

ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อมูลค่าของกิจการ
ทางบัญชีและคะแนนธรรมาภิบาลในระดับดี กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2562

ลิขสิทธิของมหาวิทยาลัยมหิดล

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ เรื่องความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อมูลค่าของกิจการทางบัญชีและคะแนนธรรมาภิบาลในระดับดี กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความกรุณาและการสนับสนุนที่ดี จากผู้ช่วยศาสตราจารย์ นริศรัตน์ เตชพิรุณทอง อาจารย์ที่ปรึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ที่ได้ให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะทั้งทางด้านการวิจัยและให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไข เนื้อหาตลอดจนช่วยกำกับดูแลและกระบวนการจัดทำการศึกษาฉบับนี้ให้สำเร็จตามกำหนดเวลา ทั้งนี้ ยังมี รองศาสตราจารย์ ดร.ชาติ จันทโรลิกา ที่ได้ให้คำแนะนำในส่วนของหัวข้องานวิจัย เนื้อหาและการทดสอบแบบจำลองต่างๆ ซึ่งคณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

นอกจากนี้คณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์ เจ้าหน้าที่ของวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ ประสาทวิชาความรู้และให้คำปรึกษาตลอดระยะเวลาการศึกษาของคณะผู้วิจัย

คณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณบิดามารดา พี่น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อนๆ ที่ช่วยเหลือสนับสนุน และให้กำลังใจคณะผู้วิจัยมาโดยตลอด สุดท้ายนี้คณะผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจไม่มากก็น้อย และเป็นแนวทางต่อผู้ที่ต้องการศึกษาเรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์ ฉบับนี้มี ข้อผิดพลาดประการใด คณะผู้วิจัยขอรับไว้และขออภัยมา ณ ที่นี้

ภาณุพงศ์ สุขมณี

ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อมูลค่าของกิจการทางบัญชีและ
คะแนนธรรมาภิบาลในระดับดี กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
RELATIONSHIP BETWEEN FAMILY BUSINESS, BOOK VALUE OF FIRM AND
CORPORATE GOVERNANCE WITH GOOD RECOGNITION LEVEL IN THE STOCK
EXCHANGE OF THAILAND

ภาณุพงศ์ สุขมณี 6050156

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D., ผู้ช่วย
ศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคติกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบ
ครอบครัวต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาล (Corporate Governance) และมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท
โดยใช้ข้อมูลบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ระหว่างปี 2553
ถึง 2560 โดยผู้วิจัยได้ใช้ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวแปรสำหรับมูลค่ากิจการทางบัญชี
ของบริษัทและระดับคะแนนธรรมาภิบาลจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ใน
การศึกษาการความเป็นธุรกิจครอบครัวนั้น จะดูในส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมบริษัทและ
ผู้บริหารที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นที่เป็นครอบครัว

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อ
ระดับคะแนนธรรมาภิบาล และมูลค่าของกิจการทางบัญชี โดยวัดในรูปของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
(ROA) จะพบว่า บริษัทที่มีคะแนนธรรมาภิบาลในระดับ 4-5 ดาว จะส่งผลเชิงลบ แสดงให้เห็นว่าธุรกิจ
ที่มีโครงสร้างในแบบครอบครัวมีผลต่อการได้รับคะแนนธรรมาภิบาล ในเรื่องการเป็นผู้ถือหุ้นควบคุม

คำสำคัญ : การกำกับดูแลกิจการที่ดี/ ธุรกิจครอบครัว/ มูลค่าของกิจการ/ คะแนนธรรมาภิบาล/
ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

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 การศึกษาสมมติฐานที่ใช้ในงานวิจัย | 14 |
| บทที่ 3 | ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ | 16 |
| | 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา | 16 |
| | 3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาตัวแปร | 17 |
| | 3.3 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา | 27 |
| | 3.4 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา | 29 |
| บทที่ 4 | ผลการวิเคราะห์ข้อมูล | 30 |
| | 4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นทางสถิติ | 30 |
| | 4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ | 31 |
| | 4.3 การวิเคราะห์ผลจากการดำเนินงานวิจัย | 34 |
| บทที่ 5 | สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ | 39 |
| | 5.1 สรุปผลการศึกษา | 39 |
| | 5.2 ข้อเสนอแนะ | 41 |
| บรรณานุกรม | | 42 |
| ภาคผนวก | | 44 |
| ประวัติผู้วิจัย | | 60 |

สารบัญตาราง

| ตาราง | | หน้า |
|-------|---|------|
| 2.1 | ตารางแสดงระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ | 8 |
| 3.1 | จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ศึกษา โดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม | 17 |
| 3.2 | สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ | 26 |
| 3.3 | กลุ่มตัวอย่าง บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย | 27 |
| 3.4 | จำนวนบริษัทที่มีการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (Family firms) และไม่ใช่ครอบครัว | 28 |
| 4.1 | สรุปสถิติตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในงานวิจัย มูลค่ากิจการทางบัญชี | 31 |
| 4.2 | ตารางแสดงค่าสหสัมพันธ์ คะแนนธรรมาภิบาล | 33 |
| 4.3 | ตารางแสดงค่าสหสัมพันธ์ มูลค่ากิจการ | 33 |
| 4.4 | ตารางแสดงผลการวิจัย มูลค่ากิจการทางบัญชี โดยใช้แบบจำลอง Treatment Effect | 38 |

สารบัญรูปรภาพ

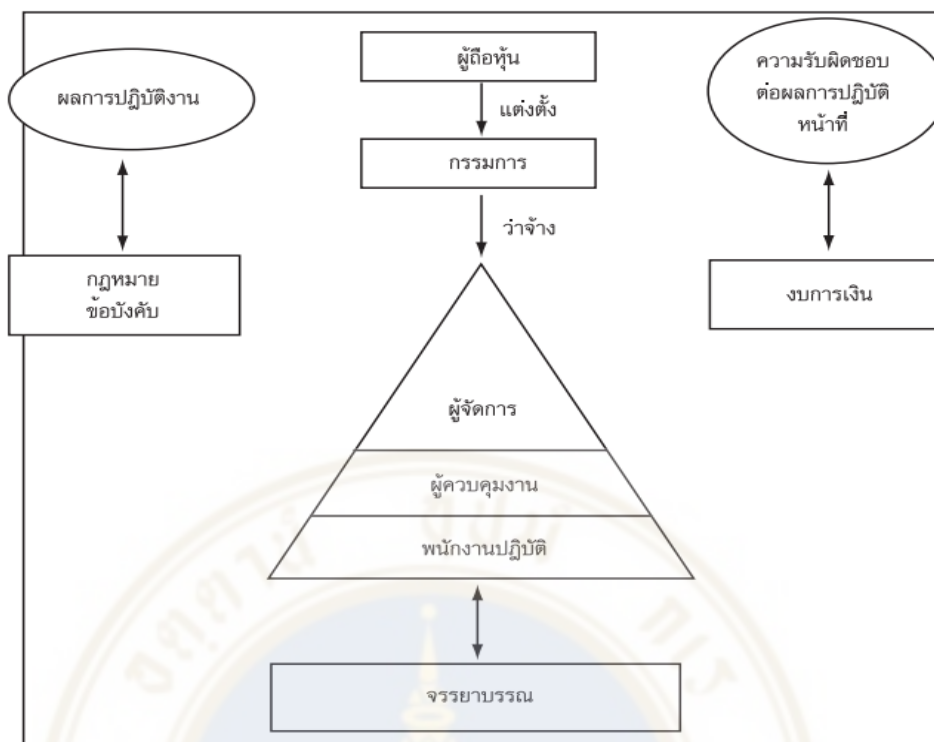
| รูปรภาพ | หน้า |
|---|------|
| 1.1 แนวคิดตัวแทนของกิจการ | 1 |
| 2.1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร | 15 |
| 3.1 สิทธิในการถือครองกระแสเงินสดและสิทธิในการออกเสียง | 23 |



