ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว ต่อมูลค่ากิจการทางบัญชี และคะแนนธรรมาภิบาลในระดับดีเลิศ
กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

ธัญพร พูลศิริ

สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2562

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยการให้ความช่วยเหลือแนะนำของ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นรีรัตน์ เตชพิรุณทอง ซึ่งเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ ที่ได้กรุณาที่ให้คำแนะนำข้อคิดเห็นตรวจสอบ และแก้ไขร่างสารนิพนธ์มาโดยตลอด ผู้เขียนจึงขอกราบขอบพระคุณไว้ ณ โอกาสนี้

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัสร ธาระวานิช ที่กรุณาให้เกียรติเป็นประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์โดยมี รองศาสตราจารย์ ดร.ธาตรี จันทรโคลิกา เป็นกรรมการในการสอบสารนิพนธ์ ซึ่งได้กรุณาตรวจแก้ไขสารนิพนธ์ฉบับนี้ให้ถูกต้องสมบูรณ์ยิ่งขึ้น และให้คำปรึกษาแนะนำในทุก ๆ ด้าน รวมถึงเจ้าหน้าที่ของวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล ทุกท่านที่ให้ความสะดวกด้านอำนวยการ และประสานงาน ในการทำสารนิพนธ์ให้ผู้เขียนตลอดมาตลอดจนค้นคว้าหาข้อมูลในการจัดทำสารนิพนธ์ของผู้เขียนครั้งนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี

ท้ายนี้ผู้เขียนขอน้อมรำลึกถึง บิดา มารดา ครอบครัวของผู้เขียน ตลอดจนผู้เขียนหนังสือและบทความต่าง ๆ ที่ให้ความรู้แก่ผู้เขียนจนสามารถให้สารนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดี

ธัญพร พูลศิริ

ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว ต่อมูลค่ากิจการทางบัญชี และคะแนนธรรมาภิบาลในระดับดีเลิศ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
RELATIONSHIP BETWEEN FAMILY BUSINESS, BOOK VALUE OF FIRM AND CORPORATE GOVERNANCE WITH EXCELLENT RECOGNITION LEVEL IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

ธัญพร พูลศิริ 6050147

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์นรีรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัสร ธาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ธาตรี จันทรโคลิกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาล ในระดับดีเลิศและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยผู้วิจัยได้ใช้ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ เป็นตัวแปรสำหรับวัดผลการดำเนินงานของบริษัท และระดับคะแนนธรรมาภิบาลจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ในการศึกษาการความเป็นธุรกิจครอบครัวนั้น จะดูในส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมบริษัทและผู้บริหารที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นที่เป็นครอบครัว

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาล และผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น พบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาลในระดับ 4-5 ดาว ส่วนด้านผลการดำเนินงาน (ROA) จะพบว่า บริษัทที่มีคะแนนธรรมาภิบาลในระดับ 4-5 ดาว จะส่งผลเชิงลบ

ดังนั้นความเป็นครอบครัวถือเป็นเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องในการที่จะได้รับคะแนนธรรมาภิบาล ในเรื่องการเป็นผู้ถือหุ้นควบคุมซึ่งอาจมีอำนาจครอบงำกิจการ อย่างไรก็ตามหากบริษัทสามารถดำเนินกิจการได้ตามเกณฑ์ที่จะได้รับคะแนนธรรมาภิบาล ย่อมสร้างผลการการดำเนินงานที่ดีให้แก่บริษัทได้ หากแต่ว่ายิ่งบริษัทต้องการระดับคะแนนที่สูงขึ้น บริษัทจำเป็นต้องใช้ต้นทุนที่สูงขึ้นด้วยเช่นกัน

คำสำคัญ : ธรรมาภิบาล/ ครอบครัว/ ระดับคะแนนธรรมาภิบาล/ มูลค่ากิจการ/ คณะกรรมการอิสระ
47 หน้า

สารบัญ

		หน้า
กิตติกรรมประกาศ		ข
บทคัดย่อ		ค
สารบัญตาราง		จ
สารบัญรูปภาพ		ฉ
บทที่ 1	บทนำ	1
บทที่ 2	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
	2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	5
	2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	8
	2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	14
บทที่ 3	ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ	16
	3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	16
	3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาตัวแปร	17
	3.3 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา	26
	3.4 วิธีการทางสถิติ	27
	3.5 แบบจำลอง	28
บทที่ 4	ผลการทดสอบ	29
	4.1 สรุปสถิติตัวแปร	29
	4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์	30
	4.3 การวิเคราะห์ผลจากการดำเนินงานวิจัย	33
บทที่ 5	ผสรุปผลการศึกษา	39
	5.1 สรุปผลการศึกษา	39
	5.2 ข้อเสนอแนะ	41
บรรณานุกรม		42
ภาคผนวก		44
ประวัติผู้วิจัย		47

สารบัญรูปภาพ

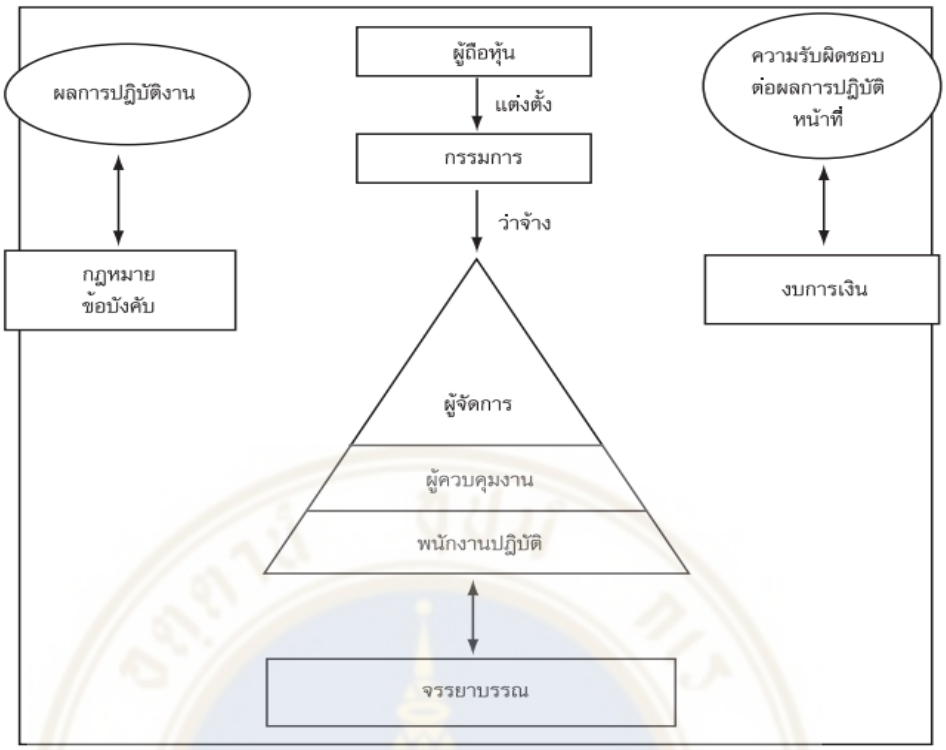
รูปภาพ		หน้า
1.1	แนวคิดตัวแทนของกิจการ	2
2.1	แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร	15
3.1	สิทธิ์ในการถือครองกระแสเงินสดและสิทธิในการออกเสียง	23

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
2.1	ตารางแสดงระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ	8
3.1	จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ศึกษา โดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	16
3.2	สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ	25
3.3	กลุ่มตัวอย่าง บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	26
3.4	จำนวนบริษัทที่มีการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (Family firms) และไม่ใช่ครอบครัว	26
4.1	สรุปสถิติตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในงานวิจัย มูลค่ากิจการทางบัญชี	30
4.2	ตารางแสดงค่าสหสัมพันธ์ คะแนนธรรมาภิบาล	32
4.3	ตารางแสดงค่าสหสัมพันธ์ มูลค่ากิจการ	32
4.4	ตารางแสดงผลการวิจัย มูลค่ากิจการทางบัญชี โดยใช้แบบจำลอง Treatment Effect	37

บทที่ 1
บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศ เปิดดำเนินการมากว่า 43 ปี โดยปัจจุบัน (พ.ศ. 2561) มีบริษัทที่จดทะเบียนมากกว่า 700 บริษัท ทั้งใน SET และ MAI ซึ่งถือเป็นตลาดทุนสำหรับระดมทุนที่สำคัญของประเทศ ทั้งนี้ บริษัทต่างๆ ที่เข้าจดทะเบียนส่วนใหญ่แล้ว ล้วนเป็นธุรกิจครอบครัวที่เกิดจากการขยายตัวของกิจการจนกระทั้งแปรรูปเป็นบริษัทมหาชนขึ้นมา โดยเมื่อจัดตั้งเป็นบริษัทมหาชนแล้ว ย่อมต้องมีการแต่งตั้งหรือว่าจ้าง ผู้บริหาร (CEO) ที่มีประสิทธิภาพเข้ามาบริหารกิจการผ่านกระบวนการเลือกตั้งหรือได้รับการแต่งตั้งจากมติของผู้ถือหุ้น ซึ่งจากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) จากงานวิจัยของ Jensen (1986) ที่กล่าวว่าโครงสร้างของบริษัทประกอบด้วย ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องหลัก 2 ฝ่าย คือ 1) ผู้ถือหุ้นที่มีความเป็นเจ้าของ (Principal-Owner) และ 2) ผู้บริหารที่มีอำนาจในการตัดสินใจ (Agent-Manager) ปัญหาที่มักจะเกิดขึ้นก็คือ “ผู้ถือหุ้น” ต้องการให้บริษัทมีกำไรและได้ผลประโยชน์สูงสุด เพื่อให้บริษัทมีผลตอบแทนสูง คุ้มค่ากับที่ลงทุนไปให้มากที่สุด ส่วน “ผู้บริหาร” เปรียบเสมือนลูกจ้าง ผู้ซึ่งมีหน้าที่ต้องทำให้ผู้ว่าจ้าง มีความพึงพอใจสูงสุด โดยวิธีการที่มีประสิทธิภาพ ภายใต้ค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่จำกัดและออกแบบการบริหารบริษัทให้เหมาะสมที่สุด แต่ในบางครั้ง การกระทำหรือการตัดสินใจของผู้บริหารอาจไม่ได้เป็นไปเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น จึงทำให้ต้องมีกระบวนการในการตรวจสอบควบคุมฝ่ายบริหารขึ้น แต่ด้วยจำนวนผู้ถือหุ้นของบริษัทมหาชน มีจำนวนมากทำให้ไม่สามารถเข้ามาตรวจสอบควบคุมดูแลการดำเนินงานของผู้บริหารได้พร้อมกันทั้งหมด จึงเกิดกระบวนการคัดเลือกตัวแทนในการรักษาผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นและมอบหมายหน้าที่ให้เป็นผู้คอยตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหารผ่านคณะกรรมการอิสระ (Board of Directors) เพื่อให้เข้ามาเป็นตัวแทนในการคุ้มครองผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นและมีหน้าที่ในการคอยกำกับดูแลการดำเนินงาน ตรวจสอบความโปร่งใสในการทำงาน หรือพิจารณาค่าตอบแทนของผู้บริหาร เป็นต้น



รูปภาพที่ 1.1 แนวคิดตัวแทนของกิจการ

ที่มา : (วารสารบริหารธุรกิจ ปีที่ 31 ฉบับที่ 120 ต.ค. - ธ.ค. 51 “Corporate Governance” ดร.ศิลปพร ศรีจั่นเพชร คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์)

จากงานวิจัยที่ผ่านมา ได้พบว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย จะมีผู้ถือหุ้นกลุ่มหนึ่งที่ถือครองหุ้นเป็นสัดส่วนที่สูงจากผู้ถือหุ้นทั้งหมดในบริษัท ซึ่งเป็นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) กล่าวคือมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพียงไม่กี่รายที่มีอำนาจในการควบคุมจัดการ รวมถึงแต่งตั้งคณะผู้บริหารของกิจการ หรือเรียกว่าผู้ถือหุ้นควบคุม (Controlling Shareholder) ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นกลุ่มดังกล่าวมีสิทธิ์ในการออกเสียง (Voting Right) ค่อนข้างมาก จากการถือหุ้นแบบกระจุกตัวที่กล่าวมาข้างต้น ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นควบคุมมีอำนาจในการจัดการและบริหารกิจการให้เอื้อประโยชน์ให้แก่ตนและผู้ที่มีส่วนเชื่อมโยงกัน เช่น การให้สมาชิกในครอบครัว หรือสมาชิกองค์กร เข้าไปเป็นส่วนหนึ่งของคณะกรรมการบริษัท เป็นต้น สอดคล้องกับสิ่งที่ผู้วิจัยได้ศึกษาพบว่ารากฐานของบริษัทในประเทศไทยจำนวนมากเติบโตมาจากการเป็นธุรกิจครอบครัวมาก่อนที่จะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้บริษัทจำนวนมากยังคงมีกลุ่มผู้มีอำนาจเดิมทำหน้าที่บริหารกิจการจนถึงปัจจุบัน จากงานวิจัยของ McConaughy, Phillips (1999) และ Miller, Lester & Cannella (2007) พบว่าการเป็นธุรกิจครอบครัวไม่ได้ส่งผลต่อการ

ดำเนินงานของกิจการที่ดีกว่า แต่อย่างไรก็ตามในงายวิจัยหลายชิ้นก็ได้แย้งว่า ความเป็นครอบครัวส่งผลต่อผลการเพิ่มมูลค่า (value) ของกิจการ และธุรกิจครอบครัวมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าเมื่อเทียบกับธุรกิจที่ไม่ใช่แบบครอบครัวจึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจที่ว่า หากบริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นสมาชิกในครอบครัว และมีสิทธิ์ในการออกเสียง (Voting Right) ค่อนข้างมาก จะยังคงคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของบริษัทอยู่หรือไม่และจากงานวิจัยของ Connelly, Limpaphayom, Nagarajan (2012) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างถือหุ้นกับมูลค่ากิจการในทุกอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2005 พบว่าบริษัทที่เป็นครอบครัว มักใช้โครงสร้างการถือหุ้นแบบ Pyramid Structure หลังจากวิกฤติการเงิน ปี 1997 ส่งผลให้มาตรการธรรมาภิบาลของบริษัทไม่มีประสิทธิภาพมากนัก หากมองในภาพรวม จะเห็นว่า ผู้ถือหุ้นควบคุม (Controlling Shareholder) คณะกรรมการ (Director) และผู้บริหาร (CEO) ต่างก็เป็นคนกลุ่มเดียวกันและมีผลประโยชน์ที่เหมือนกัน จึงไม่มีปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ที่เป็นเจ้าของและผู้บริหาร แต่กลายเป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายย่อยและผู้ถือหุ้นควบคุมแทน เนื่องจากผู้ถือหุ้นควบคุม (Controlling Shareholder) จะมีอำนาจในการบริหารกิจการ ทำให้สามารถใช้ทรัพยากรของบริษัทเพื่อเอื้อประโยชน์ให้แก่ตนเอง การกระทำดังกล่าวสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งส่งผลกระทบด้านลบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย ในรูปแบบผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ลดลง จากต้นทุนตัวแทนที่เพิ่มขึ้น (Agency Cost) ซึ่งสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการ และส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทยมีการกำหนดเกณฑ์การให้คะแนนบริษัทที่มีธรรมาภิบาล ซึ่งควรจะลดปัญหาดังกล่าวลงได้

โดยในงานวิจัยชิ้นนี้ผู้วิจัยจะศึกษาถึงบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี และมูลค่าของบริษัท ข้อมูลจากรายงานประจำปี ระหว่างปี พ.ศ.2553 ถึง พ.ศ.2560 โดยจะดำเนินการวิจัยกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย ซึ่งมีคุณภาพของระบบบรรษัทภิบาลโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ตั้งแต่ 0-5 นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่บอกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สูง จะถูกตรวจสอบควบคุมโดยเจ้าหน้าที่ ทำให้บริษัทมีคุณภาพของข้อมูลที่สูงกว่าบริษัทอื่นๆ ส่งผลให้มีคุณภาพด้านธรรมาภิบาลที่ดีกว่าและจะมีการเพิ่มตัวแปรที่เป็นผู้ถือหุ้นควบคุมที่เป็นสมาชิกครอบครัว ในตัวแบบจำลองที่ต้องการศึกษาเกี่ยวกับคุณภาพของระบบบรรษัทภิบาลของบริษัท ในกลุ่มที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) นอกจากนี้ยังเป็นการเพิ่มตัวแปรสำหรับการตัดสินใจให้แก่นักลงทุนที่ต้องการคัดเลือกหลักทรัพย์โดยใช้คุณภาพของระบบบรรษัทภิบาลเป็นเกณฑ์อีกด้วย

จุดมุ่งหมายในการศึกษาครั้งนี้ คือเพื่อประเมินและตรวจสอบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว จะได้รับคะแนนธรรมาภิบาลในระดับที่แตกต่างกันหรือไม่ โดยมีการศึกษาในหลายๆด้านที่จะส่งผลกระทบต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาล ซึ่งระดับคะแนนธรรมาภิบาลนี้ จากการศึกษาวิจัยที่ผ่านมาพบว่า จะเป็นตัวแปรที่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ และนอกจากนี้ผู้ศึกษายังแบ่งการศึกษามูลค่ากิจการออกเป็น 2 แบบ คือ มูลค่าทางบัญชีและมูลค่าทางตลาด เพื่อให้สามารถประเมินความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างชัดเจนยิ่งขึ้น

จากการศึกษาผู้ทำการศึกษาคาดหวังว่าจะเป็นประโยชน์กับนักลงทุนและผู้ถือหุ้นที่ได้นำเงินมาลงทุนกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อที่จะสามารถประเมินมูลค่าของกิจการในรูปแบบที่เป็นโครงสร้างธุรกิจครอบครัว รวมไปถึงระดับธรรมาภิบาลที่แต่ละบริษัทได้รับ อีกทั้งสามารถนำข้อมูลเหล่านี้ไปประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทและเพื่อปกป้องสิทธิประโยชน์ของตนเองจากการเอาเปรียบที่อาจเกิดขึ้นจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้

งานวิจัยนี้ได้ทดสอบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์ต่อการได้รับการจัดระดับคะแนนธรรมาภิบาลหรือไม่ และระดับคะแนนธรรมาภิบาลจะมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างไร ซึ่งวิธีการศึกษาโดยใช้แบบจำลอง Treatment effects model โดยการประมวลข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในอดีต จากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในช่วงปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2560

ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาลในระดับ 4-5 ดาว ส่วนด้านผลการดำเนินงาน หากวัดในรูปของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) จะพบว่า บริษัทที่มีคะแนนธรรมาภิบาลในระดับ 4-5 ดาว จะส่งผลเชิงลบ ในขณะที่มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) จะส่งผลเชิงบวก ดังนั้นความเป็นครอบครัวถือเป็นเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องในการที่จะได้รับคะแนนธรรมาภิบาล ในเรื่องการเป็นผู้ถือหุ้นควบคุมซึ่งอาจมีอำนาจครอบงำกิจการ อย่างไรก็ตามการที่บริษัทสามารถดำเนินกิจการได้ตามเกณฑ์ที่จะได้รับคะแนนธรรมาภิบาล ย่อมสร้างผลการการดำเนินงานที่ดีให้แก่บริษัทได้ หากแต่ว่ายิ่งบริษัทต้องการระดับคะแนนที่สูงขึ้นบริษัทจำเป็นต้องใช้ต้นทุนที่สูงขึ้นด้วยเช่นกันอาจส่งผลทางลบให้แก่ผลการดำเนินงานทางบัญชีของบริษัทได้ซึ่งตรงข้ามกับมุมมองของนักลงทุนโดยพบว่า ยิ่งบริษัทได้รับระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่มากขึ้น ย่อมเป็นการสร้างมูลค่ากิจการให้ดียิ่งขึ้นตามไปด้วย

รายงานฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็น 5 ส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและสมมติฐาน (Literature Review and Hypothesis Development), ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีทางสถิติ (Data and Methodology), ผลการวิจัย (Result), สรุปผลการวิจัย (Conclution).

