B. (2003). Institutional investors in Bulgarian corporate governance reform: obstacles or facilitators?. *Journal of World Business.* 38, 361–374

Brown, S. & Caylor, D. (2004). Corporate Governance and Firm Performance, *European Financial Management*, 2(10), 151-170.

Chiang, H. & Chia, F. (2005). An empirical study of corporate governance and corporate performance. *Journal of American Academy of Business*, 6(1), 95-101.

Coad, A., Segarra, A., & Teruel, M. (2013). Like milk or wine: Does firm performance improve with age? *Structural Change and Economic Dynamics*, 24, 173-189.

Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008) Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.

Connelly, T. J. & Limpaphayom P. (2004). Environmental reporting and firm performance. *Journal of Corporate Citizenship*, 13(1), 137-149.

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.

Datta, D. K., Rajagopalan, N. and Rasheed, A. M. A. (1991), Diversification and Performance: Critical Review and Future Directions. *Journal of Management Studies*, 28, 529–558. doi: 10.1111/j.1467-6486.1991.tb00767.x

Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, *11*(2), 102-111.

Fama, E., F. & Jensen, M. C. (1983), Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 15(2), 301-325.

Gompers, P. A., & Metrick, A. (2001). Institutional Investors and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics,* 116(1), 229-260.

Gompers, P. A., Ishii, I., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118: 107-155.

Huergo, E. & Jaumandreu, J. (2004). How does probability of innovation change with firm age? *Small Business Economics*, 22(3–4), 193–207.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance,* 48(3), 831–880.

Khanthavit, A., Polsiri, P., & Wiwattanakantang, Y. (2003). Did families lose or gain control? Thai firms after the East Asian financial crisis. In J. P. H. Fan, H. Masaharu, & T. Juro (Eds.), *Designing financial systems in East Asia and Japan: Toward a Twenty-first century paradigm* (pp. 247-272). New York: Routledge.

Landsman, W. R. & Shapiro, A. C. (1995). Tobin's q and the Relation between Accounting ROI and Economic Return. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10(1), 103–120.

Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer,* 48(1), 59–77.

Majumdar, S. K. (1997). The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidences from India. *Review of Industrial Organization,* 12, 231–241.

Mishra, C. S., Randøy, T. & Jenssen, J. I. (2001). The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 12, 235–259.

Short, H., & Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the U.K. *Journal of Corporate Finance*, 5, 79–101.

Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (2006). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic management journal*, 12(2), 155-160.

Thomsen, S., Pedersen, T. & Kvist, H. K. (2006). Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 246–269.

Vickery, S. K., Droge, C. and Markland, R. E. (1993), Production Competence and Business Strategy: Do They Affect Business Performance?. *Decision Sciences,* 24, 435–456. doi: 10.1111/j.1540-5915.1993.tb00482.x

Yeh, Y.-h., Lee, T.-s. & Woidtke, T. (2001). Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan. *International Review of Finance*, 2, 21–48.