บทที่ 1

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปิดดำเนินการมากกว่า 43 ปี โดยปัจจุบัน (พ.ศ. 2561) มีบริษัทที่จดทะเบียนมากกว่า 700 บริษัท ทั้งใน SET และ MAI ซึ่งถือเป็นตลาดทุนสำหรับระดมทุนที่สำคัญของประเทศ ทั้งนี้ บริษัทต่างๆ ที่เข้าจดทะเบียนส่วนใหญ่แล้ว ล้วนเป็นธุรกิจครอบครัวที่เกิดจากการขยายตัวของกิจการจนกระทั่งแปรรูปเป็นบริษัทมหาชนขึ้นมา 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 คู่แข่งกับที่ลงทุนไปให้มากที่สุด ส่วน “ผู้บริหาร” เปรียบเสมือนลูกจ้าง ผู้ซึ่งมีหน้าที่ต้องทำให้ผู้ว่าจ้าง มีความพึงพอใจสูงสุด โดยวิธีการที่มีประสิทธิภาพ ภายใต้ค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่จำกัดและออกแบบการบริหารบริษัทให้เหมาะสมที่สุด แต่ในบางครั้ง การกระทำหรือการตัดสินใจของผู้บริหารอาจไม่ได้เป็นไปเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น จึงทำให้ต้องมีกระบวนการในการตรวจสอบควบคุมฝ่ายบริหารขึ้น แต่ด้วยจำนวนผู้ถือหุ้นของบริษัทมหาชน มีจำนวนมากทำให้ไม่สามารถเข้ามาตรวจสอบควบคุมดูแลการดำเนินงานของผู้บริหารได้พร้อมกันทั้งหมด จึงเกิดกระบวนการคัดเลือกตัวแทนในการรักษาผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นและมอบหมายหน้าที่ให้เป็นผู้คอยตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหารผ่านคณะกรรมการอิสระ (Board of Directors) เพื่อให้เข้ามาเป็นตัวแทนในการคุ้มครองผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นและมีหน้าที่ในการคอยกำกับดูแลการดำเนินงาน ตรวจสอบความโปร่งใสในการทำงาน หรือพิจารณาค่าตอบแทนของผู้บริหาร เป็นต้น



ภาพที่ 1.1 แนวคิดตัวแทนของกิจการ

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

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

ดำเนินงานของกิจการที่ดีกว่า แต่อย่างไรก็ตามในงานวิจัยหลายชิ้นก็ได้แย้งว่า ความเป็นครอบครัว ส่งผลต่อผลการเพิ่มมูลค่า (value) ของกิจการ และธุรกิจครอบครัวมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าเมื่อเทียบกับธุรกิจที่ไม่ใช่แบบครอบครัวจึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจที่ว่า หากบริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นสมาชิกในครอบครัว และมีสิทธิในการออกเสียง (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 แต่กลายเป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายย่อยและผู้ถือหุ้นควบคุม แทน เนื่องจากผู้ถือหุ้นควบคุม (Controlling Shareholder) จะมีอำนาจในการบริหารกิจการ ทำให้สามารถใช้ทรัพยากรของบริษัทเพื่อเอื้อประโยชน์ให้แก่ตนเอง การกระทำดังกล่าวสอดคล้องกับ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย 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 จะได้รับคะแนนธรรมาภิบาลในระดับที่แตกต่างหรือไม่ โดยมีการศึกษาในหลายๆด้านที่จะส่งผลกระทบต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาล ซึ่งระดับคะแนนธรรมาภิบาลนี้ จากการศึกษาวิจัยที่ผ่านมาพบว่า จะเป็นตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ

จากการศึกษาผู้ทำการศึกษาคาดหวังว่าจะเป็นประโยชน์กับนักลงทุนและผู้ถือหุ้นที่ได้ นำเงินมาลงทุนกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อที่จะสามารถประเมินมูลค่าของกิจการในรูปแบบที่เป็นโครงสร้างธุรกิจครอบครัว รวมไปถึงระดับธรรมาภิบาลที่แต่ละบริษัทได้รับ อีกทั้งยังสามารถนำข้อมูลเหล่านี้ไปประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทและเพื่อปกป้องสิทธิประโยชน์ของตนเองจากการเอาเปรียบที่อาจเกิดขึ้นจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้

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

ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาลในระดับ 4-5 ดาว ส่วนด้านมูลค่าของกิจการทางบัญชี โดยวัดผลในรูปของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) จะพบว่า บริษัทที่มีคะแนนธรรมาภิบาลในระดับ 4-5 ดาว จะส่งผลเชิงลบ ดังนั้นความเป็นครอบครัวถือเป็นเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องในการที่จะได้รับคะแนนธรรมาภิบาล ในเรื่องการเป็นผู้ถือหุ้นควบคุมซึ่งอาจมีอำนาจครอบงำกิจการ อย่างไรก็ตามการที่บริษัทสามารถดำเนินกิจการได้ตามเกณฑ์ที่จะได้รับคะแนนธรรมาภิบาล ย่อมสร้างผลการดำเนินงานที่ดีให้แก่บริษัทได้ หากแต่อย่างไรบริษัทต้องการระดับคะแนนที่สูงขึ้นบริษัทจำเป็นต้องใช้ต้นทุนที่สูงขึ้นด้วยเช่นกันอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัทได้

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

บทที่ 2

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

ในงานวิจัยฉบับนี้ ได้รวมทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง เพื่อใช้ประกอบในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาลและผลการดำเนินงาน รวมถึงมูลค่าของกิจการ ได้ดังนี้

2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน

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

- ปัญหา Moral-Hazard คือ ปัญหาที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการ ไม่สามารถไว้วางใจได้ว่าตัวแทนหรือผู้บริหารที่ได้ว่าจ้างมาแล้วนั้น ได้ใช้ความสามารถและความพยายามสูงสุดในการทำงาน เพื่อประโยชน์สูงสุดขององค์กรและผู้เป็นเจ้าของแล้วหรือไม่