บทที่ 2
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

ในงานวิจัยฉบับนี้ได้รวมทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง เพื่อใช้ประกอบในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาลและผลการดำเนินงาน รวมถึงมูลค่าของกิจการได้ดังนี้

2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน

โดย Jensen (1986)ได้อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย ที่เกิดขึ้นภายในองค์กร คือ ตัวการ (Principle) นั่นก็คือ ผู้ที่เป็นเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นของบริษัท และ ตัวแทน (Agent) ซึ่งก็คือ ผู้บริหาร ซึ่งเมื่อกิจการมีการเติบโตขึ้นเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ผู้เป็นเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานได้เพียงผู้เดียว จึงต้องทำการสรรหาบุคคลที่มีความรู้ความสามารถเข้ามาช่วยในการบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ ซึ่งตราบใดที่ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนในการตัดสินใจลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดจากเงินลงทุนในวิธีที่สอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวการแล้ว ความสัมพันธ์ของการเป็นตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารยังคงมีประสิทธิผลที่ดี แต่ถ้าหากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารไม่สอดคล้องกันแล้ว จะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น (ศิลปะพร ศรีจั่นเพชร, ม.ป.ป.) โดยปัญหาที่เกิดจากองค์กรที่มีการแบ่งแยกระหว่างผู้บริหารและเจ้าของ มีดังนี้

1. ปัญหา Moral-Hazard คือ ปัญหาที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการ ไม่สามารถไว้วางใจได้ว่าตัวแทนหรือผู้บริหารที่ได้ว่าจ้างมาแล้วนั้น ได้ใช้ความสามารถและความพยายามสูงสุดในการทำงาน เพื่อประโยชน์สูงสุดขององค์กรและผู้เป็นเจ้าของแล้วหรือไม่

2. ปัญหาการขัดแย้งผลประโยชน์ (Conflict of Interest) คือ ปัญหาที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการ ให้ความสนใจกับความมั่งคั่งที่เกิดจากมูลค่าของบริษัทที่เพิ่มขึ้น แต่ผู้บริหารที่ทำหน้าที่เป็นตัวแทนในการการบริหารงานแทนผู้ถือหุ้นและไม่ได้มีส่วนได้เสียกับบริษัทจึงให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของตนเอง เช่น ค่าตอบแทน ชื่อเสียงในหน้าที่การงานของตน เป็นต้น

3. ปัญหา Adverse Selection คือ ปัญหาที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจว่าตัวแทนหรือคณะกรรมการที่เลือกเข้ามานั้น จะมีความสามารถในการบริหารงานได้สอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่

จากปัญหาที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหาร ทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในการดำเนินงานเกิดขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อทั้ง 2 ฝ่ายด้วยกัน อย่างไรก็ตาม การกำกับดูแลกิจการจึงเป็นทางเลือกหนึ่ง เพื่อให้ผู้บริหารปฏิบัติงานให้เกิดมูลค่าสูงสุดต่อกิจการ โดยมีกลไกผลการปฏิบัติงาน และกลไกความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามหน้าที่ซึ่งจะช่วยให้แนวคิดตัวแทนมีความสมบูรณ์

2.1.2 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย

โดย Barnard, C.I. (1938) ได้อธิบายแนวคิดไว้ว่า ผู้บริหารไม่ควรใส่ใจเพียงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียภายในองค์กรเท่านั้น แต่ควรสนับสนุนความรับผิดชอบต่อสังคมด้วยและได้ขยายผู้มีส่วนได้เสียในมุมมองของบริษัทที่กว้างขึ้นว่า เป็นผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มอื่นที่ไม่ได้มีสิทธิหรือมีเสียงในการดำเนินกิจการหรือบุคคลที่มีอิทธิพลต่อผลลัพธ์ของบริษัททั้งพนักงาน ลูกค้า ผู้ขายปัจจัยการผลิต ชุมชนในท้องถิ่น และรัฐบาล ซึ่ง Freeman (1983) สนับสนุนแนวคิดนี้เนื่องจากผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มอาจมีผลต่อ (หรือได้รับ) ผลกระทบจากความสำเร็จตามภารกิจขององค์กร ทั้งจากการตัดสินใจในเชิงนโยบายและปฏิบัติงานขององค์กร

2.1.3 ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์

โดย Donaldson, L. และ Davis, J.H. (1991) ได้อธิบายแนวคิดไว้ว่า ผู้บริหารที่ไม่มีผลประโยชน์ทับซ้อนจะทำหน้าที่เป็น “ผู้พิทักษ์” (Steward) เพื่อรักษาผลประโยชน์ขององค์กรมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งการกระทำดังกล่าวจะก่อให้เกิดประสิทธิผลสูงสุดต่อผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่าย และจะทำให้องค์กรบรรลุวัตถุประสงค์ตามเป้าหมายที่วางไว้ แนวคิดนี้ได้เสนอบทบาทผู้พิทักษ์ว่า เป็นการให้บริการมากกว่าทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตน โดยเชื่อว่าความต้องการขององค์กรและบุคคลจะประสบความสำเร็จสูงสุดได้ก็ต่อเมื่อเคารพและรักษาความสัมพันธ์ดังเช่นเป็นเจ้าของหรือหุ้นส่วนบริษัท

2.1.4 แนวคิดของการกำกับดูแลกิจการตามหลักธรรมาภิบาล

โดย La Porta, Lopezde Silanes et al. (2002) ได้กล่าวว่า บรรษัทภิบาล, การกำกับดูแลกิจการ, Corporate Governance หรือ CG นั้น หมายถึงการบริหารจัดการบริษัทด้วยความโปร่งใส

และมีประสิทธิภาพ ต้องสามารถตรวจสอบได้ อีกทั้งยังต้องคำนึงถึงผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดด้วย ทั้งนี้การกำกับดูแลกิจการนั้นมีความสำคัญและส่งผลกระทบต่อบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างมาก เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีจำนวนผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอยู่เป็นจำนวนมากจึงจำเป็นต้องแต่งตั้งคณะกรรมการ ที่ไว้ใจได้เข้ามาควบคุมกิจการแทน ซึ่งการบริหารงานเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพและเกิดประโยชน์สูงสุดนั้น คณะกรรมการจำเป็นต้องบริหารงานด้วยการมีธรรมาภิบาล ไม่หาผลประโยชน์ส่วนตน เช่นนี้ผู้ถือหุ้นจึงจะได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่าที่สุด

สำหรับในประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2555) นั้นให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการว่า เป็นระบบที่เป็นโครงสร้างและกระบวนการ ของความสัมพันธ์ระหว่างคณะการรมการฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน เพื่อความเจริญเติบโตและเป็นการเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวอีกด้วย

ในปัจจุบันการกำกับดูแลกิจการได้ถูกจัดอันดับคะแนนโดย คณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติโดยคำนึงถึงหลักเกณฑ์การพิจารณาคะแนน 5 ข้อ (2560) ดังต่อไปนี้

1. สิทธิ์ของผู้ถือหุ้น (Rights of Shareholders) ซึ่งประกอบไปด้วยหลักเกณฑ์ทั้งหมด 32 ข้อคิดเป็นน้ำหนัก 15 %

2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม (Equitable Treatment of Shareholders) ซึ่งประกอบไปด้วยหลักเกณฑ์ทั้งหมด 19 ข้อคิดเป็นน้ำหนัก 10 %

3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (Roles of Stakeholders) ซึ่งประกอบไปด้วยหลักเกณฑ์ทั้งหมด 29 ข้อคิดเป็นน้ำหนัก 20 %

4. การเปิดเผยข้อมูลและความไม่โปร่งใส (Disclosure and Transparency) ซึ่งประกอบไปด้วยหลักเกณฑ์ทั้งหมด 53 ข้อคิดเป็นน้ำหนัก 20 %

5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Board Responsibilities)ซึ่งประกอบไปด้วยหลักเกณฑ์ทั้งหมด 108 ข้อคิดเป็นน้ำหนัก 35 %

(สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. “รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน 2560” http://www.thai-iod.com)

ตารางที่ 2.1 ตารางแสดงระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
ต่ำว่า 50	ไม่มีสัญลักษณ์	-
50 - 59		ผ่าน
60 - 69		พอใช้
70 - 79		ดี
80 - 89		ดีมาก
90 - 100		ดีเลิศ

ที่มา: สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. “รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน 2560” http://www.thai-iod.com

จากตารางที่ 2.1 แสดงให้เห็นว่า ระดับคะแนนของการกำกับดูแลกิจการนั้นแบ่งเป็น 6 ระดับ ตั้งแต่ 90 – 100 คือระดับคะแนนที่สูงที่สุด ความหมาย คือดีเลิศ และระดับคะแนนลดหลั่นกันลงมาจนถึง ต่ำว่า 50 คะแนนความหมายคือ ไม่ผ่านเกณฑ์ในการให้คะแนนของ IOD ดังแสดงในตาราง

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง

ที่ผ่านมามีงานศึกษาเชิงประจักษ์ทั้งในประเทศและต่างประเทศหลายงานที่นำทฤษฎีที่เกี่ยวข้องข้างต้นมาศึกษา โดยการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาลและผลการดำเนินงาน รวมถึงมูลค่าของกิจการได้ดังนี้

2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการตามหลักธรรมาภิบาล

โดยMcRitche (1999) ได้กล่าวถึงการกำกับดูแลกิจการไว้ว่า บรรษัทภิบาลนั้น เป็นความสัมพันธ์ระหว่าง ทิศทางของบริษัทและประสิทธิภาพการทำงานของบริษัท โดยมี

คณะกรรมการเป็นหลักในการกำกับดูแลกิจการอีกนัยหนึ่งคือ ทิศทางของบริษัทและประสิทธิภาพของบริษัทจะดีหรือไม่ขึ้นอยู่กับการกำกับดูแลของคณะกรรมการ

Kirkpatrick and Jesover (2005) ได้กล่าวไว้ว่าการกำกับดูแลกิจการนั้นมีมีลักษณะเหมือนพนักงานในบริษัทและเจ้าหนี้เช่นเดียวกับ ผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ซึ่งจะสามารถก่อให้เกิดการเติบโตและความมั่นคงทางการเงินให้แก่บริษัทได้

Thomson (2009) ได้กล่าวถึงการกำกับดูแลกิจการไว้ว่า เป็นหลักการในการปฏิบัติเพื่อให้เป็นแนวทางเพื่อให้ตอบโจทย์แก่เป้าหมาย และวัตถุประสงค์ของบริษัท และเพื่อให้สามารถเพิ่มมูลค่าของบริษัทได้สามารถสร้างมูลค่าและเป็นประโยชน์แก่ผู่ที่มีส่วนได้เสียทั้งหมดอีกด้วย

2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับสัดส่วนระหว่างคณะกรรมการอิสระและคณะกรรมการทั้งหมด

Hermalin and Weisbach (1988)ได้กล่าวไว้ว่า คณะกรรมการจากภายนอกนั้นสามารถลดปัญหาต้นทุนตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารได้ มีการแสดงหลักฐานโดยการเปรียบเทียบระหว่าง บริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการจากภายนอกในอัตราส่วนที่มากกว่า คณะกรรมการจากภายใน และ บริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการจากภายนอกน้อยกว่าคณะกรรมการจากภายในซึ่งพบว่า หากผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นย่ำแย่ โดยวัดจากอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่ลดลงนั้น อัตราการหมุนเปลี่ยนของคณะกรรมการผู้บริหารจะมีสูง โดยหากผู้บริหารไม่สามารถทำผลการดำเนินงานที่ดีให้แก่บริษัทได้ สามารถปลดผู้บริหารและแต่งตั้งผู้บริหารคนใหม่ขึ้นมาแทนได้ทันที ส่งผลให้ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในวันที่ประกาศแต่งตั้ง ผู้บริหารคนใหม่นั้นเพิ่มขึ้นทันที ซึ่งแตกต่างจากคณะกรรมการจากภายใน ที่มีอัตราการหมุนเปลี่ยนที่ต่ำ ไม่สามารถปลดออกได้โดยง่าย จึงแสดงให้เห็นว่า การใช้คณะกรรมการจากภายนอกนั้นส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นจากอัตราการหมุนเปลี่ยนของคณะกรรมการบริหารที่สูงกว่านั่นเอง

Rosenstein and Wyatt (1990)ได้กล่าวไว้ว่า การแต่งตั้งคณะกรรมการจากภายนอกนั้นจะส่งผลต่อราคาหุ้นของบริษัทในเชิงบวก โดยมีการแสดงหลักฐาน ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดหุ้นนั้นมีความคิดและมุมมองต่อคณะกรรมการจากภายนอก ดีว่าคณะกรรมการจากภายในในแง่ของการปกป้องผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เนื่องจากเป็นคณะกรรมการที่ถูกคัดเลือกมาโดยเฉพาะ ดังนั้นจึงสะท้อนว่าหากมีการแต่งตั้งคณะกรรมการจากภายนอกจะส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นด้วย

Kaplan and Minton (1994)ได้กล่าวไว้ว่า คณะกรรมการจากภายนอกสามารถพัฒนาประสิทธิภาพการดำเนินงานให้ดีขึ้นได้ในบริษัทที่มีประสิทธิภาพการดำเนินงานต่ำในญี่ปุ่น โดย

แสดงหลักฐานซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า คณะกรรมการจากภายนอกนั้นสามารถสร้างการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ และมีเสถียรภาพ เนื่องจากนักลงทุนในตลาดให้ความสำคัญกับคณะกรรมการจากภายนอกมาก เพราะคณะกรรมการจากภายนอกมีความเป็นกลางสามารถตรวจสอบได้ ทำให้สามารถลดต้นทุนที่เกิดจากปัญหาตัวแทน (Agency cost) ลงได้

2.2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการออกเสียงทางตรง และ การออกเสียงทางอ้อม

Morck, Stangeland et al. (1998)ได้กล่าวไว้ว่า บริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) จะสามารถเกิด Entrenchment effect ได้ อีกนัยหนึ่งคือ การที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทนั้นเข้ามาเป็นคณะกรรมการบริหารที่มีอำนาจในการควบคุมบริษัท ส่งผลให้ผู้บริหารอาจทำการดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์ส่วนตนเป็นหลัก โดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ อีกทั้งยังมีแนวโน้มที่จะมีการปกปิดการทำผิดโดยการทำการประกาศที่เป็นเท็จอีกด้วย อีกทั้ง Claessens, Djankov et al. (2000)ได้พบว่า ถึงแม้บริษัท ในทวีปเอเชียส่วนใหญ่นั้น มีรูปแบบการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) ก็จริง แต่ก็มีการถือหุ้นแบบทางอ้อม และการถือหุ้นแบบปิรามิต (Cross Holding and Pyramid Holding) อีกด้วย ซึ่งเจ้าของกิจการนั้นอาจไม่จำเป็นต้องเป็นคณะกรรมการในการบริหารเพื่อควบคุมกิจการแต่ก็สามารถใช้อำนาจในการควบคุมกิจการผ่าน การออกสียง (Voting Right)ได้เช่นกัน ซึ่งเป็นการสร้างผลประโยชน์ให้ตนเองผ่านการเป็นผู้ถือหุ้นโดยไม่จำเป็นต้องเข้ามาบริหารกิจการและต่อมา Claessens, Djankov et al. (2002)ได้แสดงหลักฐานโดยการเปรียบเทียบระหว่าง สิทธิ์ในการถือครองกระแสเงินสดของบริษัท คือ สิทธิ์ที่จะได้รับเงินปันผลในอัตราร้อยละเท่าไรเมื่อบริษัทมีการจ่ายเงินปันผล และสิทธ์ในการออกเสียง คือ สิทธิ์ในการออกเสียงในที่ประชุมเป็นสัดส่วนร้อยละเท่าไร โดยปกติแล้ว สิทธิ์ในการถือครองกระแสเงินสดของบริษัท และ สิทธิ์ในการออกเสียง ควรจะต้องเท่ากัน หมายถึง ผู้ถือหุ้นมีสิทธิ์ในการออกเสียงเท่ากับจำนวนหุ้นที่ตนเองถือครองอยู่ จึงจะเกิดความเสมอภาคเท่ากันกับผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ โดยตามทฤษฎี Positive Incentive Effect หากทุกฝ่ายนั้นได้รับผลประโยชน์ที่ใกล้เคียงกัน จะสามารถลดปัญหาตัวแทนในบริษัทที่มีรูปแบบการถือหุ้นแบบนี้ได้ ซึ่งจะส่งผลให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัทสูงขึ้นอีกด้วย แต่หาก ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท มีการถือหุ้นทางอ้อมเพิ่มเติม จะส่งผลให้ ผู้ถือหุ้นรายนั้น มีสิทธิ์ในการออกเสียงทางอ้อมด้วย หรือก็คือ ผู้ถือหุ้นจะมีสิทธิ์ในการออกเสียงสูงกว่า สิทธิ์ในการถือครองเงินสดของบริษัท ดังนั้นผู้ถือหุ้นที่มีการถือหุ้นทางอ้อม จะสามารถออกเสียงในที่ประชุมได้มากกว่า ผู้ถือหุ้นรายอื่นและสามารถใช้อำนาจนี้ในการเข้าควบคุมกิจการ เพื่อให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่ตนเองได้ จึงมีแนวโน้มที่จะก่อให้เกิดการ

บริหารที่ขัดกับหลักธรรมาภิบาล และมีการนำสินทรัพย์ของบริษัทมาใช้เพื่อผลประโยชน์ส่วนตน ซึ่งทำให้เกิด Entrenchment effect นั่นคือ จากการที่ทุกฝ่ายนั้นได้รับผลประโยชน์ไม่เท่ากัน จึงเกิดปัญหาตัวแทนเพิ่มมากขึ้นส่งผลให้คุณภาพของระดับธรรมาภิบาลของบริษัทลดลง ดังนั้นจึงจำเป็นต้องคำนึงถึงรูปแบบการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นในบริษัท เนื่องจากรูปแบบการถือครองหุ้นที่ต่างกันจะส่งผลต่อบริษัทที่แตกต่างกันด้วย

2.2.4 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับความเป็นครอบครัว

Fan, Wong et al. (2002), Morck, Wolfenzon et al. (2005), and Kim and Yoon (2011) ได้กล่าวไว้ถึงประเภทของผู้ถือหุ้นโดยบริษัทที่มีการบริหารงานและมีการกุมอำนาจโดยกลุ่มของครอบครัว หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัทเป็นครอบครัวเดียวกันจนกลายเป็น บริษัทครอบครัว (Family Business) จะมีแนวโน้มที่บริษัทนั้นๆจะมีธรรมาภิบาลที่ต่ำกว่า บริษัทที่อื่นๆที่ไม่ใช่บริษัทรูปแบบครอบครัว เนื่องจากความสามารถในการแทรงแซงการบริหารของครอบครัว การใช้การตัดสินใจจากครอบครัว การนำคนในครอบครัวเข้ามาเป็นคณะกรรมการหรือผู้บริหาร ซึ่งส่งผลให้ มีคณะกรรมการภายนอกลดน้อยลง ทำให้ยากต่อการตรวจสอบในเรื่องของความโปร่งใส และการปกปิดบิดเบือนข้อมูลของบริษัท และเป็นการเอื้อต่อการสร้างผลประโยชน์ให้แก่ครอบครัวของตนเองเพียงอย่างเดียวได้ ดังนั้นประเภทของผู้ถือหุ้นจึงถือว่าเป็นส่วนสำคัญที่สะท้อนถึงคุณภาพของการบริหารจัดการของบริษัท

2.2.5 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับสัดส่วนในการก่อหนี้ของบริษัท

Jensen (1986) ได้กล่าวไว้ว่า คุณลักษณะทางการเงิน (Financial Characteristic) อันได้แก่ ความสามารถในการก่อหนี้ของบริษัท หรือสัดส่วนในการก่อหนี้ของบริษัท (D/A Ratio) นั้นมีผลต่อการบริหารงานของบริษัทและธรรมภิบาลของบริษัทเช่นเดียวกัน โดยความสามารถในการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นนั้นจะส่งผลให้ เกิดความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) ที่เพิ่มขึ้นด้วย ทำให้ ผู้ถือหุ้นในบริษัท ต้องทำการดูแลและควบคุมกิจการอย่างใกล้ชิด เนื่องจากมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูง ซึ่งจะส่งผลให้การทุจริตหรือการบริหารงานที่ผิดไปจากหลักของธรรมภิบาล และการปกปิดข้อมูลทำได้ยาก ทำให้การบริหารงานภายในบริษัทมีคุณภาพมากยิ่งขึ้น ดังนั้นจึงเห็นได้ว่า ความสามารถในการก่อหนี้เป็นอีกส่วนหนึ่งที่สามารถอธิบายความสามารถในการบริหารบริษัทได้เช่นกัน

2.2.6 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับความเชื่อมโยงกันระกว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริการ

จากงานวิจัยของ Cheung, Chung et al. (2013)ได้กล่าวไว้ถึงเรื่อง ความคล้ายคลึงกันของคณะกรรมการบริหารบริษัท ซึ่งโดยทั่วไปมีแนวโน้มว่า ผู้ที่มีลักษะเหมือนกัน จะแต่งตั้งหรือชักนำผู้ที่มีลักษณะเหมือนกันเข้ามา ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงมักจะแต่งตั้งหรือชักนำผู้บริหารที่มีความเกี่ยวข้องกับตนเองเข้ามาบริหาร (Connected Director) ซึ่งจะส่งผลให้ยากต่อการความคุมและตรวจสอบ เกิดปัญหาในการตรวจสอบติดตาม (Monitoring Problem) ซึ่งการตรวจสอบติดตามที่ดีจะสามารถช่วยลด ปัญหาจากตัวแทน (Agency Problem) ได้อย่างมาก ดังนั้น ความเชื่อมโยงกันของผู้บริหารจึงถือว่าเป็นอีกส่วนที่สำคัญที่จะสะท้อนถึงระดับธรรมาภิบาลของบริษัทได้อย่างดี

2.2.7 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับความเชื่อมโยงกันระกว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร

จากงานวิจัยของ Anderson and Reeb (2004) พบว่าขนาดของบริษัทนั้นเป็นสิ่งสำคัญในการได้ระดับธรรมาภิบาลที่ดีเนื่องจากมีกำลังและต้นทุนที่จะสามารถจัดตั้งแผนกในการบริการจัดการในด้านของธรรมาภิบาลได้อย่างเต็มที่มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กซึ่งมีต้นทุนไม่มากพอเท่ากับบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ดังนั้นหากบริษัทมีขนาดใหญ่จะส่งผลให้มีระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่ดีด้วยเช่นกัน

2.2.8 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับความเชื่อมโยงกันระกว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของบรรษัทภิบาล และมูลค่าของบริษัทนั้น เริ่มจากงานวิจัยของ La Porta, Lopezde Silanes et al. (2002)ได้แสดงให้เห็นว่า มูลค่าของกิจการที่เพิ่มขึ้นมีความสัมพันธ์กับความคุ้มครองสิทธิ์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เพิ่มขึ้นด้วยการซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย อาทิเช่น หุ้นสามัญ หรือหุ้นกู้ โดยมีความคุ้มครองสิทธิ์ให้แก่ผู้ถือหุ้น เป็นการสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุนรายย่อยว่าสินทรัพย์ที่บริษัทได้มานั้นไม่ได้นำไปเพื่อสร้างผลประโยชน์แก่พรรคพวกของตนเพียงอย่างเดียว

Gompers, Ishii et al. (2003)ได้สร้าง Governance index หรือ G-Index ขึ้น โดยมีหลักเกณฑ์อยู่ทั้งหมด 24 ข้อ ใช้เป็นแนวทางในการป้องกันการควบรวมอำนาจจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพื่อสิทธิ์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยงานวิจัยแสดงหลักฐานด้วยการเปรียบเทียบ บริษัทที่ผู้ถือหุ้นมีสิทธิ์มาก และน้อย โดยทำการแบ่งกลุ่ม เป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีสิทธิ์สูง G-Index ต่ำ

และ กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีสิทธิ์ต่ำ G-Index สูง พบว่าในกลุ่มที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีสิทธิ์สูงนั้นให้มูลค่าของกิจการที่สูงกว่า อีกนัยหนึ่งคือ ค่า G-Index ที่สูงขึ้นสะท้อนให้เห็นถึงสิทธิ์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ลดลง และมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) ที่ลดลง Bebchuk, Cohen et al. (2005) สร้าง Entrenchment index (E-Index) ได้นำเกณฑ์ 6 ข้อ ใน G-Index มาใช้ ในการสร้าง โดยเป็นเกณฑ์ในด้านของข้อจำกัดและการป้องกันในสิทธิ์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย และการควบรวมอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ กลับพบว่าค่า E-Index ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ มูลค่าของกิจการ (Tobin's Q)นั้นลดลง แต่หลักเกณฑ์ข้ออื่นนอกจากใน 6 ข้อที่กล่าวนี้กลับไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการแต่อย่างใดจึงส่งผลให้ G-Index ไม่ได้รับความนิยมในการวัดระดับของบรรษัทภิบาล

Cremers and Nair (2005) ได้แสดงหลักฐานถึงปัจจัยที่เกี่ยวกับบรรษัทภิบาล ที่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ โดยปัจจัยหลัก 2 ส่วนคือ ปัจจัยภายนอกซึ่งส่งผลต่อธรรมาภิบาล (External Governance Mechanisms) และปัจจัยภายในซึ่งส่งผลต่อธรรมาภิบาล (Internal Governance Mechanisms) โดยปัจจัยที่ 2 ที่เพิ่มเข้ามานั้น ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างเห็นได้ชัดBrown, Caylor et al. (2006)ได้นำปัจจัยดังกล่าว มาสร้างเป็น Gov-Score คือดัชนีตัววัดระดับของธรรมาภิบาลโดยการใช้ปัจจัยภายในและภายนอกมาเป็นเกณฑ์ในการวัด ซึ่งสะท้อนถึงการบริหารบริษัทได้ดีกว่า G-Index เนื่องจากคำนึงถึง ปัจจัยภายนอกที่ส่งผลต่อการควบคุมกิจการ และปัจจับภายในคณะกรรมการ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มาเป็นส่วนช่วยในการตัดสินด้วย โดยพบว่า การที่บริษัทมีค่า Gov-score ที่สูงแปลว่ามีระดับธรรมาภิบาลที่สูงจะมีมูลค่าของกิจการที่สูง และมีอัตราผลตอบแทนส่วนเจ้าของ (Return on Equity) ที่สูงตามอีกด้วย

Love and Klapper (2002)ได้กล่าวไว้ว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (Return on Asset) และมูลค่าของกิจการ(Tobin's Q) นั้น มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับธรรมาภิบาลของบริษัท ซึ่งแสดงหลักฐานโดยใช้ดัชนี CLSA ในการจัดอันดับระดับธรรมมาภิบาล ซึ่งพบว่าหากบริษัทมีระดับธรรมาภิบาลที่สูงจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนและมูลค่าสูงตามไปด้วย โดยระดับความสัมพันธ์นั้นขึ้นอยู่กับความความอ่อนและเข้มของกฎหมายในประเทศนั้นๆ หากเป็นประเทศที่กฎหมายหละหลวม ความสัมพันธ์จะยิ่งเข้มข้น เนื่องจากนักลงทุนมักจะลงทุนในบริษัทที่มีระดับธรรมาภิบาลสูงเพื่อความมั่นใจ เนื่องจากขาดการคุ้มครองจากกฎหมายนั่นเอง ซึ่งตรงกับงานวิจัยของ Durnev and Kim (2005)ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ความเข้มและอ่อนของกฎหมายนั้นส่งผลต่อระดับความสัมพันธ์ของมูลค่ากิจการ และระดับของธรรมาภิบาลเป็นอย่างมาก

Cheung, Thomas Connelly et al. (2007) ได้สร้างชุดดัชนีใหม่ขึ้น คือ Corporate Governance Index (CGI) โดยมีหลักเกณฑ์ในการวัดอยู่ 5 ส่วน คือ สิทธิ์ของผู้ถือหุ้น ความเท่าเทียม

ของผู้ถือหุ้น บทบาทผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลความโปร่งใส และ คณะกรรมการ โดยพบว่า Corporate Governance Index นี้มีความสัมพันธ์ เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ

2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง

จากงานวิจัยของ Cheung, Chung et al. (2013)ได้แสดงหลักฐานการวิจัยถึงโครงสร้างการถือหุ้นแบบ กระจุกตัว (Concentrated Ownership) การกุมอำนาจในการบริหารแบบครอบครัว (Family Business) การถือสิทธิ์ในการถือครองเงินสด (CV) และการถือสิทธิ์ในการออกเสียง (Voting Right) และ ความสามารถในการก่อหนี้ มาหาความสัมพันธ์ เพื่ออธิบายถึงระดับของธรรมมาภิบาลของบริษัท อีกทั้งยังมีการวิจัยเพิ่มเติมในส่วนของ ความคล้ายคลึงกันของคณะกรรมการบริหารบริษัท โดยกล่าวไว้ว่า ผู้บริหารที่มีลักษะเหมือนกัน จะแต่งตั้งหรือนำผู้บริหารที่มีลักษณะนิสัยใกล้เคียงกันเข้ามาเป็นผู้บริหารในบริษัท หรือ Connected Director เข้าด้วยกันซึ่งจะแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแปรดังกล่าว และ การกำกับดูแลกิจการ อีกทั้งยังแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ ซึ่งส่งผลต่อมูลค่าของบริษัทอีกด้วย

Davis, Schoorman et al. (1997)ได้แสดงถึง ความสัมพันธ์ระหว่าง บริษัทที่มีการกำกับดูแลแบบครอบครัว กับมูลค่าของบริษัทโดยกล่าวไว้ว่า จากทฤษฎี Stewardship Theory คือ ผู้พิทักษ์ผลประโยชน์โดยมีแนวคิดตามทฤษฎีว่า ผู้บริหารของบริษัท ที่เป็นเจ้าของด้วยนั้น จะมีพฤติกรรมเป็นตัวแทนที่เป็นผู้พิทักษ์ซึ่งจะใช้ทรัพยากรของบริษัท เพื่อตอบสนองต่อวัตถุประสงค์ของบริษัทได้อย่างดี ก่อให้เกิด ผลประกอบการที่ดีและสร้างมูลค่าของบริษัทให้สูงขึ้นมาก

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องนั้นทำให้พบว่าประเภทและลักษณะของผู้ถือหุ้นแบบต่างๆนั้นมีผลต่อการบริหารกิจการของบริษัท ซึ่งมีความสัมพันธ์โดยตรงต่อหลักธรรมาภิบาลของบริษัท และ ระดับธรรมาภิบาลของบริษัทนั้น ก็ส่งผลโดยตรงต่อมูลค่าของกิจการ ดังนั้นจึงอาจสรุปได้ว่า ประเภทและลักษณ์ของผู้ถือหุ้นแบบต่างๆที่ส่งผลต่อการบริหารกิจการนั้น ย่อมส่งผลต่อมูลค่าของกิจการด้วยเช่นเดียวกัน ดังแสดงในภาพที่ 2.1 และสามารถสรุปตัวแปรและทฤษฎีที่ใช้ได้ดังตารางที่ 2.2

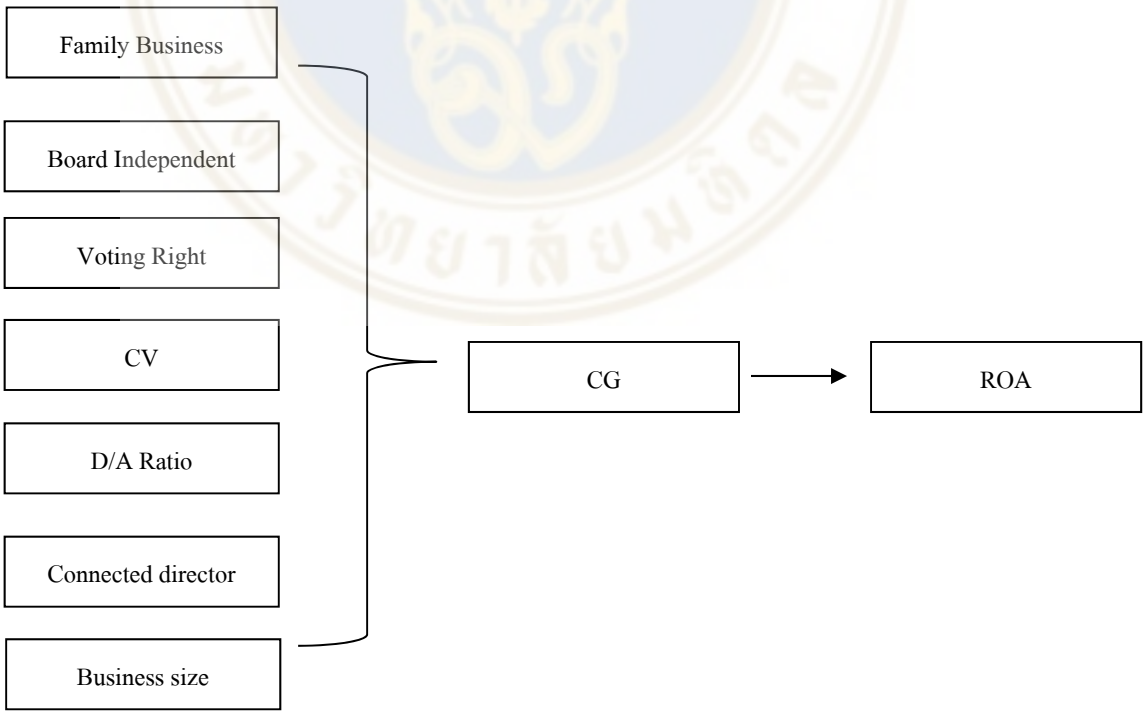
จากงานวิจัยของ Fama, Jensen et al. (1983) ได้กล่าวไว้ว่า คณะกรรมการในการบริหารบริษัทนั้นเป็นส่วนสำคัญในการควมคุมแลดูแลกิจการ โดยมีหน้าที่เพื่อดูแลควบคุมความประพฤติ รวมถึงตรวจสอบการทำงานของคนในบริษัท อีกทั้งยังเป็นตัวกลางในการลดความขัดแย้งระหว่างกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่และกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย เพื่อก่อให้เกิดธรรมาภิบาลของบริษัท และเป็นการสร้าง ความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมอีกด้วย แต่สำหรับในประเทศไทยนั้น การถือหุ้นส่วน