- ปัญหาการขัดแย้งผลประโยชน์ (Conflict of Interest) คือ ปัญหาที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการ ให้ความสนใจกับความมั่งคั่งที่เกิดจากมูลค่าของบริษัทที่เพิ่มขึ้น แต่ผู้บริหารที่ทำหน้าที่เป็นตัวแทนในการบริหารงานแทนผู้ถือหุ้นและไม่ได้มีส่วนได้เสียกับบริษัทจึงให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของตนเอง เช่น ค่าตอบแทน ชื่อเสียงในหน้าที่การงานของตน เป็นต้น

- 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 โดยเชื่อว่าความต้องการขององค์กรและบุคคลจะประสบความสำเร็จสูงสุดได้ก็ต่อเมื่อเคารพและรักษาความสัมพันธ์ซึ่งเป็นเจ้าของหรือหุ้นส่วนบริษัท

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 เป็นระบบที่เป็น โครงสร้างและกระบวนการ ของความสัมพันธ์ระหว่าง คณะกรรมการฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน เพื่อความเจริญเติบโต และเป็นการเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวอีกด้วย

ในปัจจุบันการกำกับดูแลกิจการได้ถูกจัดอันดับคะแนน โดย คณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติโดยคำนึงถึงหลักเกณฑ์การพิจารณาคะแนน 5 ข้อ (2560) ดังต่อไปนี้

ข้อที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น (Rights of Shareholders) ซึ่งประกอบไปด้วยหลักเกณฑ์ทั้งหมด 32 ข้อคิดเป็นน้ำหนัก 15 %

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






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

ข้อที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and Transparency) ซึ่งประกอบไปด้วยหลักเกณฑ์ทั้งหมด 53 ข้อคิดเป็นน้ำหนัก 20 %

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

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

ตารางที่ 2.1 ตารางแสดงระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

| ช่วงคะแนน | สัญลักษณ์ | ความหมาย |
|------------|---|----------|
| ต่ำกว่า 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 ต่ำกว่า 50 คะแนนความหมายคือไม่ผ่านเกณฑ์ในการให้คะแนนของ IOD ดังแสดงในตาราง

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง

ที่ผ่านมา มีงานศึกษาเชิงประจักษ์ทั้งในประเทศและต่างประเทศหลายงานที่น่าทึ่ง ซึ่งเกี่ยวข้องกับข้างต้นมาศึกษา โดยการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาลและผลการดำเนินงาน รวมถึงมูลค่าของกิจการได้ดังนี้

2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการตามหลักธรรมาภิบาล

โดย McRitche (1999) ได้กล่าวถึงการกำกับดูแลกิจการไว้ว่า บรรษัทภิบาลนั้น เป็นความสัมพันธ์ระหว่าง ทิศทางของบริษัทและประสิทธิภาพการทำงานของบริษัท โดยมี

คณะกรรมการเป็นหลักในการกำกับดูแลกิจการอีกนัยหนึ่งคือ ทิศทางของบริษัทและประสิทธิภาพของบริษัทจะดีหรือไม่ขึ้นอยู่กับกำกับการกำกับดูแลของคณะกรรมการ

Kirkpatrick and Jesover (2005) ได้กล่าวไว้ว่าการกำกับดูแลกิจการนั้นมีลักษณะเหมือนพนักงานในบริษัทและเจ้าหน้าที่เช่นเดียวกับ ผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ซึ่งจะสามารถก่อให้เกิดการเติบโตและความมั่นคงทางการเงินให้แก่บริษัทได้

Thomson (2009) ได้กล่าวถึงการกำกับดูแลกิจการไว้ว่า เป็นหลักการในการปฏิบัติเพื่อให้เป็นแนวทางเพื่อให้อุปสรรคที่แก้เป้าหมาย และวัตถุประสงค์ของบริษัท และเพื่อให้สามารถเพิ่มมูลค่าของบริษัทได้สามารถสร้างมูลค่าและเป็นประโยชน์แก่ผู้ที่มีส่วนได้เสียทั้งหมดอีกด้วย

2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับสัดส่วนระหว่างคณะกรรมการอิสระและคณะกรรมการทั้งหมด

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

Rosenstein and Wyatt (1990) ได้กล่าวไว้ว่า การแต่งตั้งคณะกรรมการจากภายนอกนั้น จะส่งผลต่อราคาหุ้นของบริษัทในเชิงบวก โดยมีการแสดงหลักฐาน ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดหุ้นนั้นมีความคิดและมุมมองต่อคณะกรรมการจากภายนอก ดีว่าคณะกรรมการจากภายใน ในแง่ของการปกป้องผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เนื่องจากเป็นคณะกรรมการที่ถูกคัดเลือกมาโดยเฉพาะ 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 ส่งผลให้ผู้บริหารอาจทำการดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวเป็นหลัก โดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ อีกทั้งยังมีแนวโน้มที่จะมีการปกปิดการทำผิดโดยการทำการประกาศที่เป็นเท็จอีกด้วย อีกทั้ง Claessens, Djankov et al. (2000) ได้พบว่า ถึงแม้บริษัท ในทวีปเอเชียส่วนใหญ่จะมีรูปแบบการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) ก็จริง แต่ก็มีการถือหุ้นแบบทางอ้อม และการถือหุ้นแบบปิรามิต (Cross Holding and Pyramid Holding) อีกด้วย ซึ่งเจ้าของกิจการนั้นอาจไม่จำเป็นต้องเป็นคณะกรรมการในการบริหารเพื่อควบคุมกิจการแต่ก็สามารถใช้อำนาจในการควบคุมกิจการผ่าน การออกเสียง (Voting Right) ได้เช่นกัน ซึ่งเป็นการสร้างผลประโยชน์ให้ตนเองผ่านการเป็นผู้ถือหุ้น โดยไม่จำเป็นต้องเข้ามาบริหารกิจการและต่อมา Claessens, Djankov et al. (2002) ได้แสดงหลักฐานโดยการเปรียบเทียบระหว่าง สิทธิในการถือครองกระแสเงินสดของบริษัท คือ สิทธิที่จะได้รับเงินปันผลในอัตราร้อยละเท่าไรเมื่อบริษัทมีการจ่ายเงินปันผล และสิทธิในการออกเสียง คือ สิทธิในการออกเสียงในที่ประชุมเป็นสัดส่วนร้อยละเท่าไร โดยปกติแล้ว สิทธิในการถือครองกระแสเงินสดของบริษัท และ สิทธิในการออกเสียง ควรจะต้องเท่ากัน หมายถึง ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในการออกเสียงเท่ากับจำนวนหุ้นที่ตนเองถือครองอยู่ จึงจะเกิดความเสมอภาคเท่ากันกับผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ โดยตามทฤษฎี Positive Incentive Effect หากทุกฝ่ายนั้นได้รับผลประโยชน์ที่ใกล้เคียงกัน จะสามารถลดปัญหาตัวแทนในบริษัทที่มีรูปแบบการถือหุ้นแบบนี้ได้ ซึ่งจะส่งผลให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัทสูงขึ้นอีกด้วย แต่หาก ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท มีการถือหุ้นทางอ้อมเพิ่มเติม จะส่งผลให้ ผู้ถือหุ้นรายนั้น มีสิทธิในการออกเสียงทางอ้อมด้วย หรือก็คือ ผู้ถือหุ้นจะมีสิทธิในการออกเสียงสูงกว่า สิทธิในการถือครองเงินสดของบริษัท 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) ได้กล่าวไว้ถึงประเภทของผู้ถือหุ้น โดยบริษัทที่มีการบริหารงานและมีการกุมอำนาจโดยกลุ่มของครอบครัว หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัทเป็นครอบครัวเดียวกันจนกลายเป็น บริษัทครอบครัว (Family Business) จะมีแนวโน้มที่บริษัทนั้นๆจะมีธรรมาภิบาลที่ต่ำกว่า บริษัทที่อื่นๆที่ไม่ใช่บริษัทรูปแบบครอบครัว เนื่องจากความสามารถในการแสวงหาการบริหารของครอบครัว การใช้การตัดสินใจจากครอบครัว การนำคนในครอบครัวเข้ามาเป็นคณะกรรมการหรือผู้บริหาร ซึ่งส่งผลให้มีคณะกรรมการภายนอกลดน้อยลง ทำให้ยากต่อการตรวจสอบในเรื่องของความโปร่งใส และการปกปิดบิดเบือนข้อมูลของบริษัท และเป็นการเอื้อต่อการสร้างผลประโยชน์ให้แก่ครอบครัวของตนเองเพียงอย่างเดียวได้ ดังนั้นประเภทของผู้ถือหุ้นจึงถือว่าเป็นส่วนสำคัญที่สะท้อนถึงคุณภาพของการบริหารจัดการของบริษัท

2.2.5 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับสัดส่วนในการถือหุ้นของบริษัท

Jensen (1986) ได้กล่าวไว้ว่า คุณลักษณะทางการเงิน (Financial Characteristic) อันได้แก่ ความสามารถในการถือหุ้นของบริษัท หรือสัดส่วนในการถือหุ้นของบริษัท (D/A Ratio) นั้น มีผลต่อการบริหารงานของบริษัทและธรรมาภิบาลของบริษัทเช่นเดียวกัน โดยความสามารถในการถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นนั้นจะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) ที่เพิ่มขึ้นด้วย ทำให้ผู้ถือหุ้นในบริษัท ต้องทำการดูแลและควบคุมกิจการอย่างใกล้ชิด เนื่องจากมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูง ซึ่งจะส่งผลให้การทุจริตหรือการบริหารงานที่ผิดไปจากหลักของธรรมาภิบาล และการปกปิดข้อมูลทำได้ยาก ทำให้การบริหารงานภายในบริษัทมีคุณภาพมากยิ่งขึ้น ดังนั้นจึงเห็นได้ว่า ความสามารถในการถือหุ้นเป็นอีกส่วนหนึ่งที่สามารถอธิบายความสามารถในการบริหารบริษัทได้เช่นกัน

2.2.6 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับความเชื่อมโยงกันระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร

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

2.2.7 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับความเชื่อมโยงกันระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร

จากงานวิจัยของ Anderson and Reeb (2004) พบว่าขนาดของบริษัทนั้นเป็นสิ่งสำคัญในการได้ระดับธรรมาภิบาลที่ดีเนื่องจากมีกำลังและต้นทุนที่จะสามารถจัดตั้งแผนกในการบริการจัดการในด้านของธรรมาภิบาลได้อย่างเต็มที่มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กซึ่งมีต้นทุนไม่มากพอเท่ากับบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ดังนั้นหากบริษัทมีขนาดใหญ่จะส่งผลให้มีระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่ดีด้วยเช่นกัน

2.2.8 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับความเชื่อมโยงกันระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของบรรษัทภิบาล และมูลค่าของบริษัทนั้น เริ่มจากงานวิจัยของ La Porta, Lopezde Silanes et al. (2002) ได้แสดงให้เห็นว่า มูลค่าของกิจการที่เพิ่มขึ้นมีความสัมพันธ์กับความคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เพิ่มขึ้นด้วยการซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย อาทิเช่น หุ้นสามัญ หรือหุ้นกู้ โดยมีความคุ้มครองสิทธิให้แก่ผู้ถือหุ้น เป็นการสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุนรายย่อยว่าสินทรัพย์ที่บริษัท ได้มานั้นไม่ได้นำไปเพื่อสร้างผลประโยชน์แก่พรรคพวกของตนเพียงอย่างเดียว

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

และ กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีสิทธิ์ค่า 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 และการรวบรวมอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ กลับพบว่าค่า E-Index ที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ มูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) นั้นลดลง แต่หลักเกณฑ์ข้ออื่นนอกจากใน 6 ข้อที่กล่าวนี้กลับไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการแต่อย่างใดจึงส่งผลให้ G-Index ไม่ได้ได้รับความนิยมในการวัดระดับของบรรษัทภิบาล

Cremers and Nair (2005) ได้แสดงหลักฐานถึงปัจจัยที่เกี่ยวกับบรรษัทภิบาล ที่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ โดยปัจจัยหลัก 2 ส่วนคือ ปัจจัยภายนอกซึ่งส่งผลต่อธรรมาภิบาล (External Governance Mechanisms) และปัจจัยภายใน ซึ่งส่งผลต่อธรรมาภิบาล (Internal Governance Mechanisms) โดยปัจจัยที่ 2 ที่เพิ่มเข้ามานั้น ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างเห็น ได้ชัด Brown, Caylor et al. (2006) ได้นำปัจจัยดังกล่าว มาสร้างเป็น Gov-Score คือดัชนีตัววัดระดับของธรรมาภิบาล โดยการใช้ปัจจัยภายในและภายนอกมาเป็นเกณฑ์ในการวัด ซึ่งสะท้อนถึงการบริหารบริษัทได้ดีกว่า G-Index เนื่องจากคำนึงถึง ปัจจัยภายนอกที่ส่งผลต่อการควบคุมกิจการ และปัจจัยภายใน คณะกรรมการ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มาเป็นส่วนช่วยในการตัดสินใจ 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 ในการจัดอันดับระดับธรรมาภิบาล ซึ่งพบว่าหากบริษัทมีระดับธรรมาภิบาลที่สูงจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนและมูลค่าสูงตามไปด้วย โดยระดับความสัมพันธ์นั้นขึ้นอยู่กับความอ่อนแอและเข้มของกฎหมายในประเทศนั้นๆ 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 การศึกษาสมมติฐานที่ใช้ในงานวิจัย

จากงานวิจัยของ Cheung, Chung et al. (2013) ได้แสดงหลักฐานการวิจัยถึงโครงสร้าง การถือหุ้นแบบ กระจุกตัว (Concentrated Ownership) การกุมอำนาจในการบริหารแบบครอบครัว (Family Business) การถือสิทธิ์ในการถือครองเงินสด (CV) และการถือสิทธิ์ในการออกเสียง (Voting Right) และ ความสามารถในการก่อกั้น มหาความสัมพันธ์ เพื่ออธิบายถึงระดับของธรรมชาติของ บริษัท อีกทั้งยังมีการวิจัยเพิ่มเติมในส่วนของ ความคล้ายคลึงกันของคณะกรรมการบริหารบริษัท โดยกล่าวไว้ว่า ผู้บริหารที่มีลักษณะเหมือนกัน 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