ใหญ่เป็นแบบกระจุกตัว หรือเป็นแบบครอบครัว ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นที่เป็นแบบครอบครัว มีสิทธิในการออกเสียงคัดเลือก คณะกรรมการของตนเองได้ รวมทั้งอาจเป็นคณะกรรมการบริหารที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้น ส่งผลให้คณะกรรมการเหล่านั้น ดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือครอบครัวของตนเองเพียงอย่างเดียว อาจขัดต่อหลักธรรมาภิบาล และส่งผลต่อระดับธรรมาภิบาลของบริษัทได้

จะเห็นได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง ระดับธรรมาภิบาล และ ความเป็นครอบครัวของบริษัทนั้นเป็นทิศทางตรงกันข้ามกัน โดยหาก บริษัทมีความเป็นครอบครัวมากจะส่งผลให้ ระดับของธรรมาภิบาลนั้นต่ำลง และจากการทบทวนวรรณกรรม แสดงถึงความสัมพันธ์ ในเรื่องของมูลค่าของบริษัท และ ระดับธรรมาภิบาล โดยหากบริษัทที่มีระดับธรรมาภิบาลต่ำลง จะส่งผลให้ มูลค่าของบริษัทนั้นๆลดลงตามไปด้วย ดั้งนั้น อาจแสดงให้เห็นว่า มูลค่าของกิจการ และ ความเป็นครอบครัวของบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์กัน จึงนำไปสู่สมมติฐานดังต่อไปนี้

สมมติฐานที่ 1 บริษัทที่มีการดำเนินงานแบบครอบครัว และมีความเชื่อมโยงระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นนั้นจะมีระดับธรรมาภิบาลที่ต่ำ

สมมติฐานที่ 2 บริษัทที่มีระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่ต่ำ จะมีมูลค่าของกิจการและผลตอบแทนของบริษัทที่ต่ำ



ภาพที่ 2.1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

บทที่ 3
ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง 1) กิจการที่มีลักษณะการประกอบธุรกิจแบบครอบครัวกับระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัท และ 2) ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัท กับ ผลการดำเนินงานของบริษัทและมูลค่าของกิจการ โดยกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock exchange of Thailand: SET) ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2560 ระยะเวลา 8 ปี โดยกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้นจำนวน 351 บริษัท โดยงานวิจัยนี้จะไม่รวมบริษัทในอุตสาหกรรมการเงินซึ่งประกอบด้วยธุรกิจธนาคาร ธุรกิจการเงิน ธุรกิจประกันภัย ธุรกิจประกันชีวิต และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากงบการเงิน โครงสร้างทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการดังกล่าวมีความแตกต่างจากธุรกิจทั่วไป รวมถึงไม่นับรวมกลุ่มบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ด้วย โดยแบ่งเป็น 7 หมวดอุตสาหกรรม ดังนี้

ตารางที่ 3.1 จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ศึกษา โดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ ปี พ.ศ.2553 ถึง พ.ศ.2560

หมวดอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
การเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	35	9.97
สินค้าอุปโภคและบริโภค	36	10.26
สินค้าอุตสาหกรรม	77	21.94
อสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง	66	18.81
ทรัพยากร	28	7.97
การบริการ	78	22.22
เทคโนโลยี	31	8.83
รวม	351	100.00

3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาตัวแปร

ในงานวิจัยนี้ขอแยกตัวแปรออกเป็น 3 กลุ่มคือ ตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรความคุม ดังนี้

3.2.1 ตัวแปรตาม

3.2.1.1 ตัวแปรตามในขั้นตอนที่ 1: ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

Firm Performance (ROA) คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งในที่นี้นำมาเป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm Performance) เป็นตัวสะท้อนสิ่งเกิดขึ้นในอดีตของกิจการผ่านมุมมองทางบัญชีอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมเฉลี่ยจะสามารถวัดผลการดำเนินงานของบริษัทในการสร้างผลกำไรจากการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ โดยสามารถคำนวณได้ตามสมการดังนี้

$$ROA_{it} = \frac{EBIT_{it}}{Average\ Total\ Asset_{it}}$$

โดย EBIT และ Average Total Asset นั้นใช้ข้อมูล จาก งบการเงิน รวม ณ สิ้นปี ตั้งแต่ปี 2553 ถึง ปี 2560

3.2.1.2 ตัวแปรตามในขั้นตอนที่ 2: ระดับคะแนนธรรมาภิบาล

Corporate Governance Practice (CG) คือ ค่าคะแนนที่บริษัทจดทะเบียนต่างๆนั้น ได้รับจากการจัดอันดับความเป็นบริษัทที่การกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI IOD) สำหรับคะแนนการจัดอันดับจะมีค่า 0-5 โดยงานวิจัยของ Cheung, Chung et al. (2013) พบว่าการที่บริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นควบคุมเพิ่มขึ้น จะส่งผลทำให้การกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทนั้นลดลง และจะยิ่งส่งผลมากขึ้นหากบริษัทนั้นมีผู้ถือหุ้นควบคุมเป็นกลุ่มครอบครัว ดังนั้น จึงตั้งสมมุติฐานได้ว่า CG จะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับสัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นควบคุม และตัวแปรดัมมี่ของกลุ่มครอบครัว โดยเก็บข้อมูลจาก รายงานประจำปี CGR Report ณ ปีนั้นๆ

3.2.2 ตัวแปรอธิบาย

3.2.2.1 ตัวแปรอธิบายในขั้นตอนที่ 1: มูลค่ากิจการของบริษัท

3.2.2.1.1 ระดับธรรมาภิบาลของบริษัท (Corporate Governance Practice)

ค่าระดับธรรมาภิบาลของบริษัท ซึ่งอ้างอิงจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย นำมาเป็นตัวแปรอิสระ โดยแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ค่าระดับธรรมาภิบาลของบริษัท กับ มูลค่าของกิจการทางบัญชี และความสัมพันธ์ระหว่าง ค่าระดับธรรมาภิบาลของบริษัท กับ มูลค่าของกิจการในตลาด ซึ่งจากทฤษฎี จะพบว่าหาก บริษัทมีค่าระดับธรรมาภิบาลสูง จะมีมูลค่าของกิจการทั้งทางบัญชีและทางตลาดที่สูงขึ้นเช่นกัน

3.2.2.2 ตัวแปรอธิบายในขั้นตอนที่ 2: ระดับคะแนนธรรมาภิบาล

3.2.2.2.1 ความเป็นครอบครัว (Family Business)

Family (Family Business) เพื่อที่จะศึกษาผลกระทบจากความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการกำกับดูแลกิจการของ บริษัท และการประเมินมูลค่ากิจการ ตามที่ Cheung, Chung et al. (2013) ได้แสดงหลักฐานการวิจัยถึงโครงสร้างการถือหุ้นแบบ กระจุกตัว (Concentrated Ownership) การกุมอำนาจในการบริหารแบบครอบครัว (Family Business) นั้นได้กำหนดให้กลุ่มของผู้ถือหุ้น ที่ถือหุ้นรวมกันมากกว่าหรือเท่ากับ 10% ในบริษัท จะเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมกิจการ ซึ่งอาจเป็นสมาชิกครอบครัว (หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดที่มีสัดส่วนในการถือหุ้นมาก) สำหรับบริษัท “ครอบครัว” ผู้วิจัยจะใช้ฐานข้อมูล SETSMART จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแสดงรายชื่อผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรกของแต่ละบริษัท เพื่อระบุความเป็นเจ้าของหุ้น นอกจากนี้ยังใช้รายงานประจำปีและแหล่งข้อมูลภายนอกอื่นๆ เพื่อติดตามความเป็นเจ้าของหุ้นด้วยเช่นกัน โดยตัวแปรดังกล่าวผู้วิจัยจะนับเฉพาะผู้ถือหุ้นที่มีนามสกุลเดียวกัน หากรวมกันมากกว่าหรือเท่ากับ 10% จะถูกแทนด้วย 1 และเป็น 0 ในกรณีอื่นทั้งหมด โดยเก็บข้อมูลจาก รายงานประจำปี 56-1 ณ ปีนั้นๆ ข้อมูลตั้งแต่ ปี 2553 ถึง 2560

3.2.2.2.2 ความเชื่อมโยงระหว่างกรรมการบริษัทกับผู้ถือหุ้นควบคุม สำหรับงานวิจัยนี้ คณะผู้จัดทำได้มุ่งเน้นไปที่ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากความเชื่อมโยงกันภายในบริษัท ระหว่างกรรมการบริษัทและผู้ถือหุ้นควบคุม ว่าจะส่งผลกระทบอย่างไรต่อคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับมูลค่าของกิจการ โดยจากงานวิจัยของ Claessens, Djankov et al. (2002) ได้ให้ความหมายของผู้ถือหุ้นควบคุมไว้ว่า จะเป็นเจ้าของบริษัทที่มีอำนาจสูงสุด ก็ต่อเมื่อบุคคลนั้นเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดและมีอำนาจในการควบคุม (Control Rights-Voting Rights) มากกว่าหรือเทียบเท่า 10% ขึ้นไป ซึ่งผู้ถือหุ้นควบคุมที่กล่าวมานี้ อาจเป็นบุคคล, กลุ่มบุคคลในครอบครัว, หน่วยงานของภาครัฐ, สถาบันการเงิน หรือกองทุนต่างๆ และเมื่อรู้ว่าผู้ถือหุ้นควบคุมตามคำนิยามที่มีอำนาจควบคุมสูงสุดเป็นใครในผู้ถือหุ้นทั้งหมดแล้ว จึงจะนำข้อมูลมาพิจารณาว่าภายในคณะกรรมการบริษัท มีบุคคลใดที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นดังกล่าว โดยกรรมการที่จะเข้าข่ายมีความสัมพันธ์ต้องผ่านเกณฑ์ 1 ใน 3 ข้อดังนี้

1. กรรมการคนดังกล่าวเป็นผู้ถือหุ้นควบคุมที่มีอำนาจควบคุมบริษัท

2. กรรมการคนดังกล่าวเป็นสมาชิกครอบครัวของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมบริษัท หรือเป็นผู้บริหารของผู้ถือหุ้นควบคุมที่มีอำนาจควบคุมบริษัทในกรณีที่ผู้ถือหุ้นควบคุมที่มีอำนาจควบคุมบริษัทเป็นบริษัทอื่นๆ ซึ่งรวมไปถึง หน่วยงานภาครัฐ สถาบันการเงิน และ กองทุนรวม เป็นต้น

3. กรรมการคนดังกล่าวเป็นหรือเคยเป็นหนึ่งในคณะกรรมการของบริษัทที่เป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมบริษัทด้วย

ซึ่งหากสัดส่วนของกรรมการที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นควบคุมมีมากขึ้น จะทำให้อำนาจของผู้ถือหุ้นควบคุมเพิ่มสูงขึ้นจนสามารถบริหารจัดการทรัพยากรของบริษัทได้มากขึ้นเช่นกัน ดังนั้นสัดส่วนดังกล่าวจึงส่งผลกระทบให้คุณภาพของระดับธรรมาภิบาลของบริษัทและมูลค่ากิจการต่ำลง สำหรับงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้เก็บข้อมูลจากรายงานประจำปีของแต่ละบริษัทที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งภายในรายงานส่วนมากจะมีข้อมูลของรายชื่อกรรมการบริษัทพร้อมทั้งประวัติการทำงาน ทำให้สมารถระบุได้ว่า กรรมการคนใดมีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นควบคุมที่มีอำนาจในการควบคุมบริษัท โดยเก็บข้อมูลจาก รายงานประจำปี 56-1 ณ ปีนั้นๆ ข้อมูลตั้งแต่ ปี 2553 ถึง 2560

$$Connected\ Director_{it} = \frac{Connected\ Directors\ Number_{it}}{Board\ Size_{it}}$$

3.2.3 ตัวแปรควบคุม

3.2.3.1 ตัวแปรอธิบายในขั้นตอนที่ 1: มูลค่ากิจการของบริษัท

3.2.3.1.1 ขนาดสินทรัพย์รวมของกิจการ (Asset)

มูลค่าของสินทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแทนของขนาดของกิจการ โดยมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการจะขึ้นอยู่กับประเภทการประกอบธุรกิจ ดังนั้นเพื่อขจัดความแตกต่างของมูลค่าสินทรัพย์ในแต่ละธุรกิจออกไป จึงต้องทำการใส่ค่า Log เพื่อทำให้มูลค่าสินทรัพย์มีความใกล้เคียงกัน โดยเก็บข้อมูลจาก สินทรัพย์รวม ในรายงานประจำปี

3.2.3.1.2 ผลประกอบการของบริษัทในระยะเวลาก่อนหน้า (ROA-1) งานวิจัยนี้ได้นำผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ในระยะเวลาก่อนหน้ามาเป็นตัวแปรควบคุม โดยเก็บข้อมูลจาก สินทรัพย์รวม ในรายงานประจำปี

3.2.3.1.3 ช่วงเวลาข้อมูล (Time Dummy)

ช่วงเวลาข้อมูลของงานวิจัยนี้ คือ ปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2560 ระยะเวลารวม 8 ปี ซึ่งในแต่ละบริษัทมีข้อมูลที่แตกต่างกันตามช่วงเวลาตามสถานการณ์เศรษฐกิจในแต่ละปีไม่เหมือนกัน จึงต้องขจัดความแตกต่างที่เกิดขึ้นจากช่วงเวลาที่เปลี่ยนไป

3.2.3.1.4 ประเภทของอุตสาหกรรม (Industry Dummy) ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้ เป็นข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนรวม 351 บริษัท ซึ่งมีหมวดอุตสาหกรรมรวม 7 หมวดอุตสาหกรรม ดังนั้นเพื่อขจัดผลกระทบจากกข้อมูลที่อยู่ต่างอุตสาหกรรมกัน

3.2.3.2 ตัวแปรอธิบายในขั้นตอนที่ 2: ระดับคะแนนธรรมาภิบาล จากการทบทวนงานวิจัยก่อนหน้า พบว่าตัวแปรอิสระเหล่านี้อาจมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความเกี่ยวข้องของครอบครัวต่อผลการดำเนินงานและระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัท และเพื่อควบคุมแบบจำลองให้มีประสิทธิภาพในการอธิบายตัวแปรตาม มีดังนี้

3.2.3.2.1 สิทธิในการออกเสียง (Voting Rights) Voting Rights (Entrenchment Effect) คือ การถือสิทธิ์ในการออกเสียง วัดได้จากเปอร์เซ็นการถือหุ้นทั้งหมด ทั้งจากทางตรงและทางอ้อมมารวมกัน เป็นอำนาจในการควบคุมบริษัทของผู้ถือหุ้นควบคุม โดยตัวแปรนี้ จะสามารถช่วยบอกได้ว่าผู้ถือหุ้นควบคุมนั้นมีอำนาจในการควบคุมบริษัท (Control Right) มากน้อยเพียงใด ซึ่งหากมีค่า Voting Rights สูง แสดงว่า บริษัทนั้น มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบ กระจุกตัว (Concentrated Ownership) ซึ่งจากงานวิจัยของ Morck, Stangeland et al. (1998) ได้กล่าวไว้ว่า บริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) จะสามารถเกิด Entrenchment effect ได้ อีกนัยหนึ่งคือ การที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทนั้นเข้ามาเป็นคณะกรรมการบริหารที่มีอำนาจในการควบคุมบริษัท ส่งผลให้ผู้บริหารอาจทำการดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์ส่วนตนเป็นหลัก โดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ อีกทั้งยังมีแนวโน้มที่จะมีการปกปิดการทำผิดโดยการทำการประกาศที่เป็นเท็จอีกด้วย ซึ่งส่งผลกระทบด้านลบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย ในรูปแบบผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ลดลง จากต้นทุนตัวแทนที่เพิ่มขึ้น (Agency Cost) และส่งผลให้คุณภาพของของระบบบรรษัทภิบาลต่ำลงตามไปด้วย โดยตัวแปรดังกล่าวสามารถคำนวณได้ตามสมการ ดังนี้

$$Voting\ Right_{it} = Direct\ Equity\ Stake_{it} + Indirect\ Equity\ Stake_{it}$$

โดยเก็บข้อมูลจาก รายงานประจำปี 56-1 หมวดรายชื่อผู้ถือหุ้น ซึ่งเก็บข้อมูลจาก ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้น มากกว่า 10 % ขึ้นไป นับทั้ง การถือหุ้นทางตรง และการถือหุ้นทางอ้อม

3.2.3.2.2 สิทธิในการออกเสียงทางอ้อม (CV)