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องนั้นทำให้พบว่าประเภทและลักษณะของผู้ถือหุ้นแบบต่าง ๆ นั้นมีผลต่อการบริหารกิจการของบริษัท ซึ่งมีความสัมพันธ์โดยตรงต่อหลักธรรมาภิบาลของบริษัท และ ระดับธรรมาภิบาลของบริษัทนั้น ก็ส่งผลโดยตรงต่อมูลค่าของกิจการ ดังนั้นจึงอาจสรุปได้ว่า ประเภทและลักษณะของผู้ถือหุ้นแบบต่างๆที่ส่งผลต่อการบริหารกิจการนั้น ย่อมส่งผลต่อมูลค่าของกิจการด้วยเช่นเดียวกัน ดังแสดงในภาพที่ 2.1 และสามารถสรุปตัวแปรและทฤษฎีที่ใช้ได้ดังตารางที่ 2.2

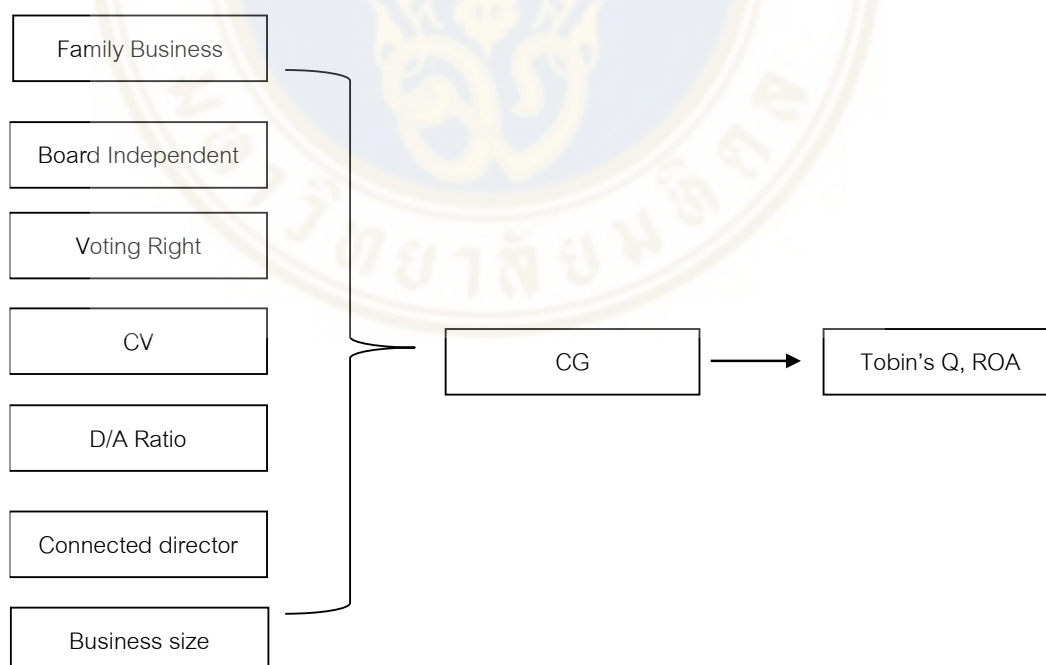
จากงานวิจัยของ Fama, Jensen et al. (1983) ได้กล่าวไว้ว่าคณะกรรมการในการบริหารบริษัทนั้นเป็นส่วนสำคัญในการควบคุมดูแลกิจการ โดยมีหน้าที่เพื่อดูแลควบคุมความประพฤติ รวมถึงตรวจสอบการทำงานของคนในบริษัท อีกทั้งยังเป็นตัวกลางในการลดความขัดแย้งระหว่างกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่และกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย เพื่อก่อให้เกิดธรรมาภิบาลของบริษัท และเป็นการสร้างความมั่นคงให้แก่ผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมอีกด้วย แต่สำหรับในประเทศไทยนั้น การถือหุ้นส่วน

ใหญ่เป็นแบบกระจุกตัว หรือเป็นแบบครอบครัว ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นที่เป็นแบบครอบครัว มีสิทธิในการออกเสียงคัดเล็อก คณะกรรมการของตนเองได้ รวมทั้งอาจเป็นคณะกรรมการบริหารที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้น ส่งผลให้คณะกรรมการเหล่านั้น ดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือครอบครัวของตนเองเพียงอย่างเดียว อาจขัดต่อหลักธรรมาภิบาล และส่งผลต่อระดับธรรมาภิบาลของบริษัทได้

จะเห็นได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง ระดับธรรมาภิบาลและความเป็นครอบครัวของบริษัทนั้นเป็นทิศทางตรงกันข้ามกัน โดยหาก บริษัทที่มีความเป็นครอบครัวมากจะส่งผลให้ระดับของธรรมาภิบาลนั้นต่ำลง และจากการทบทวนวรรณกรรมแสดงถึงความสัมพันธ์ในเรื่องของมูลค่าของกิจการและระดับธรรมาภิบาล โดยหากบริษัทที่มีระดับธรรมาภิบาลต่ำลงจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการนั้นๆลดลงตามไปด้วย ดังนั้นอาจแสดงให้เห็นว่า มูลค่าของกิจการและความเป็นครอบครัวของบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์กัน จึงนำไปสู่สมมติฐานดังต่อไปนี้

สมมติฐานที่ 1 บริษัทที่มีการดำเนินงานแบบครอบครัว และมีความเชื่อมโยงระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นนั้นจะมีระดับธรรมาภิบาลที่ต่ำ

สมมติฐานที่ 2 บริษัทที่มีระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่ต่ำ จะมีมูลค่าของกิจการและผลตอบแทนของบริษัทที่ต่ำ



ภาพที่ 2.1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

บทที่ 3

ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้จัดทำขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง 1) กิจกรรมที่มีลักษณะการประกอบธุรกิจแบบครบครันกับระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัท และ 2) ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัท กับ มูลค่ากิจการทางบัญชี 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 และตัวแปรควบคุม ดังนี้

3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

3.2.1.1 ตัวแปรตามในขั้นตอนที่ 1: มูลค่ากิจการของบริษัทในทางบัญชี ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ใช้ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีวิธีการคำนวณ ดังนี้

Return on Asset (ROA) คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งในที่นี้นำมาเป็นตัวแทนของมูลค่ากิจการของบริษัทตามบัญชี เป็นตัวสะท้อนสิ่งเกิดขึ้นในอดีตของกิจการผ่านมุมมองทางบัญชีอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมเฉลี่ยจะสามารถวัดผลการดำเนินงานของบริษัทในการสร้างผลกำไรจากการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ โดยสามารถคำนวณได้ตามสมการดังนี้

$$ROA_{it} = \frac{EBIT_{it}}{\text{Average Total Asset}_{it}}$$

ตัวแปรทั้งหมดใช้ข้อมูลจากงบการเงินรวม ณ สิ้นปี ตั้งแต่ ปี 2553 ถึง ปี 2560

3.2.1.2 ตัวแปรตามในขั้นตอนที่ 2: ระดับคะแนนธรรมาภิบาล

Corporate Governance Practice (CG) คือ ค่าคะแนนที่บริษัทจดทะเบียนต่าง ๆ นั้น ได้รับจากการจัดอันดับความเป็นบริษัทที่การกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI IOD) สำหรับคะแนนการจัดอันดับจะมีค่า 0-5 โดยงานวิจัยของ Cheung, Chung et al. (2013) พบว่าการที่บริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นควบคุมเพิ่มขึ้น จะส่งผลทำให้การกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทนั้นลดลง และจะยิ่งส่งผลมากขึ้นหากบริษัทนั้นมีผู้ถือหุ้นควบคุมเป็นกลุ่มครอบครัว ดังนั้น จึงตั้งสมมุติฐานได้ว่า CG จะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับสัดส่วนของคณะกรรมการที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นควบคุม และตัวแปร Dummy ของกลุ่มครอบครัว โดยเก็บข้อมูลจากรายงานประจำปี 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 นำมาเป็นตัวแปรอิสระโดยแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ค่าระดับธรรมาภิบาลของบริษัท กับ มูลค่าของกิจการทางบัญชี ซึ่งจากทฤษฎี จะพบว่าหาก บริษัทมีค่าระดับธรรมาภิบาลสูง จะมีมูลค่าของกิจการทางบัญชีที่สูงขึ้นเช่นกัน

3.2.2.2 ตัวแปรอธิบายในขั้นตอนที่ 2: ระดับคะแนนธรรมาภิบาล

3.2.2.2.1 ความเป็นครอบครัว (Family Business) โดย Family (Family Business) เพื่อที่จะศึกษาผลกระทบจากความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการกำกับดูแลกิจการของ บริษัทและการประเมินมูลค่ากิจการ ตามที่ Cheung, Chung et al. (2013) ได้แสดงหลักฐานการวิจัยถึงโครงสร้างการถือหุ้นแบบ กระจุกตัว (Concentrated Ownership) การกุมอำนาจในการบริหารแบบครอบครัว (Family Business) นั้น ได้กำหนดให้กลุ่มของผู้ถือหุ้น ที่ถือหุ้นรวมกันมากกว่าหรือเท่ากับ 10% ในบริษัท จะเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมกิจการ ซึ่งอาจเป็นสมาชิกครอบครัว (หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดที่มีสัดส่วนในการถือหุ้นมาก) สำหรับบริษัท “ครอบครัว” ผู้วิจัยจะใช้ฐานข้อมูล SETSMART จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งแสดงรายชื่อผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรกของแต่ละบริษัท เพื่อระบุความเป็นเจ้าของหุ้น นอกจากนี้ยังใช้รายงานประจำปีและแหล่งข้อมูลภายนอกอื่นๆ เพื่อติดตามความเป็นเจ้าของหุ้นด้วยเช่นกัน โดยตัวแปรดังกล่าวผู้วิจัยจะนับเฉพาะผู้ถือหุ้นที่มีนามสกุลเดียวกัน หากรวมกันมากกว่าหรือเท่ากับ 10%

จะถูกแทนด้วย 1 และเป็น 0 ในกรณีอื่นทั้งหมดโดยเก็บข้อมูลจากรายงานประจำปี 56-1 ณ ปีนั้นๆ ข้อมูลตั้งแต่ ปี 2553 ถึง 2560

3.2.2.2 ความเชื่อมโยงระหว่างกรรมการบริษัทกับผู้ถือหุ้นควบคุม สำหรับงานวิจัยนี้ คณะผู้จัดทำได้มุ่งเน้นไปที่ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากความเชื่อมโยงกันภายในบริษัท ระหว่างกรรมการบริษัทและผู้ถือหุ้นควบคุมว่าจะส่งผลกระทบต่อคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับมูลค่าของกิจการ 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 หรือเป็นผู้บริหารของผู้ถือหุ้นควบคุมที่มีอำนาจควบคุมบริษัทในกรณีที่ผู้ถือหุ้นควบคุมที่มีอำนาจควบคุมบริษัทเป็นบริษัทอื่นๆซึ่งรวมไปถึง หน่วยงานภาครัฐ,สถาบันการเงิน และ กองทุนรวม เป็นต้น

3) กรรมการคนดังกล่าวเป็น หรือเคยเป็น หนึ่งในคณะกรรมการของบริษัทที่เป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมบริษัทด้วย

ซึ่งหากสัดส่วนของกรรมการที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นควบคุมมีมากขึ้น จะทำให้อำนาจของผู้ถือหุ้นควบคุมเพิ่มสูงขึ้นจนสามารถบริหารจัดการทรัพยากรของบริษัทได้มากขึ้นเช่นกัน ดังนั้นสัดส่วนดังกล่าวจึงส่งผลกระทบให้คุณภาพของระดับธรรมาภิบาลของบริษัทและมูลค่ากิจการต่ำลง สำหรับงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้เก็บข้อมูลจากรายงานประจำปีของแต่ละบริษัทที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งภายในรายงานส่วนมากจะมีข้อมูลของรายชื่อกรรมการบริษัทพร้อมทั้งประวัติการทำงาน ทำให้สามารถระบุได้ว่า กรรมการคนใดมีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นควบคุมที่มีอำนาจในการควบคุมบริษัทโดยเก็บข้อมูลจากรายงานประจำปี 56-1 ณ ปีนั้นๆ ข้อมูลตั้งแต่ปี 2553 ถึง 2560

$$\text{Connected Director}_{it} = \frac{\text{Connected Directors Number}_{it}}{\text{Board Size}_{it}}$$

3.2.3 ตัวแปรควบคุม

3.2.3.1 ตัวแปรอธิบายในขั้นตอนที่ 1: มูลค่ากิจการของบริษัท

3.2.3.1.1 ขนาดสินทรัพย์รวมของกิจการ (Asset) มูลค่าของสินทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแทนของขนาดของกิจการ โดยมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการจะขึ้นอยู่กับประเภทการประกอบธุรกิจ ดังนั้นเพื่อจัดการความแตกต่างของมูลค่าสินทรัพย์ในแต่ละธุรกิจออกไป จึงต้องทำการใส่ค่า Log เพื่อให้มูลค่าสินทรัพย์มีความใกล้เคียงกัน 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 จึงต้องจัดการความแตกต่างที่เกิดขึ้นจากช่วงเวลาที่ผ่านมา