CV (Divergence of Cash Flow & Voting Right) คือ อัตราส่วนของสิทธิในการถือครองกระแสเงินสดของบริษัทต่ออำนาจในการควบคุมบริษัทของผู้ถือหุ้นควบคุม สิทธิในการถือครองกระแสเงินสด คือ สิทธิ์ที่จะได้รับเงินปันผลในอัตราร้อยละเท่าไรเมื่อบริษัทมีการจ่ายเงินปันผล และสิทธิ์ในการออกเสียง คือ สิทธิ์ในการออกเสียงในที่ประชุมเป็นสัดส่วนร้อยละเท่าไร โดยจะเก็บข้อมูลในสัดส่วนการถือหุ้นเฉพาะของผู้ที่ถือหุ้นสูงสุดเพียงรายเดียว หรือกลุ่มเดียวกันเท่านั้น ตามที่ Claessens, Djankov et al. (2002) กล่าวว่าอัตราส่วนดังกล่าวจะเป็นตัวบอกว่าผู้ถือหุ้นควบคุมมีอำนาจในการควบคุมบริษัท (Control Rights) เกินจากความเป็นเจ้าของหรือไม่ ซึ่งเมื่อใดที่อัตราส่วนดังกล่าวมีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่าผู้ถือหุ้นควบคุมของบริษัทนั้นๆ กุมอำนาจในการออกเสียง (Control Rights) โดยมีการถือหุ้นทางอ้อมเพิ่มเติม จะส่งผลให้ ผู้ถือหุ้นรายนั้น มีสิทธิ์ในการออกเสียงทางอ้อมด้วย หรือก็คือ ผู้ถือหุ้นจะมีสิทธิ์ในการออกเสียงสูงกว่า สิทธิ์ในการถือครองเงินสดของบริษัท ดังนั้นผู้ถือหุ้นที่มีการถือหุ้นทางอ้อม จะสามารถออกเสียงในที่ประชุมได้มากกว่า ผู้ถือหุ้นรายอื่นและสามารถใช้อำนาจนี้ในการเข้าควบคุมกิจการ เพื่อให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่ตนเองได้ จึงมีแนวโน้มที่จะก่อให้เกิดการบริหารที่ขัดกับหลักธรรมาภิบาล และมีการนำสินทรัพย์ของบริษัทมาใช้เพื่อผลประโยชน์ส่วนตน ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วน CV ตามทฤษฎี Positive Incentive Effect จะช่วยปรับให้ความขัดแย้งในด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นควบคุมและผู้ถือหุ้นรายย่อย (Conflict of Interest) ลดลง ส่งผลให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัทดีขึ้น (หากไม่มี Ultimate Owner คือไม่มีผู้ถือหุ้นรายใดมี Voting Right เกิน 10% อัตรา CV จะถูกปรับให้เป็น 1) โดยตัวแปรดังกล่าวสามารถคำนวณได้ตามสมการ ดังนี้

$$CV_{it} = \frac{Cash\ Flow\ Right_{it}}{Voting\ Right_{it}}$$

ตัวอย่างสำหรับคำนวณหา Voting Right และ Cash Flow Right ของบริษัท A ตามวิธีของ Claessens, Djankov and Lang (2002)

จากภาพที่ 3.1 เป็นการถือหุ้นทางตรงและทางอ้อมจากบริษัทครอบครัวหนึ่ง ซึ่งในการคำนวณหาสิทธิในการออกเสียง (Voting Right) จะทำโดยการนำ % การถือหุ้นทั้งทางจรงและทางอ้อมมารวมกัน ซึ่งแต่ละสายจะใช้ส่วนที่มี % การถือหุ้นน้อยที่สุด (Weakest Link) มาใช้ในการคำนวณ สำหรับตระกูล ก. สามารถคำนวณได้ดังนี้

Direct Voting Right = 0.97%

Indirect Voting Right = 24.85% (Voting Right ทางอ้อมนั้น ตระกูล ก. ทำการถือหุ้นของบริษัท A ผ่านบริษัท B ที่ 24.85% ซึ่งตระกูล ก. มีการถือหุ้นบริษัท B โดยตรงอีกทีที่ 24.84% รวมกับการถือหุ้นบริษัท B ทางอ้อมผ่านบริษัท C อีก 6% ดังนั้นจึงสามารถเรียงลำดับการถือหุ้นทางอ้อมของบริษัท A ได้ดังนี้ ตระกูล ก. มี Voting Right ใน บริษัท B = 30.84% และ บริษัท B มี Voting Right ในบริษัท A = 24.85% เพราะฉะนั้นข้อที่อ่อนที่สุดของ Voting Right สำหรับการถือหุ้นทางอ้อมของตระกูล ก. ในบริษัท A = 24.85% นั่นเอง)

Voting Right = 0.97% + 24.85% = 25.82%

ในส่วน Cash Flow Right จะคำนวณว่าตระกูล ก. มีสิทธิในการถือครองกระแสเงินสดที่บริษัทจ่ายออกเท่าไหร่ ซึ่งสามารถคูณกระจายจากบริษัท A กลับไปยังตระกูล ก. ตามสายการถือครองหุ้น ดังนี้

Direct Cash Flow Right = 0.97%

Indirect Cash Flow Right (1) = 24.85% x 24.84% = 6.17% (กรณีนี้ เป็นกระแสเงินสดที่จ่ายออกจากบริษัท A -> บริษัท B -> ตระกูล ก.)

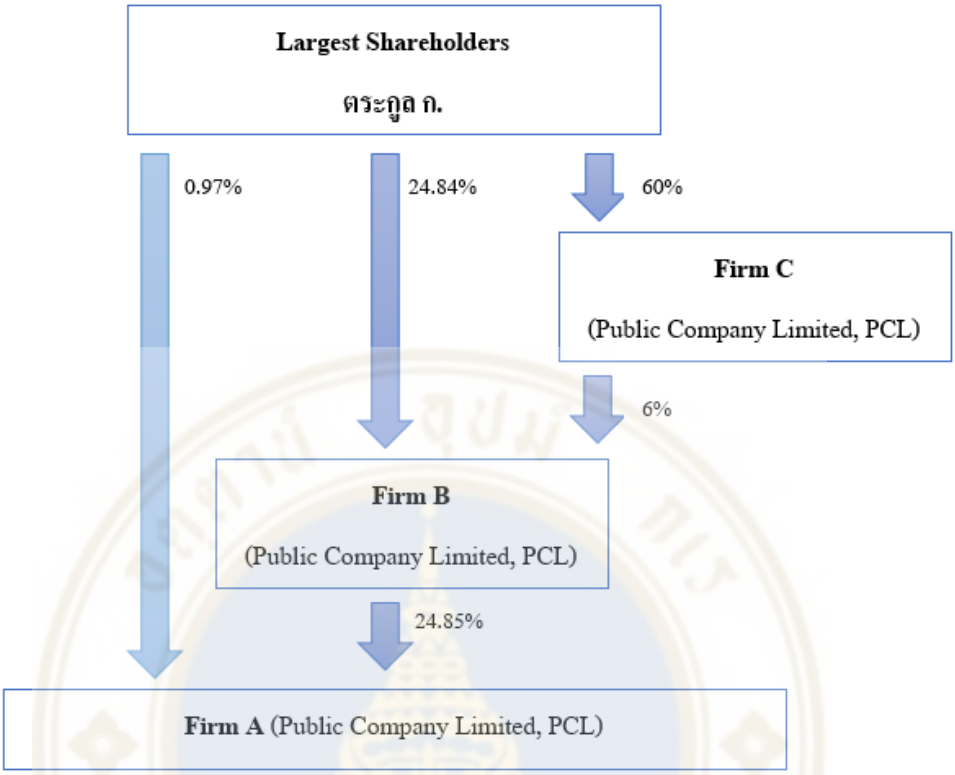
Indirect Cash Flow Right (2) = 24.85% x 6% x 60% = 0.89% (กรณีนี้ เป็นกระแสเงินสดที่จ่ายออกจากบริษัท A -> บริษัท B -> บริษัท C -> ตระกูล ก.)

Cash Flow Right = 0.97% + 6.17% + 0.89% = 7.86%

ดังนั้น ตระกูล ก. จึงมี Voting Right 25.82% และมี Cash Flow Right 7.86% ต่อบริษัท A

อย่างไรก็ตาม การที่จะหาผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ในกลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิด (Pyramid structure) หรือ การถือหุ้นไขว้กัน (Cross – holding) นั้นค่อนข้างมีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลเพื่อหาผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่แท้จริง เนื่องจากข้อมูลที่สามารถเก็บได้จาก SETSMART เป็นข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ที่เปิดเผย แต่ในความเป็นจริง กลุ่มบริษัทในเครือที่มีการถือหุ้นระหว่างกันอาจเป็นบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งไม่สามารถเก็บข้อมูลในส่วนนี้ได้ ทำให้อาจต้องตัดบางบริษัทออกจากการคำนวณ และอาจส่งผลให้เกิดความคลาดเคลื่อนในการวัดผลกระทบได้

ตัวอย่างในการคำนวณในการถือครองกระแสเงินสดและสิทธิในการออกเสียง



ภาพที่ 3.1 แสดง สิทธิ์ในการถือครองกระแสเงินสดและสิทธิในการออกเสียง

3.2.3.2.3 คณะกรรมการอิสระ (Board Independent Director)

BI (Board Independent Director) คือ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อคณะกรรมการทั้งหมด จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาพบว่า หลายงานวิจัยได้สนับสนุนบทบาทของคณะกรรมการอิสระ ซึ่งเข้ามาทำหน้าที่ตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารและมีส่วนพิจารณาสรรหาค่าตอบแทนให้เหมาะสม ซึ่งนักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดมองว่าคณะกรรมการอิสระจะช่วยเข้ามาเป็นตัวแทนในการควบคุมดูแลการดำเนินงานของบริษัท ให้มีความโปร่งใส และปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุน จากงานวิจัยของ Hermalin and Weisbach (1988) ได้กล่าวว่า คณะกรรมการจากภายนอกนั้นสามารถลดปัญหาต้นทุนตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารได้ หากเปรียบเทียบระหว่าง บริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการจากภายนอกในอัตราส่วนที่มากกว่า คณะกรรมการภายใน ถ้าผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นย่ำแย่ มีโอกาสสูงที่จะเปลี่ยนผู้บริหารได้ทันที หากผู้บริหารไม่สามารถทำผลการดำเนินงานที่ดีให้แก่บริษัทได้ ส่งผลให้ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในวันที่ประกาศแต่งตั้ง ผู้บริหารคนใหม่นั้น เพิ่มขึ้นทันที และ Rosenstein and Wyatt (1990) ได้กล่าวว่า การแต่งตั้ง

คณะกรรมการจากภายนอกนั้นจะส่งผลต่อราคาหุ้นของบริษัทในเชิงบวก โดยมีการแสดงหลักฐานซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดหุ้นนั้นมีความคิดและมุมมองต่อคณะกรรมการจากภายนอกดีว่าคณะกรรมการจากภายใน ในแง่ของการปกป้องผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ เช่นเดียวกันกับ Kaplan and Minton (1994) ยังพบว่า คณะกรรมการจากภายนอกสามารถพัฒนาประสิทธิภาพการดำเนินงานให้ดีขึ้นได้ในบริษัทที่มีประสิทธิภาพการดำเนินงานต่ำในญี่ปุ่น จึงสะท้อนให้เห็นว่าคณะกรรมการอิสระนั้นจึงถูกมองว่ามีส่วนสำคัญในการสร้างการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ และมีเสถียรภาพ เนื่องจากคณะกรรมการจากภายนอกมีความเป็นกลางสามารถตรวจสอบได้ ทำให้สามารถลดต้นทุนที่เกิดจากปัญหาตัวแทน (Agency cost) ลงได้ โดยตัวแปรดังกล่าวสามารถคำนวณได้ตามสมการ ดังนี้

$$BoardINED_{it} = \frac{Number\ of\ Independent\ Director_{it}}{Number\ of\ Board\ Size_{it}}$$

โดยเก็บข้อมูลจาก รายงานประจำปี 56-1 หมวดคณะกรรมการบริหาร ซึ่งเก็บข้อมูลจาก จำนวนคณะกรรมการอิสระในแต่ละปี ตั้งแต่ ปี 2553 ถึง 2560

3.2.3.2.4 อัตราส่วนของจำนวนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์รวม D/A

D/A (Financial Characteristic) คือ อัตราส่วนของจำนวนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรม Jensen (1986)ได้กล่าวว่า คุณลักษณะทางการเงิน (Financial Characteristic) อันได้แก่ ความสามารถในการก่อหนี้ของบริษัท หรือสัดส่วนในการก่อหนี้ของบริษัท (D/A Ratio) นั้นมีผลต่อการบริหารงานของบริษัทและธรรมภิบาลของบริษัทเช่นเดียวกัน โดยความสามาถในการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นนั้นจะส่งผลให้ เกิดความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) ที่เพิ่มขึ้นด้วย ทำให้ ผู้ถือหุ้นในบริษัท ต้องทำการดูแลและควบคุมกิจการอย่างใกล้ชิด เนื่องจากมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูง ซึ่งจะส่งผลให้การทุจริตหรือการบริหารงานที่ผิดไปจากหลักของธรรมาภิบาล และการปกปิดข้อมูลทำได้ยาก ทำให้การบริหารงานภายในบริษัทมีคุณภาพมากยิ่งขึ้น ดังนั้นจึงเห็นว่า ความสามารถในการก่อหนี้เป็นอีกส่วนหนึ่งที่สามารถอธิบายความสามารถในการบริหารบริษัทได้เช่นกัน โดยตัวแปรดังกล่าวสามารถคำนวณได้ตามสมการ ดังนี้

$$D/A_{it} = \frac{Total\ Debt_{it}}{Total\ Asset_{it}}$$

โดยเก็บข้อมูลจาก หนี้สิ้นรวม และ สินทรัพย์รวม ในงบการเงินรวม ประจำปี ณ สิ้นปี ตั้งแต่ ปี 2553 ถึง ปี 2560

ตารางที่ 3.2 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ

Variable	Theory	Result, Relationship*	วิธีเก็บข้อมูล
Family	Agency Theory	Relationship: - Result: Family สูง CG, Tobin's Q, ROA ต่ำ	แหล่งข้อมูล : รายงานประจำปี วิธีคิด : เริ่มจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีจำนวนถือครองสูงที่สุดจากนั้นหาความสัมพันธ์แบบครอบครัวในผู้ถือหุ้น โดยวัดจาก นามสกุลเดียวกัน และ นามสกุลของคู่ครอง หากจำนวน % ผู้ถือหุ้นรวมมากกว่า 10 % ถือว่าเป็นบริษัทครอบครัว
Connected Director	Monitoring Theory	Relationship: - Result: Connected Director สูง CG, Tobin's Q, ROA ต่ำ	แหล่งข้อมูล : รายงานประจำปี วิธีคิด : เริ่มจากผู้บริหาร มีความเกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้นหรือไม่ โดยวัดจาก นามสกุล และ นามสกุลของคู่ครอง หากจำนวน % ผู้ถือหุ้นรวมมากกว่า 10 % ถือว่ามีความเกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้น
Board Independent	Agency Theory	Relationship: + Result: Board Independent สูง CG, Tobin's Q, ROA สูง	แหล่งข้อมูล : รายงานประจำปี วิธีคิด : % จำนวนกรรมการอิสระ ต่อ คณะกรรมการทั้งหมด
Voting Right	Positive Incentive Effect	Relationship: - Result: Voting Right สูง CG, Tobin's Q, ROA ต่ำ	แหล่งข้อมูล : รายงานประจำปี วิธีคิด : เริ่มจาก ผู้ถือหุ้นที่มี % ต่ำที่สุด และคิดหา Voting Right จากการถือครองหุ้นทางตรงและทางอ้อม โดยแสดงวิธีคิดและตัวอย่างไว้ในหัวข้อ 3.2.3.1 - 2
CV	Positive Incentive Effect	Relationship: + Result: CV สูง CG, Tobin's Q, ROA สูง	แหล่งข้อมูล : รายงานประจำปี วิธีคิด : เริ่มจาก ผู้ถือหุ้นที่มี % ต่ำที่สุด และคิดหา CV จากการถือครองหุ้นทางตรงและทางอ้อม โดยแสดงวิธีคิดและตัวอย่างไว้ในหัวข้อ 3.2.3.2
D/A Ratio	Monitoring Theory	Relationship: + Result: D/A Ratio สูง CG, Tobin's Q, ROA สูง	แหล่งข้อมูล : รายงานประจำปี, DataStream วิธีคิด : อัตราส่วนระหว่าง หนี้สินรวม ต่อ สินทรัพย์รวม

ที่มา: *แสดงถึงความสัมพันธ์ กับตัวแปรตาม คือ CGI และ Tobin's Q)

3.3 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา

จากการเก็บข้อมูลของงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมข้อมูลจากแบบแสดงรายงานประจำปี (56-1 และ 56-2) รวมถึงฐานข้อมูลอื่นๆ ในช่วงปี พ.ศ. 2553 ถึง 2560 ซึ่งหลังจากรวบรวมข้อมูลแล้ว ผู้วิจัยได้เรียบเรียง คัดแยกข้อมูล และสร้างฐานข้อมูลขึ้นมาใหม่โดยเป็นฐานข้อมูลของผู้วิจัยเอง ทั้งนี้ ได้ตัดข้อมูลของบริษัทที่ได้ออกจากตลาดหลักทรัพย์ไปแล้ว , บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนออกจากการศึกษา ทำให้เหลือข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในการศึกษาทั้งหมด 351 บริษัท ในระยะเวลา 8 ปี ดังนั้น จะได้กลุ่มตัวอย่าง 2,808 ตัวอย่าง

ตารางที่ 3.3 แสดงกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ระหว่างปี พ.ศ.2553-2560 ระยะเวลา 8 ปีโดยกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้นจำนวน 351 บริษัท โดยงานวิจัยนี้จะไม่รวมบริษัทในอุตสาหกรรมการเงินซึ่งประกอบด้วยธุรกิจธนาคาร ธุรกิจการเงินธุรกิจประกันภัย ธุรกิจประกันชีวิต และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากงบการเงิน โครงสร้างทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการดังกล่าวมีความแตกต่างจากธุรกิจทั่วไป รวมถึงไม่นับรวมกลุ่มบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ด้วย