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

3.2.3.2 ตัวแปรอธิบายในขั้นตอนที่ 2: ระดับคะแนนธรรมาภิบาล จากการทบทวนงานวิจัยก่อนหน้า พบว่าตัวแปรอิสระเหล่านี้อาจมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความเกี่ยวข้องของครอบครัวต่อผลการดำเนินงานและระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัท และเพื่อควบคุมแบบจำลองให้มีประสิทธิภาพในการอธิบายตัวแปรตาม มีดังนี้

3.2.3.2.1 สิทธิในการออกเสียง (Voting Rights) โดย Voting Rights (Entrenchment Effect) คือ การถือสิทธิ์ในการออกเสียง วัตถุประสงค์การถือหุ้นทั้งหมด ทั้งจากทางตรงและทางอ้อมมารวมกัน เป็นอำนาจในการควบคุมบริษัทของผู้ถือหุ้นควบคุม โดยตัวแปรนี้ จะสามารถช่วยบอกได้ว่าผู้ถือหุ้นควบคุมนั้นมีอำนาจในการควบคุมบริษัท (Control Right) มากน้อยเพียงใด ซึ่งหากมีค่า Voting Rights สูง แสดงว่า บริษัทนั้น มีโครงสร้างการ

ถือหุ้นแบบ กระจุกตัว (Concentrated Ownership) ซึ่งจากงานวิจัยของ Morck, Stangeland et al. (1998) ได้กล่าวไว้ว่า บริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) จะสามารถเกิด Entrenchment effect ได้ อีกนัยหนึ่งคือ การที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทนั้นเข้ามาเป็นคณะกรรมการบริหารที่มีอำนาจในการควบคุมบริษัท ส่งผลให้ผู้บริหารอาจทำการดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวเป็นหลัก โดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ อีกทั้งยังมีแนวโน้มที่จะมีการปกปิดการทำผิดโดยการทำการประกาศที่เป็นเท็จอีกด้วย ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย ในรูปแบบผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ลดลง จากต้นทุนตัวแทนที่เพิ่มขึ้น (Agency Cost) และส่งผลให้คุณภาพของคะแนนธรรมาภิบาลต่ำลงตามไปด้วย โดยตัวแปรดังกล่าวสามารถคำนวณได้ตามสมการ ดังนี้

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

โดยเก็บข้อมูลจากรายงานประจำปี 56-1 หมวดรายชื่อผู้ถือหุ้น ซึ่งเก็บข้อมูลจากผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้น มากกว่า 10% ขึ้นไป นับทั้ง การถือหุ้นทางตรง และการถือหุ้นทางอ้อม

3.2.3.2.2 สิทธิในการออกเสียงทางอ้อม (CV) โดย CV (Divergence of Cash Flow & Voting Right) คือ อัตราส่วนของสิทธิในการถือครองกระแสเงินสดของบริษัทต่ออำนาจในการควบคุมบริษัทของผู้ถือหุ้นควบคุม สิทธิในการถือครองกระแสเงินสดคือ สิทธิที่จะได้รับเงินปันผลในอัตราร้อยละเท่าไรเมื่อบริษัทมีการจ่ายเงินปันผล และสิทธิในการออกเสียง คือ สิทธิในการออกเสียงในที่ประชุมเป็นสัดส่วนร้อยละเท่าไร โดยจะเก็บข้อมูลในสัดส่วนการถือหุ้นเฉพาะของผู้ที่ถือหุ้นสูงสุดเพียงรายเดียว หรือกลุ่มเดียวกันเท่านั้น ตามที่ Claessens, Djankov et al. (2002) กล่าวว่าอัตราส่วนดังกล่าวจะเป็นตัวบ่งชี้ว่าผู้ถือหุ้นควบคุมมีอำนาจในการควบคุมบริษัท (Control Rights) เกินจากความเป็นเจ้าของหรือไม่ ซึ่งเมื่อใดที่อัตราส่วนดังกล่าวมีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่าผู้ถือหุ้นควบคุมของบริษัทนั้นๆ คุมอำนาจในการออกเสียง (Control Rights) โดยมีการถือหุ้นทางอ้อมเพิ่มเติม จะส่งผลให้ ผู้ถือหุ้นรายนั้น มีสิทธิในการออกเสียงทางอ้อมด้วย หรือก็คือ ผู้ถือหุ้นจะมีสิทธิในการออกเสียงสูงกว่า สิทธิในการถือครองเงินสดของบริษัท ดังนั้นผู้ถือหุ้นที่มีการถือหุ้นทางอ้อม จะสามารถออกเสียงในที่ประชุมได้มากกว่า ผู้ถือหุ้นรายอื่นและสามารถใช้อำนาจนี้ในการเข้าควบคุมกิจการ เพื่อให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่ตนเองได้ จึงมีแนวโน้มที่จะก่อให้เกิดการบริหารที่ขัดกับหลักธรรมาภิบาล และมีการนำสินทรัพย์ของบริษัทมาใช้เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วน CV ตามทฤษฎี Positive Incentive Effect จะช่วยปรับให้ความขัดแย้งในด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นควบคุมและผู้ถือ

หุ้นรายย่อย (Conflict of Interest) ลดลง ส่งผลให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัทดีขึ้น (หากไม่มี Ultimate Owner คือ ไม่มีผู้ถือหุ้นรายใดมี Voting Right เกิน 10% อัตรา CV จะถูกปรับให้เป็น 1) โดยตัวแปรดังกล่าวสามารถคำนวณได้ตามสมการ ดังนี้

$$CV_{it} = \frac{\text{Cash Flow Right}_{it}}{\text{Voting Right}_{it}}$$

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

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

$$\text{Direct Voting Right} = 0.97\%$$

Indirect Voting Right = 24.85% (Voting Right ทางอ้อมนั้น ตระกูล ก. ทำการถือหุ้นของบริษัท A ผ่านบริษัท B ที่ 24.85% ซึ่งตระกูล ก. มีการถือหุ้นบริษัท B โดยตรงอีกที่ 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)

$$\text{Voting Right} = 0.97\% + 24.85\% = 25.82\%$$

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

$$\text{Direct Cash Flow Right} = 0.97\%$$

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.)