Indicator	จำนวน
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	545
ไม่รวม บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials)	59
ไม่รวม กองทุนอสังหาริมทรัพย์	17
ไม่รวม บริษัทที่พึ่งจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี พ.ศ.2553-2561	111
ไม่รวม บริษัทที่มีรายงานประจำปี (56-1) และ (56-2) ไม่ครบติดต่อกัน 3 ปี	7
จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย	**351**

ตารางที่ 3.4 จำนวนบริษัทที่มีการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (Family firms) และไม่ใช่ครอบครัว (Non-Family firms) ที่ถูกแบ่งออกตามคะแนนธรรมาภิบาลที่ได้รับ

Family Firm คือ บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยสมาชิกครอบครัวมากกว่า 10% ขึ้นไป

Non-Family Firm คือ บริษัทที่ไม่มีการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว

ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2560

ประเภทการแบ่ง	ระดับคะแนนธรรมาภิบาล (CG Score)				รวม	เปอร์เซ็นต์
	0	3	4	5		
บริษัทที่มีลักษณะเป็นครอบครัว	708	656	643	207	2,214	79%
บริษัทที่มีลักษณะไม่เป็นครอบครัว	214	111	133	136	594	21%
รวม	922	767	776	343	2,808	
เปอร์เซ็นต์	33%	27%	28%	12%		100%

จากตารางที่ 3.4 จะเป็นการแสดงข้อมูลทางสถิติของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด โดยจากข้อมูลพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะเป็นแบบครอบครัว (Family firms) จะมีจำนวนรวม 2,214 ตัวอย่าง หรือคิดเป็น 79% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด และเมื่อพิจารณาบริษัทที่ได้รับการจัดระดับคะแนนธรรมาภิบาลตั้งแต่ 3-5 ดาว พบว่า จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด บริษัทที่มีคะแนน 3-5 ดาว มีทั้งหมด 1,886 ตัวอย่าง โดยแยกเป็น คะแนน 3 ดาว มี 767 ตัวอย่าง ,คะแนน 4 ดาว มี 776 ตัวอย่าง และ คะแนน 5 ดาว มี 343 ตัวอย่าง ซึ่งเมื่อพิจารณาบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะเป็นแบบครอบครัว ที่มีคะแนนธรรมาภิบาลพบว่า มีจำนวนทั้งหมด 156 ตัวอย่าง หรือคิดเป็น 54% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ดังนั้นแสดงว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่ดำเนินธุรกิจในลักษณะครอบครัว และได้รับคะแนนธรรมาภิบาลในระดับ 3-4 คะแนนในสัดส่วนที่สูง

3.4 วิธีการทางสถิติ

จากงานวิจัยของ Fama, Jensen et al. (1983) ได้กล่าวไว้ว่า คณะกรรมการในการบริหารบริษัทนั้นเป็นส่วนสำคัญในการควมคุมแลดูแลกิจการ โดยมีหน้าที่เพื่อดูแลควบคุมความประพฤติ รวมถึงตรวจสอบการทำงานของคนในบริษัท อีกทั้งยังเป็นตัวกลางในการลดความขัดแย้งระหว่างกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่และกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย เพื่อก่อให้เกิดธรรมาภิบาลของบริษัท และเป็นการสร้าง ความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมอีกด้วย แต่สำหรับในประเทศไทยนั้น การถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นแบบกระจุกตัว หรือเป็นแบบครอบครัว ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นที่เป็นแบบครอบครัว มีสิทธิในการออกเสียงคัดเลือก คณะกรรมการของตนเองได้ รวมทั้งอาจเป็นคณะกรรมการบริหารที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้น ส่งผลให้คณะกรรมการเหล่านั้น ดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือครอบครัวของตนเองเพียงอย่างเดียว อาจขัดต่อหลักธรรมาภิบาล และส่งผลต่อระดับธรรมาภิบาลของบริษัทได้

จะเห็นได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง ระดับธรรมาภิบาล และ ความเป็นครอบครัวของบริษัทนั้นเป็นทิศทางตรงกันข้ามกัน โดยหาก บริษัทมีความเป็นครอบครัวมากจะส่งผลให้ระดับของธรรมาภิบาลนั้นต่ำลง และจากการทบทวนวรรณกรรม แสดงถึงความสัมพันธ์ ในเรื่องของมูลค่าของบริษัท และ ระดับธรรมาภิบาล โดยหากบริษัทที่มีระดับธรรมาภิบาลต่ำลง จะส่งผลให้มูลค่าของบริษัทนั้นๆลดลงตามไปด้วย ดั้งนั้น อาจแสดงให้เห็นว่า มูลค่าของกิจการ และ ความเป็นครอบครัวของบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์กัน จึงนำไปสู่แบบจำลองดังต่อไปนี้

3.5 แบบจำลอง

แบบจำลองที่ใช้ศึกษาในครั้งนี้ ใช้โครงสร้างแบบจำลอง treatment effects model ของ Maddala (1983) ประกอบด้วยสมการ 2 สมการ คือสมการถดถอย (regression equation) และสมการส่งผลกระทบ (equation for treatment effects) เพื่อทดสอบสมมติฐานข้างต้นมีดังนี้

สมการถดถอย

$$CG_i = f(\propto_0 + \propto_1 fam + \propto_2 CD + \propto_3 V + \propto_4 CV + \propto_5 BI + \propto_6 D/A + \sum_{s=2010}^{2017} \propto sTs + \sum_{j=1}^{7} \lambda_j Ind_j + v_{it}) \quad (1)$$

สมการ treatment effects

$$Y_{it} = \beta_0 + \gamma CG_{it} + \beta_1 Y_{it-1} + \beta_2 lnAsset + \sum_{s=2010}^{2017} \beta sTs + \sum_{j=1}^{7} \lambda_j Ind_j + u_{it} \quad (2)$$

$$f(.) = Cumulative\ Normal\ Distribution\ (Probit)$$

$$E(u_{it} v_{it}) = \rho \neq 0$$

Estimate by MLE

$$CG_i = 0\ if\ \ no\ CG\ Star$$
$$= 1\ if\ \ CG\ Star = 3, 4, or\ 5$$
$$CG_d = 0\ if\ \ no\ CG\ Star$$
$$= 1\ if\ \ CG\ Star = 3, 4, or\ 5$$
$$CG_d2 = 0\ if\ \ no\ CG\ Star$$
$$= 1\ if\ \ CG\ Star = 4, or\ 5$$
$$CG_d5 = 0\ if\ \ no\ CG\ Star$$
$$= 1\ if\ \ CG\ Star = 5$$

บทที่ 4
ผลการทดสอบ

4.1 สรุปสถิติตัวแปร (Variable Statistics)

จากตารางที่ 4.1 เป็นการแสดงข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ โดยแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มที่เป็นผลการดำเนินงานของบริษัท คือ ROA พบว่า มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.060 และมีส่วนเบี่ยงมาตรฐานอยู่ที่ 0.099 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตัวแปรดังกล่าวมีการกระจายตัวของข้อมูลหรือมีความแตกต่างกันค่อนข้างน้อยในแต่ละบริษัท

ในกลุ่มที่ 2) กลุ่มของตัวแปรอิสระที่ใช้ในงานวิจัยครั้งนี้ เริ่มจากตัวแปรบริษัทที่ถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (Family) พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.788 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนใหญ่มีลักษณะการถือหุ้นในแบบครอบครัว เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยคะแนนธรรมาภิบาล (CG) อยู่ที่ 2.536 เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่มักจะต้องการได้รับการจัดสรรคะแนนธรรมาภิบาล เพื่อภาพลักษณ์ที่ดีของบริษัท และเมื่อพิจารณาค่าสถิติที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างคณะกรรมการอันได้แก่ คณะกรรมการอิสระ (Board Independent) พบว่า BI มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.392 สอดคล้องกับข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ต้องมีคณะกรรมการอิสระไม่ต่ำกว่า 4 คน หรือ 1 ใน 3 ของคณะกรรมการทั้งหมดในบริษัท ในส่วนของสัดส่วนคณะกรรมการที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นควบคุม (Connected Director) พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.198 หมายถึงหากมีคณะกรรมการบริษัท 10 คน จะมีกรรมการประมาณ 2 คน ที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นควบคุม และในส่วนของการสิทธิในการออกเสียง (Voting Rights) นั้นมีค่าเฉลี่ย 0.367 ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการใช้สิทธิในการออกเสียงของผู้ถือหุ้นควบคุมอยู่ที่ประมาณ 30% เป็นไปสิทธิออกเสียงส่วนใหญ่ในบริษัททั่วไป ต่อมาคืออัตราส่วนสิทธิในการถือครองกระแสเงินสดต่อสิทธิในการออกเสียง (Cashflows Rights) พบว่าค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.926 แสดงให้เห็นว่า มีการถือหุ้นอ้อมค่อนข้างสูง และตัวแปรสุดท้ายคือ อัตราส่วน D/A Ratio มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.464 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.348 ซึ่งสามารถตีความได้ว่าแต่ละบริษัทมีโครงสร้างของหนี้สินต่อสินทรัพย์ไม่ต่างกันมากนัก

ตารางที่ 4.1 สรุปสถิติตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในงานวิจัย มูลค่ากิจการทางบัญชี

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ตัวแปรตาม					
ROA	2,452	0.060	0.099	(0.716)	0.851
ตัวแปรอิสระ					
CG (CG Score)	2,452	2.536	1.872	0	5
Fam (Family)	2,452	0.788	0.408	0	1
Cd (Connected Director)	2,452	0.198	0.165	0	0.778
BI (Board Independent)	2,452	0.392	0.101	0	0.900
V (Voting Right)	2,452	0.367	0.217	0.001	0.979
CV (CashFlow Right)	2,452	0.926	0.199	0.051	1.000
D/A (Debt/Total Asset)	2,452	0.464	0.348	(0.008)	8.103
ตัวแปรควบคุม					
lnTotal Asset	2,452	22.319	1.533	18.113	28.442
T (time)	2,452	2556.50	2.292	2553	2560
Inid (Industry)	2,452	3.328	1.918	1	7

4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

จากการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ ได้ผลดังแสดงในตารางที่ 4.2 โดยจากตารางแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในรูปของเมตริกซ์ โดยเป็นตัวแปรที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ หาความสัมพันธ์ระหว่าง ความเป็นครอบครัวของบริษัท และ ระดับคะแนนธรรมาภิบาล (CG) ซึ่งจากตารางแสดงให้เห็นว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ระดับคะแนนธรรมาภิบาล คือ ความเป็นครอบครัวของบริษัท คณะกรรมการอิสระ สิทธิ์ในการออกเสียง ขนาดของบริษัท และตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับระดับคะแนนธรรมาภิบาล คือ คณะกรรมการที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้น อัตราส่วนของสิทธิในการถือครองกระแสเงินสดของบริษัท อัตราส่วนของจำนวนหนี้สิน

โดยตัวแปรที่มีความสัมพันธ์สอดคล้องกับงานวิจัยที่อ้างอิงมีดังนี้ จากงานวิจัยของ Cheung, Chung et al. (2013) พบว่า หากผู้ถือหุ้นและผู้บริหารมีความสัมพันธ์กันมากจะก่อให้เกิด Monitoring Problem และ Agency Problem ส่งผลให้ เกิดความสัมพันธ์เชิงลบกับ ระดับธรรมาภิบาลของบริษัท, จากงานวิจัยของ Hermalin and Weisbach (1988), Rosenstein and Wyatt (1990), และ Kaplan and Minton (1994) ซึ่งกล่าวไว้ว่า หากบริษัทมี คณะกรรมการอิสระจำนวนมากจะช่วยลด

Agency cost และจะช่วยส่งผลต่อนักลงทุน ซึ่งจะส่งผลให้ เกิดความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ ระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัท และจากงานวิจัยของ Anderson and Reeb (2004) พบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่นั้นจะสามารถบริหารจัดการ ธรรมาภิบาลได้ดีกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก จึงก่อให้เกิดความสัมพันธ์ เชิงบวกกับ คะแนนธรรมาภิบาล ซึ่งได้ผลตรงกับตารางที่ 4.2 ทั้งสิ้น

ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยที่อ้างอิงมีดังนี้ จากงานวิจัยของ Fan, Wong et al. (2002), Morck, Wolfenzon et al. (2005) และ Kim and Yoon (2011)ได้กล่าวไว้ว่าการเป็นบริษัทครอบครัวจะส่งผลให้เกิดการปกปิดข้อมูล การบริหารงานที่ไม่โปร่งใสทำเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง ยิ่งบริษัทมีความเป็นครอบครัวสูง ยิ่งทำให้ คะแนนระดับธรรมาภิบาลของบริษัทต่ำลง จะก่อให้เกิดความสัมพันธ์เชิงลบกัน แต่จากผลงานวิจัยกลับได้ค่าความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นครอบครัวและระดับคะแนนธรรมาภิบาลเป็นความสัมพันธ์เชิงบวก แต่มีความความสัมพันธ์ค่อนข้างต่ำ แสดงให้เห็นว่าการที่มีความเป็นครอบครัวในประเทศไทยนั้น ไม่ได้ส่งผลต่อการได้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลมากนัก

จากงานวิจัยของ Morck, Stangeland et al. (1998) พบว่า หากผู้ถือหุ้นสามารถควบคุมกิจการผ่านสิทธิ์ในการออกเสียงจะทำให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลนั้นลดลง ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควรเป็นเชิงลบ จากงานวิจัยของ Claessens, Djankov et al. (2002) พบว่า อัตราส่วนระหว่างสิทธิในการถือครองเงินสด และสิทธิในการออกเสียง หากผู้ถือหุ้นมีสิทธิในการออกเสียงทางอ้อมมากจะส่งผลให้ ระดับคะแนนธรรมาภิบาล เกิดความสัมพันธ์เชิงบวก และจากงานวิจัยของ Jensen (1986) พบว่าหากมี อัตราส่วนจำนวนหนี้สินมากจะมี Financial Risk สูง ผู้ถือหุ้นและนักลงทุน จะจับตามองการบริหารอย่างใกล้ชิดทำให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลสูง เกิดความสัมพันธ์ในเชิงบวก แต่จากการวิจัยพบว่าได้ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปลทั้ง 3 ตัวแปรกับคะแนนธรรมิบาลนั้น เป็นในทางตรงกันข้ามกับงานวิจัยที่อ้างอิงทั้งหมด และมีระดับความสัมพันธ์ค่อนข้างต่ำ จึงอาจสรุปได้ว่า สิทธิ์ในการออกเสียง สิทธิในการถือครองเงินสด และอัตราส่วนจำนวนหนี้สิน อาจไม่มีผลต่อการได้ระดับคะแนนธรรมาภิบาล

จากการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ หาความสัมพันธ์ระหว่าง มูลค่าของกิจการทั้งทางบัญชีและมูลค่าตามราคาตลาด และระดับคะแนนธรรมาภิบาล โดยได้ผลแสดงดังตารางที่ 4.3 ซึ่งเป็นตัวแปลที่ใช้ในการวิจัยตามทฤษฎี Treatment effect ซึ่งแสดงได้ดังนี้ ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการทางบัญชีนั้น คือ ระดับคะแนนธรรมาภิบาลตั้งแต่ 0 ดาวขึ้นไป (CG345) ซึ่งอาจบอกได้ว่านักลงทุนอาจไม่มีความเชื่อมันกับบริษัทที่มีระดับคะแนนธรรมาภิบาลต่ำจึงส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์เชิงลบ ซึ่งตรงกับงานวิจัยของ Cheung, Thomas Connelly et al. (2007) ที่กล่าวไว้ว่าหากระดับคะแนนธรรมาภิบาลสูงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงตามไปด้วย

จากตารางที่ 4.3 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรทุกตัวที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางบัญชีทั้งหมด ซึ่งตรงกับงานวิจัยของ Love and Klapper (2002) ซึ่งกล่าวไว้ว่า หากบริษัทยิ่งมีระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่สูง ก็จะส่งผลให้มี มูลค่ากิจการทางบัญชีที่สูงตามไปด้วย มีความสัมพันธ์เชิงบวกซึ่งกันและกัน และจากงานวิจัยของ Anderson and Reeb (2004) ได้กล่าวว่า ยิ่งบริษัทมีขนาดใหญ่ก็จะยิ่งมี ระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่สูง และมีมูลค่ากิจการที่สูงด้วยเช่นกัน

ตารางที่ 4.2 ตารางแสดงค่าสหสัมพันธ์ คะแนนธรรมาภิบาล จากสมการ

$$\square\square_{\square} = \square(\propto_0 + \propto_1 \square\square\square + \propto_2 \square\square + \propto_3 \square + \propto_4 \square\square + \propto_5 \square\square + \propto_6 \square/\square + \sum_{\square=2010}^{2017} \propto \square\square\square + \sum_{\square=1}^{7} \square_{\square}\square\square\square_{\square} + \square_{\square\square}) \quad (1)$$

	CG	Family	Connected Director	Board Independent	Voting Right	Cashflow Right	Debt/Asset	lnAsset
CG	1.0000							
Family	0.0145	1.0000						
Connect director	-0.0072	-0.1836	1.0000					
Board independent	0.1035	-0.0219	-0.0858	1.0000				
Voting right	0.0334	0.7868	0.3363	-0.0138	1.0000			
Cashflow right	-0.1153	-0.0129	0.0507	0.0737	-0.0581	1.0000		
Debt/Asset	-0.0457	-0.0032	0.0453	0.0835	-0.0429	0.0369	1.0000	
lnAsset	0.3760	-0.0429	-0.1072	0.1304	-0.0500	-0.0573	-0.1549	1.0000

ตารางที่ 4.3 ตารางแสดงค่าสหสัมพันธ์ มูลค่ากิจการ จากสมการ

$$\square_{\square\square} = \square_0 + \square\square\square_{\square\square} + \square_1\square_{\square\square-1} + \square_2\square\square\square\square\square\square\square + \sum_{\square=2010}^{2017} \square\square\square\square + \sum_{\square=1}^{7} \square_{\square}\square\square\square_{\square} + \square_{\square\square} \quad (2)$$

	Tobinq	roa	CG345	CG45	CG5	lnAsset
Tobinq	1.0000					
roa	0.2241	1.0000				
CG345	-0.0026	0.2254	1.0000			
CG45	0.0451	0.1632	0.5696	1.0000		
CG5	0.0134	0.0709	0.2624	0.4606	1.0000	
lnAsset	-0.0258	0.1343	0.2766	0.3796	0.3922	1.0000

4.3 การวิเคราะห์ผลจากการดำเนินงานวิจัย

ในส่วนนี้จะเป็นการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานวิจัยเพื่อทดสอบผลกระทบที่เกิดขึ้นจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นแบบครอบครัวต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาล และระดับคะแนนธรรมาภิบาลนั้นส่งผลอย่างไรต่อผลการดำเนินงานรวมถึงมูลค่าของกิจการ (ROA) ซึ่งผู้วิจัยได้ตั้งสมติฐานที่เชื่อมโยงกัน ดังนี้

สัดส่วนในการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นใหญ่ทั้งทางตรงและทางอ้อมที่มีนามสกุลเดียวกัน เป็นตัวบ่งบอกถึงความเป็นเจ้าของกิจการ ซึ่งเป็นตัวบอกถึงความเป็นธุรกิจแบบครอบครัว น่าจะมีผลกระทบในเชิงลบต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาล (CG) เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่เป็นแบบครอบครัว มีสิทธิในการออกเสียงคัดเลือก คณะกรรมการของตนเองได้ รวมทั้งอาจเป็นคณะกรรมการบริหารที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้น ส่งผลให้คณะกรรมการเหล่านั้น ดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือครอบครัวของตนเองเพียงอย่างเดียว อาจนำมาซึ่งการขัดต่อหลัก ธรรมาภิบาลของบริษัท และส่งผลต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาลได้ ซึ่งตรงกับงานวิจัยของ Morck, Stangeland et al. (1998) ที่กล่าวว่า หากผู้ถือหุ้นสามารถควบคุมกิจการผ่านสิทธิ์ในการออกเสียงจะทำให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลนั้นลดลงโดยในการวิเคราะห์นี้ ผู้วิจัยได้แบ่งกลุ่มของผลกระทบออกเป็น 6 กลุ่ม ดังนี้

1. ความเป็นครอบครัว (Family Business)
2. ความเชื่อมโยงระหว่างกรรมการบริษัทกับผู้ถือหุ้นควบคุม (Connected Director)
3. สิทธิในการออกเสียง (Voting Rights)
4. สิทธิในการออกเสียงทางอ้อม CV (Divergence of Cash Flow / Voting Right)
5. คณะกรรมการอิสระ (Board Independent Director)
6. อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์รวม D/A (Financial Characteristic)

และระดับคะแนนธรรมาภิบาลนั้นส่งผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) โดยผู้วิจัยได้แบ่งกลุ่มผลกระทบออกเป็น 5 กลุ่ม ดังนี้

1. ระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัท (CG)
2. ขนาดสินทรัพย์รวมของกิจการ (Asset)
3. ผลการดำเนินของบริษัทในระยะเวลาก่อนหน้า (ROA-1)
4. ช่วงเวลาข้อมูล (Time Dummy)

5. ประเภทของอุตสาหกรรม (Industry Dummy)

โดยในตารางที่ 4.5 และ 4.6 จะแสดงผลการวิเคราะห์ จากแบบจำลอง Treatment effect ซึ่งประกอบไปด้วย 2 สมการ โดยสมการที่ 1 ตัวแปรตาม คือ ระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัท (CG) คะแนนที่บริษัทจดทะเบียนต่างๆนั้น ได้รับจากการจัดอันดับความเป็นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI IOD) สำหรับคะแนนการจัดอันดับจะมีค่า 0-5 ในช่วงปี พ.ศ.2553 – 2560 และแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม Dummy ดังนี้

กลุ่มตัวอย่างที่ 1 (CG45) คือกลุ่มตัวอย่างที่มีคะแนน CG มากกว่า 3 ขึ้นไป โดยในแบบจำลองหากคะแนน CG เท่ากับ 4,5 จะมีค่า Dummy เท่ากับ 1 และหากคะแนน CG มีค่าเท่ากับ 0,3 จะมีค่า Dummy เท่ากับ 0

กลุ่มตัวอย่างที่ 2 (CG5) คือกลุ่มตัวอย่างที่มีคะแนน CG มากกว่า 4 ขึ้นไป โดยในแบบจำลองหากคะแนน CG เท่ากับ 5 จะมีค่า Dummy เท่ากับ 1 และหากคะแนน CG มีค่าเท่ากับ 0,3,4 จะมีค่า Dummy เท่ากับ 0

โดยมีตัวแปรต้น คือ ความเป็นครอบครัว (Family Business) โดยระบุให้เป็นตัวแปรหุ่น และ ความเชื่อมโยงระหว่างกรรมการบริษัทกับผู้ถือหุ้นควบคุม (Connected Director) และได้กำหนดให้สิทธิในการออกเสียง (Voting Rights), สิทธิในการออกเสียงทางอ้อม (CV), อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์รวม D/A (Financial Characteristic) และ คณะกรรมการอิสระ (Board Independent Director) เป็นตัวแปรควบคุม

สมการที่ 2 ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) โดยมีตัวแปรต้น คือ ระดับธรรมาภิบาลของบริษัท (CG) โดยมีระดับคะแนน 0-5 และแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3 กลุ่ม Dummy ดังที่กล่าวข้างต้น และกำหนดให้ ขนาดสินทรัพย์รวมของกิจการ (Asset), ผลประกอบการของบริษัทในระยะเวลาก่อนหน้า (ROA-1), ช่วงเวลาข้อมูล (Time Dummy) และประเภทของอุตสาหกรรม (Industry Dummy) เป็นตัวแปรควบคุม

จากผลการวิจัยด้วยแบบจำลอง Treatment effect แสดงดังตารางที่ 4.5 และ 4.6 โดยในส่วนของสมการของความสัมพันธ์ระหว่าง ระดับคะแนนธรรมาภิบาล และความเป็นครอบครัวของบริษัทดังนี้

$$\square\square_{\square} = \square(\propto_0 + \propto_1 \square\square\square + \propto_2 \square\square + \propto_3 \square + \propto_4 \square\square + \propto_5 \square\square + \propto_6 \square/\square + \sum_{\square=2010}^{2017} \propto \square\square\square + \sum_{\square=1}^{7} \square_{\square}\square\square\square_{\square} + \square_{\square\square}) \quad (1)$$

จากตารางแสดงให้เห็นว่า ตัวแปรที่มีความสำคัญต่อ การเปลี่ยนเปลี่ยนแปลงของระดับคะแนนธรรมภิบาลซึ่งตรงกับหลักของ IOD และงานวิจัยตามทฤษฎี มีดังนี้ ตัวแปรความเป็นครอบครัว (Family Business) แสดงให้เห็นว่า ในบริษัทกลุ่มที่มีคะแนนธรรมาภิบาลที่น้อยกว่า 5 ดาวนั้น ค่าความเป็นครอบครัว ไม่มีผลต่อ การได้คะแนนธรรมาภิบาล แต่ในกลุ่มบริษัทที่ มีระดับคะแนนสูง (มากกว่า 4 ดาว) จะเห็นว่า ยิ่งมีความเป็นครอบครัวสูงจะส่งผลให้ ระดับคะแนนธรรมาภิบาลต่ำลงซึ่งตรงกับเกณฑ์การได้คะแนนของ IOD A.28 ในส่วนของโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทโดยบริษัทควรจะมีมีสัดส่วนของหุ้น free float มากกว่า 40% ขึ้นไป และตรงกับงานวิจัยของ Fan, Wong et al. (2002), Morck, Wolfenzon et al. (2005), และ Kim and Yoon (2011) ซึ่งกล่าวว่าหาก มีความเป็นครอบครัวมาก ระดับคะแนนธรรมาภิบาลจะลดต่ำลง

ตัวแปร คณะกรรมการอิสระ (Board Independent Director) แสดงให้เห็นว่า หากมีอัตราส่วนคณะกรรมการอิสระมากจะส่งผลให้ ได้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลสูงมากขึ้น ในทุกกลุ่มระดับคะแนน ซึ่งตรงกับ หลักของ IOD E.83 คณะกรรมการอิสระควรมีอัตราส่วรเกิน 50% ขึ้นไป และตรงกับงานวิจัยของ Hermalin and Weisbach (1988), Rosenstein and Wyatt (1990), Kaplan and Minton (1994) กล่าวว่าหากคณะกรรมการอิสระมากก็จะได้คะแนนธรรมาภิบาลมากเช่นกัน

ในส่วนของตัวแปร อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์รวม D/A (Financial Characteristic) แสดงให้เห็นว่า ในกลุ่มระดับคะแนนธรรมาภิบาลต่ำ นั้นการมีอัตราส่วนหนี้ที่สูง ซึ่งอาจเกิดจากการไม่มีแนวทางในการจัดการกับหนี้สินที่ชัดเจนโดยจะส่งผลให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลต่ำลง ตามหลักของ IOD C.10 ซึ่งต้องมีนโยบายและแนวปฏิบัติเกี่ยวกับหนี้ที่ชัดเจน และในกลุ่มคะแนนธรรมาภิบาลที่สูงนั้น จะพบว่า หากมีอัตราส่วนหนี้ที่สูงขึ้น จะส่งผลให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่สูงขึ้นเช่นกัน โดยอาจเกิดจาก การMonitoring ที่มีประสิทธิภาพของผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการ มีการวางแผนและแนวทางที่ชัดเจน ซึ่งตรงกับ หลักของ IOD C.10 และงานวิจัยของ Jensen (1986) หากมี D/E Ratioจะมี Financial Riskสูง ผู้ถือหุ้นและนักลงทุน จะจับตามองการบริหารอย่างใกล้ชิดทำให้ CG สูง

ตัวแปรที่มีความสำคัญต่อ การเปลี่ยนเปลี่ยนแปลงของระดับคะแนนะรรมภิบาลแต่ขัดกับหลักของ IOD และงานวิจัยตามทฤษฎีมีดังนี้

ตัวแปร ความเชื่อมโยงระหว่างกรรมการบริษัทกับผู้ถือหุ้นควบคุม (Connected Director) แสดงให้เห็นว่า การมีความเชื่อมโยงระหว่างกรรมการบริษัทกับผู้ถือหุ้นยิ่งสูงจะส่งผลกับการได้คะแนนในระดับ 3 ดาว แต่ไม่มีผลในการได้คะแนนในระดับคะแนน 4 และ 5 ดาว ซึ่งขัดกับ IOD ในข้อนี้ คณะกรรมการของบริษัทไม่มีการถือหุ้นรวมกันเกินกว่าร้อยละ 25 ของหุ้นที่ออกแล้วของบริษัทและขัดกับงานวิจัยของ Cheung, Chung et al. (2013)

สำหรับสิทธิในการออกเสียง (Voting Rights) นั้นจะเห็นว่า ไม่พบความสัมพันธ์กับการได้คะแนนะรรมาภิบาลที่ดี ในทุกกลุ่ม ซึ่งขัดกับหลักของ IOD B.1 บริษัทควรให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นในการออกเสียงลงคะแนนในแบบหนึ่งหุ้นต่อหนึ่งเสียง และงานวิจัยของ Morck, Stangeland et al. (1998) หากผู้ถือหุ้นสามารถควบคุมกิจการผ่าน Voting Right ซึ่งทำให้ ระดับคะแนนต่ำลง

ตัวแปรสิทธิในการออกเสียงทางอ้อม CV (Divergence of Cash Flow / Voting Right) จากผลงานวิจัยแสดงให้เห็นว่า หากมีการถือหุ้นทางอ้อมมากจะส่งผลให้ ระดับคะแนนธรรมาภิบาลสูงมากขึ้นตามไปด้วย ซึ่งขัดกับหลักของ IOD A.25 มีการถือหุ้นไขว้ในกลุ่มของบริษัทหรือไม่ และงานวิจัยของ Claessens, Djankov et al. (2002) ซึ่งกล่าวไว้ว่า หากมีการถือหุ้นทางอ้อมมากจะมีระดับคะแนนธรรมิบาลต่ำ ทั้งนี้เนื่องจาก จากผลการเก็บข้อมูลพบว่าบริษัทที่มีการถือหุ้นทางอ้อมในประเทศไทยนั้น ส่วนใหญ่ เป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ แทบทั้งสิ้น ซึ่งบริษัทขนาดใหญ่นั้นจะมีความสามารถและงบประมาณที่สามารถทำคะแนนธรรมาภิบาลได้สูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กอยู่แล้ว ตามหลักงานวิจัยของ Anderson and Reeb (2004) ที่กล่าวไว้ว่า หากบริษัทขนาดใหญ่จะส่งผลให้ได้คะแนนธรรมาภิบาลที่ดี

ในส่วนของสมการของความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่ากิจการและระดับคะแนนธรรมาภิบาลดังนี้

$$\square_{\square\square} = \square_0 + \square\square\square_{\square\square} + \square_1\square_{\square\square-1} + \square_2\square\square\square\square\square\square\square + \sum_{\square=2010}^{2017} \square\square\square\square + \sum_{\square=1}^{7} \square_{\square}\square\square\square_{\square} + \square_{\square\square} \qquad (2)$$

ในส่วนของผลการวิจัย ด้านมูลค่ากิจการทางบัญชี แสดงดังตารางที่ 4.5 พบว่า ในกลุ่มระดับคะแนนต่ำนั้น (ระดับคะแนน 3 ดาว) จะส่งผลให้มูลค่ากิจการทางบัญชีดีขึ้น เนื่องจาก การได้ CG นั้นจำเป็นจะต้องมีการบริหารจัดการที่ดีที่เข้าเกณฑ์ของ IOD จึงส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น แต่ในกลุ่มระดับคะแนนที่สูงขึ้น (ระดับคะแนน 4 ดาว และ 5 ดาว) พบว่าระดับคะแนนที่สูงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการทางบัญชีนั้นลดลง โดยอาจเกิดจาก ต้นทุนค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นเพื่อการทำคะแนนที่สูงขึ้นตาม จากหลักเกณฑ์ IOD อาทิเช่น C.18 คณะกรรมการได้จัดกิจกรรมหรือเข้าไปมีส่วนร่วมสนับสนุนกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาชุมชน, C.4 คณะกรรมการได้จัดให้มีกองทุนสำรองเลี้ยงชีพสำหรับพนักงานหรือไม่, C.19 คณะกรรมการมีการกำหนดนโยบายการดำเนินธุรกิจภายใต้มาตรฐานสิ่งแวดล้อม, E.21 คณะกรรมการจัดตั้งหน่วยงานตรวจสอบภายในขึ้นเป็นหน่วยงานหนึ่งภายในบริษัท เป็นต้น

สำหรับผลงานวิจัยในส่วนของ มูลค่ากิจการตามราคาตลาดนั้นพบว่า ในกลุ่มที่มีระดับคะแนนสูง (ระดับคะแนน 5 ดาว) เมื่อคะแนนธรรมาภิบาลสูง จะส่งผลให้มูลค่ากิจการตามราคา

ตลาดสูงตามไปด้วยโดยมีความสัมพันธ์มากในกลุ่มคะแนน 5 ดาว ซึ่งตรงกับงานวิจัยของ Cheung, Thomas Connelly et al. (2007) ที่กล่าวไว้ว่า หากบริษัทที่มี คะแนนธรรมาภิบาลสูง จะมีมูลค่ากิจการที่สูงตามไปด้วย และจากหลักเกณฑ์ของกลุ่มนักลงทุนสถาบัน จะเน้นลงทุนในบริษัทที่มีระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่สูงเช่นกัน

ตารางที่ 4.4 ตารางแสดงผลการวิจัย มูลค่ากิจการทางบัญชี โดยใช้แบบจำลอง Treatment Effect

ROA คือ มูลค่ากิจการทางบัญชี, CG คือ ระดับคะแนนธรรมาภิบาล, fam คือ Family Firm, cd คือ คณะกรรมการที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้น, bi คือ คณะกรรมการอิสระ, V คือ สิทธิ์ในการออกเสียง, CV คือ สิทธิ์ในการออกเสียงทางอ้อม, da คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม, Asset คือ ขนาดของกิจการ

นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(*), 5%(**) และ 1%(***) ค่าใน ( ) คือ ค่า Standard Error

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ระดับคะแนนธรรมาภิบาล	
		CG45	CG5
ROA			
CG*	+	-0.0786 ***	-0.0548 ***
		(0.0059)	(0.0091)
ROA_{t-1}	+	0.6584 ***	0.6798 ***
		(0.0153)	(0.0151)
Asset	+	0.0023 **	0.0039 ***
		(0.0011)	(0.0011)
Constant		-0.0056	-0.0646 ***
		(0.0253)	(0.025)
Time Dummy		Yes	Yes
Industry Dummy		Yes	Yes
CG*			
fam	-	-0.0878	-0.5088 ***
		(0.0679)	(0.1013)
cd	-	-0.0836	0.5409 **
		(0.1621)	(0.2627)
bi	+	1.7791 ***	3.0641 ***
		(0.2423)	(0.3511)
v	-	-0.0632	0.1330
		(0.1119)	(0.1762)
cv	+	-0.5293 ***	-0.8106 ***
		(0.1175)	(0.1684)
da	+	0.2931 ***	0.4260 ***
		(0.0935)	(0.1164)
Constant		-0.6827 ***	-1.9668 ***
		(0.1795)	(0.2597)
Time Dummy		Yes	Yes
Industry Dummy		Yes	Yes
athrho		0.838175 ***	0.457873 ***
lnsigma		-2.48981 ***	-2.60731 ***
N		2452	2452
Number of Firms		351	351
ll		1510.991	2236.795

chi2		2235.947 ***	2302.183 ***

บทที่ 5
สรุปผลการศึกษา

5.1 สรุปผลการศึกษา (Conclusion)

การศึกษาวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีการดำเนินกิจการในลักษณะครอบครัว (Family firm) กับผลการดำเนินงานของบริษัท และคะแนนธรรมาภิบาลที่ได้รับ (CG) กรณีศึกษาในกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เพื่อหาข้อเท็จจริงที่ว่า หากบริษัทที่มีการบริหารแบบครอบครัวแล้ว จะยังมีผลต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาลหรือไม่ และจะส่งผลกับผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างไร โดยใช้ปัจจัยภายในบริษัทอันได้แก่ ความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นควบคุม (Connected Directors), จำนวนกรรมการอิสระ (Board Independent), สิทธิในการออกเสียง (Voting Right) และ การถือหุ้นในทางอ้อม (Divergence of Cash Flow / Voting Right) ซึ่งจากการศึกษางานวิจัยต่างๆที่ผ่านมา พบว่า การที่ผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทเป็นผู้ถือหุ้นในกลุ่มบุคคลหรือครอบครัวเดียวกันส่งผลให้เกิดการดำเนินงานในลักษณะที่เน้นการตักตวงผลประโยชน์ให้แก่กลุ่มผู้ถือหุ้นของตนเองเท่านั้น โดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของบริษัทส่วนรวมและผู้ถือหุ้นรายย่อยอื่นๆ ซึ่งจะส่งผลให้ได้รับคะแนนธรรมาภิบาลที่ไม่ดี แต่หากบริษัทนั้นมีคณะกรรมการอิสระซึ่งทำหน้าที่ตรวจสอบการดำเนินงานของฝ่ายบริหารที่มากพอ ประกอบกับมีสัดส่วนคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับผู้ถือหุ้นควบคุมที่น้อย จะทำให้บริษัทดังกล่าวมีการดำเนินงานที่เน้นผลตอบแทนแก่ส่วนรวม และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัท ซึ่งบริษัทนี้จะได้รับคะแนนธรรมาภิบาลที่ดี ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้แยกผลการอภิปรายออกเป็น 2 หัวข้อ ตามแบบจำลองในงานวิจัย ได้แก่ 1) แบบจำลองที่ใช้อธิบายปัจจัยที่มีผลต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาล และ 2) แบบจำลองที่ใช้อธิบายผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนี้

5.1.1 ปัจจัยที่มีผลต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาล

จากการทดสอบสมมติฐานและการวิเคราะห์ข้อมูลจากแบบจำลองที่ Treatment effect ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่บริษัทได้รับกับปัจจัยความเป็นครอบครัวของบริษัท โดยพบว่า หากบริษัทมีความเป็นครอบครัว จะส่งผลกระทบในด้านลบต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่ 4 ดาว และ 5 ดาว โดยสาเหตุที่เป็นเช่นนี้อาจเป็นผลมาจากเกณฑ์การได้รับคะแนน

จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI IOD) ซึ่งเกณฑ์ที่จะได้รับคะแนนธรรมาภิบาลในระดับที่สูงขึ้น มีเกณฑ์ในเรื่องของสัดส่วนการถือหุ้นในหมวดที่ 1 (สิทธิของผู้ถือหุ้น) ซึ่งสรุปได้ว่า การได้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่ดีนั้น ยิ่งเป็นบริษัทที่มีการถือหุ้นแบบครอบครัวจะยิ่งได้คะแนนยากขึ้น เนื่องจากผิดตามหลักเกณฑ์ของ IOD ในส่วนของปัจจัยด้านจำนวนกรรมการอิสระ พบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อทุกระดับคะแนนธรรมาภิบาล สอดคล้องกับเกณฑ์ในหมวดที่ 5 (ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ) ซึ่งระบุในเรื่องของสัดส่วนไว้ว่าคณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่เป็นอิสระมากกว่า 50% ทำให้เห็นว่า จำนวนคณะกรรมการอิสระมีผลต่อการได้รับคะแนนธรรมาภิบาลอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งคณะกรรมการอิสระเหล่านี้ จะทำหน้าที่ในการเป็นฝ่ายควบคุมและตรวจสอบการทำงานของคณะกรรมการบริษัท เพื่อให้เกิดความโปร่งใสและนำเสนอข้อมูลให้แก่ผู้ถือหุ้นและบุคคลภายนอก หากยิ่งมีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระที่เยอะแล้ว แสดงให้เห็นว่า บริษัทเหล่านั้นย่อมต้องผ่านการตรวจสอบในหลายขั้นตอนและมีผู้ช่วยผู้ถือหุ้นในการตรวจการทำงานให้เป็นความโปร่งใส และในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์รวม D/A พบว่า อัตราส่วนดังกล่าวให้ผลทางลบกับบริษัทคะแนนธรรมาภิบาลในระดับที่ต่ำกว่า 3 ดาว หมายความว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคะแนนธรรมาภิบาล (ไม่ได้รับการจัดอยู่ในคะแนน 3-5 ดาว) อาจไม่ได้ระบุแนวทางในการบริหารจัดการหนี้ที่ชัดเจน หรือ ไม่ได้นำเสนอข้อมูลในการก่อหนี้ไว้ในรายงานประจำปีหรือรายงานที่ต้องเสนอแก่ผู้ถือหุ้นหรือบุคคลภายนอก ซึ่งหากมีการปกปิดหรือไม่ได้เปิดเผยแผนการดำเนินงานเกี่ยวกับบริษัทในอนาคต ซึ่งในที่นี้หมายรวมถึงจุดประสงค์ในการก่อหนี้และระยะเวลาในการก่อหนี้ ย่อมไม่ผ่านเกณฑ์ของหลักธรรมาภิบาล ซึ่งสอดคล้องกับเกณฑ์ในหมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส

5.1.2 ปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

จากการทดสอบสมมติฐานและการวิเคราะห์ข้อมูลจากแบบจำลอง Treatment effect ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทกับระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่บริษัทได้รับ พบว่า หากพิจารณาในด้านมูลค่ากิจการทางบัญชี โดยดูจากผลตอบแทนสินทรัพย์รวม (ROA) พบกว่าการจะได้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลในระดับสูงนั้น (ระดับ 4-5 ดาว) บริษัทจำเป็นต้อง มีการปรับปรุงการดำเนินงานและการควบคุมภายในบริษัทที่ดี และเป็นไปตามเงื่อนไขและหลักเกณฑ์จึงจะสามารถได้รับการจัดเป็นบริษัทที่มีธรรมาภิบาลที่ดีได้ ซึ่งพบว่าส่งผลในด้านลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท (ROA) ทั้งนี้ สามารถอธิบายได้ว่า เมื่อบริษัทต้องดำเนินการตามหลักเกณฑ์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI IOD) ย่อมกลายเป็นภาระในด้านต้นทุนการบริหารจัดการที่เพิ่มขึ้นตามมาด้วย สอดคล้องกับเกณฑ์ตามหลักเกณฑ์ Corporate

Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ประจำปี 2561 ในหมวดต่างๆ อาทิเช่น การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย The Role of Stakeholders ในเรื่องของการกำหนดนโยบายและแนวปฏิบัติเกี่ยวกับผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น ความรับผิดชอบต่อสังคม, สุขอนามัยในสถานที่ทำงาน, พนักงานและบุคลากร, สิ่งแวดล้อม หรือ การทุจริตคอร์รัปชั่น ฯลฯ ซึ่งนโยบายต่างๆ เหล่านี้ อาจก่อให้เกิดต้นทุนที่บริษัทต้องแบกรับไว้ หากพยายามที่จะได้รับการจัดคะแนนธรรมาภิบาลที่ดีขึ้นในระดับ 4-5 นั้น

5.2 ข้อเสนอแนะ

จากผลการเก็บข้อมูลที่ผ่านมา พบว่ามีข้อจำกัดในการรวบรวมที่เป็นอุปสรรค ได้แก่ ตัวแปรความเป็นครอบครัว สำหรับในบางบริษัท อาจมีการปกปิดข้อมูล หรืออาจเป็นครอบครัวในลักษณะที่แตกต่างนามสกุลกัน แต่มีความสัมพันธ์กันแบบครอบครัว ดังนั้นจึงสามารถรวบรวมข้อมูลเพิ่มเติมในส่วนนี้ได้ ในส่วนตัวแปรสิทธิในการออกเสียงทางอ้อม CV (Divergence of Cash Flow / Voting Right) นั้นมีข้อจำกัด เนื่องจากบางบริษัทที่ผู้ถือหุ้นนำมาใช้เพื่อถืออ้อมนั้นเป็นบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อาทิเช่น บริษัท จำกัดต่างๆ ทำให้ไม่สามารถหาข้อมูลของผู้ถือหุ้นบริษัท ในบริษัทนั้นๆได้ ซึ่งอาจทำให้ค่า CV ที่ได้อาจคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริง หากสามารถหาข้อมูลที่ครบถ้วนได้ จะได้ค่า CV ที่ถูกต้องครบถ้วนมากที่สุด และ สุดท้ายคือ การหาตัวแปรควบคุมอื่นๆ ซึ่งเป็นตัวแปรที่มีในข้อจำกัดของ IOD ที่เป็นเกณฑ์ในการจัดคะแนนธรรมาภิบาล เนื่องจากในงานวิจัยอาจมีตัวแปรที่ไม่ครอบคลุมทั้งหมด หากสามารถใส่เพิ่มได้ อาทิเช่น อายุของกิจการ ยอดขาย อัตราการเติบโตของกิจการ เป็นต้น เพื่อให้ได้ผลการวิจัยที่ดียิ่งขึ้น และใกล้เคียงกับความเป็นจริงมากที่สุด

บรรณานุกรม

Anderson, R. C. and D. M. J. A. s. q. Reeb (2004). "Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms." 49(2): 209-237.

Bebchuk, L., et al. (2005). oWhat matters in corporate governance, p, Discussion Paper 491, John M. Olin Center for Law Economics and Business ….

Brown, L. D., et al. (2006). "Corporate governance and firm valuation." 25(4): 409-434.

Cheung, Y.-L., et al. (2013). "Connected board of directors: A blessing or a curse?" 37(8): 3227-3242.

Cheung, Y. L., et al. (2007). "Do investors really value corporate governance? Evidence from the Hong Kong market." 18(2): 86-122.

Chung, K. H. and S. W. J. F. m. Pruitt (1994). "A simple approximation of Tobin's q." 70-74.

Claessens, S., et al. (2002). "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings." 57(6): 2741-2771.

Claessens, S., et al. (2000). "The separation of ownership and control in East Asian corporations." 58(1-2): 81-112.

Davis, J. H., et al. (1997). "Toward a stewardship theory of management." 22(1): 20-47.

Durnev, A. and E. H. J. T. J. o. F. Kim (2005). "To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation." 60(3): 1461-1493.

Fama, E. F., et al. (1983). "Separation of ownership and control." 26(2): 301-325.

Fan, J. P., et al. (2002). "Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia." 33(3): 401-425.

Gompers, P., et al. (2003). "Corporate governance and equity prices." 118(1): 107-156.

Hermalin, B. E. and M. S. J. T. R. J. o. E. Weisbach (1988). "The determinants of board composition." 589-606.

Jensen, M. C. J. T. A. e. r. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers." 76(2): 323-329.

บรรณานุกรม (ต่อ)

Gompers, P., et al. (2003). "Corporate governance and equity prices." 118(1): 107-156.

Hermalin, B. E. and M. S. J. T. R. J. o. E. Weisbach (1988). "The determinants of board composition." 589-606.

Jensen, M. C. J. T. A. e. r. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers." 76(2): 323-329.

Kaplan, S. N. and B. A. J. J. o. F. E. Minton (1994). "Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers." 36(2): 225-258.

Kim, H. J. and S. S. Yoon "How does Cross-holding affect corporate governance and financial reporting?".

La Porta, R., et al. (2002). "Investor protection and corporate valuation." 57(3): 1147-1170.

Linderberg, E. B. and S. A. J. J. o. B. Ross (1981). "Tobin* sq Ratio and Industrial Organization." 54(1): 1-32.

Love, I. and L. F. Klapper (2002). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets, The World Bank.

Morck, R., et al. (2005). "Corporate governance, economic entrenchment, and growth." 43(3): 655-720.

Morck, R. K., et al. (1998). Inherited wealth, corporate control and economic growth: The Canadian disease, National Bureau of Economic Research.

Rosenstein, S. and J. G. J. J. o. f. e. Wyatt (1990). "Outside directors, board independence, and shareholder wealth." 26(2): 175-191.

ภาคผนวก

ภาคผนวก

Variables	Authors	Theory	Result
Board Independent	Weisbach (1988)	Agency Theory	หากมีคณะกรรมการอิสระมากช่วยลด Agency cost และเพิ่ม CG
	Rosenstein and Wyatt (1990)		คณะกรรมการอิสระ ส่งผลต่อนักลงทุน ทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น
	Kaplan and Minton (1994)		คณะกรรมการอิสระมาก ช่วยเพิ่ม มูลค่าของบริษัท
Voting Right	Morck, Stangeland and Yeung (1998)	Positive Incentive Effect	หารผู้ถือหุ้นสามารถควบคุมกิจการผ่าน Voting Right ซึ่งทำให้ CG ต่ำลง
CV	Claessens, Djankov and Lang (2002)		อัตราส่วนระหว่างสิทธิในการถือครองเงินสด และสิทธิในการออกเสียง หากผู้ถือหุ้นมีสิทธิในการออกเสียงทางอ้อมมากจะส่งผลให้ CG ลดลง
Family Business	Fan and Wong (2002)	Agency Theory	การเป็นบริษัทครอบครัวจัส่งผลให้เกิดการปกปิดข้อมูล การบริหารงานที่ไม่โปร่งใสทำเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง ยิ่งบริษัทมีความเป็นครอบครัวสูง ยิ่งทำให้ CG ต่ำลง
	Morck, Wolfenzon, and Yeung (2005)		
	Kim and Yoon (2011)		
	David, Schoorman and Donaldson (1997)	Stewardship Theory	ผู้บริหารที่เป็นเจ้าของด้วยนั้นจะสามารถสร้างมูลค่าของบริษัทให้สูงขึ้น
D/E Ratio	Jensen (1986)	Monitoring Theory	หากมี D/E Ratioจะมี Financial Riskสูง ผู้ถือหุ้นและนักลงทุน จะจับตามองการบริหารอย่างใกล้ชิดทำให้ CG สูง
Connected Director	Cheung, Chung, Tan and Wang (2013)	Monitoring Theory	หากผู้ถือหุ้นและผู้บริหารมีความสัมพันธ์กันมากจะก่อให้เกิด Monitoring Problem และ Agency Problem ส่งผลให้ CG ของบริษัทลดต่ำลง

Business size	Anderson and Reeb (2004)	Asset Size	หากบริษัทมีขนาดกิจการใหญ่ ยิ่งส่งผลให้ได้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลสูง
Variables	Authors	Theory	Result
มูลค่าของกิจการ	La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2002)	สิทธิ์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย	ความคุ้มครองสิทธิ์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เพิ่มขึ้นเป็นการสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุนรายย่อย ส่งผลให้มูลค่สของบริษัทเพิ่มมากขึ้น
	Gompers, Ishii and Metrick (2003)	Governance index and Tobin's Q	สร้าง G-Index เป็นแนวทางในการป้องกันการควบรวมอำนาจจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เพื่อสิทธิ์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย มีเกณฑ์ 24 ข้อ โดยหากกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีสิทธิ์สูง G-Index ต่ำ มูลค่าของกิจการ Tobin's Q จะมีค่าสูง
	Bebchuk, Cohen and Ferrell (2005)	Entrenchment index and Tobin's Q	นำเกณฑ์ 6 ข้อ ใน G-Index มาใช้ ในการสร้าง ซึ่งเกี่ยวกับผู้ถือหุ้นรายย่อยและการควบรวมของรายใหญ่ โดย หาก E-Index ต่ำ มูลค่าของกิจการ Tobin's Q จะมีค่าสูง และ พบว่า เกณฑ์ ข้ออื่นๆ นอกจาก 6 ข้อนี้ ไม่มีผลต่อ มูลค่าของกิจการ
	Cremers and Nair (2005)	Governance Mechanisms	มีการเพิ่ม ปัจจัยภายในซึ่งส่งผลต่อธรรมาภิบาล (Internal Governance Mechanisms) เช่นคณะกรรมการ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีผลต่อมูลค่าของกิจการ ด้วย
	Brown and Caylor (2006)	Gov-Score	นำปัจจัยภายนอกและภายในมาสร้างเป็น Gov-Score เพื่อใช้เป็นดัชนีตัววัดระดับของธรรมาภิบาล พบว่า Gov-Score สูง จะมี ธรรมาภิบาลสูง และ ROE สูง
	Klapper and Love (2004)	CLSA	ใช้ดัชนี CLSA ในการจัดอันดับระดับธรรมมาภิบาล หากมีอันดับสูง มูลค่าของบริษัท และ ROA ของบริษทจะสูง
	Durnev and Kim (2005)	Law	ความแข็ง - อ่อน ของกฎหมายในประเทศ แสดงถึงระดับความสัมพันธ์ระหว่าง ธรรมาภิบาล และ มูลค่าของกิจการ โดยหากกฎหมายหละหลวม (อ่อน) นักลงทุนขาดความมั่นใจ จะลงทุนในบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลมาก (บรรษัทภิบาลยิงสูง มูลค่าบริษัทจะสูงตามมาก)
	Cheung, Connelly, Limpaphayom and Zhou (2007)	Corporate Governance Index	สร้าง Corporate Governance Index (CG) โดยพบว่า Corporate Governance Index นี้มีความสัมพันธ์ เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ หาก CG สูง มูลค่าของกิจการจะสูงตามด้วย