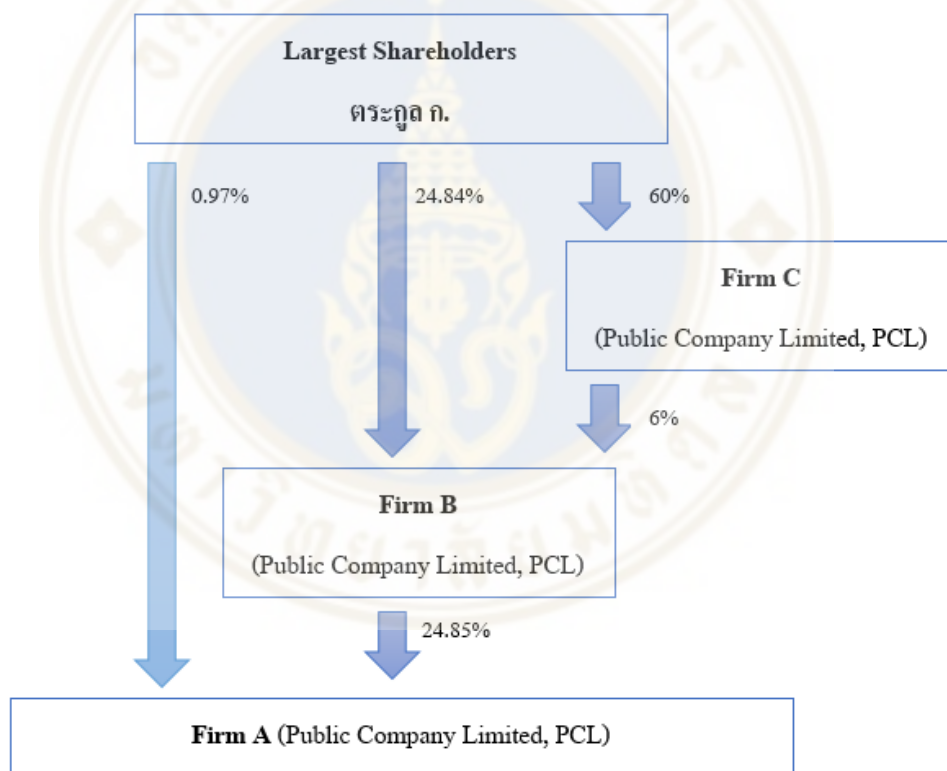
$$\text{Cash Flow Right} = 0.97\% + 6.17\% + 0.89\% = 7.86\%$$

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 สิทธิในการถือครองกระแสเงินสดและสิทธิในการออกเสียง

3.2.3.2.3 คณะกรรมการอิสระ (Board Independent Director) โดย BI (Board Independent Director) คือ สักส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อคณะกรรมการทั้งหมด จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาพบว่า หลายงานวิจัยได้สนับสนุน

บทบาทของคณะกรรมการอิสระ ซึ่งเข้ามาทำหน้าที่ตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารและมีส่วนพิจารณาสรรหาค่าตอบแทนให้เหมาะสม ซึ่งนักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดมองว่าคณะกรรมการอิสระจะช่วยเข้ามาเป็นตัวแทนในการควบคุมดูแลการดำเนินงานของบริษัท ให้มีความโปร่งใส และปกป้องผลประโยชน์ของนักลงทุน จากงานวิจัยของ Hermalin and Weisbach (1988) ได้กล่าวว่า คณะกรรมการจากภายนอกนั้นสามารถลดปัญหาต้นทุนตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารได้ หากเปรียบเทียบระหว่าง บริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการจากภายนอกในอัตราส่วนที่มากกว่า คณะกรรมการภายใน ถ้าผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นแย่ๆ มีโอกาสสูงที่จะเปลี่ยนผู้บริหารได้ทันทีหากผู้บริหารไม่สามารถทำผลการดำเนินงานที่ดีให้แก่บริษัทได้ ส่งผลให้ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในวันที่ประกาศแต่งตั้ง ผู้บริหารคนใหม่นั้น เพิ่มขึ้นทันที และ Rosenstein and Wyatt (1990) ได้กล่าวว่า การแต่งตั้งคณะกรรมการจากภายนอกนั้นจะส่งผลต่อราคาหุ้นของบริษัทในเชิงบวก โดยมีการแสดงหลักฐาน ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดหุ้นนั้นมีความคิดและมุมมองต่อคณะกรรมการจากภายนอก คือว่าคณะกรรมการจากภายใน ในแง่ของการปกป้องผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ เช่นเดียวกับ Kaplan and Minton (1994) ยังพบว่า คณะกรรมการจากภายนอกสามารถพัฒนาประสิทธิภาพการดำเนินงานให้ดีขึ้นได้ในบริษัทที่มีประสิทธิภาพการดำเนินงานต่ำในญี่ปุ่น จึงสะท้อนให้เห็นว่า คณะกรรมการอิสระนั้นจึงถูกมองว่ามีส่วนสำคัญในการสร้างการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ และมีเสถียรภาพ เนื่องจากคณะกรรมการจากภายนอกมีความเป็นกลางสามารถตรวจสอบได้ ทำให้สามารถลดต้นทุนที่เกิดจากปัญหาตัวแทน (Agency cost) ลงได้ โดยตัวแปรดังกล่าวสามารถคำนวณได้ตามสมการ ดังนี้

$$BoardINED_{it} = \frac{\text{Number of Independent Director}_{it}}{\text{Number of Board Size}_{it}}$$

โดยเก็บข้อมูลจากรายงานประจำปี 56-1 หมวดคณะกรรมการบริษัท ซึ่งเก็บข้อมูลจาก จำนวนคณะกรรมการอิสระในแต่ละปี ตั้งแต่ปี 2553 ถึง 2560

3.2.3.2.4 อัตราส่วนของจำนวนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์รวม D/A โดย D/A (Financial Characteristic) คือ อัตราส่วนของจำนวนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรม Jensen (1986) ได้กล่าวว่า คุณลักษณะทางการเงิน (Financial Characteristic) อันได้แก่ ความสามารถในการก่อหนี้ของบริษัท หรือสัดส่วนในการก่อหนี้ของบริษัท (D/A Ratio) นั้นมีผลต่อการบริหารงานของบริษัทและธรรมาภิบาลของบริษัทเช่นเดียวกัน โดยความสามารถในการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นนั้นจะส่งผลให้ เกิดความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk)

ที่เพิ่มขึ้นด้วย ทำให้ผู้ถือหุ้นในบริษัท ต้องทำการดูแลและควบคุมกิจการอย่างใกล้ชิด เนื่องจากมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูง ซึ่งจะส่งผลให้การทุจริตหรือการบริหารงานที่ผิดไปจากหลักของธรรมาภิบาล และการปกปิดข้อมูลทำได้ยาก ทำให้การบริหารงานภายในบริษัทมีคุณภาพมากยิ่งขึ้น ดังนั้นจึงเห็นว่า ความสามารถในการก่อหนี้เป็นอีกส่วนหนึ่งที่สามารถอธิบายความสามารถในการบริหารบริษัทได้เช่นกัน โดยตัวแปรดังกล่าวสามารถคำนวณได้ตามสมการ ดังนี้

$$D/A_{it} = \frac{\text{Total Debt}_{it}}{\text{Total Asset}_{it}}$$

โดยเก็บข้อมูลจาก หนี้สินรวม 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% ถือว่าเป็น บริษัทครอบครัว |
| Connected Director | Monitoring Theory | Relationship: - Result: Connected Director สูง CG, Tobin's Q, ROA ต่ำ | แหล่งข้อมูล: รายงานประจำปี วิธีคิด: เริ่มจากผู้บริหาร มีความเกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้น หรือไม่โดยวัดจาก 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 |

(*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 (The Stock exchange of Thailand: SET) ระหว่างปี พ.ศ.2553-2560 ระยะเวลา 8 ปีโดยกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้นจำนวน 351 บริษัท โดยงานวิจัยนี้จะไม่รวมบริษัทในอุตสาหกรรมการเงินซึ่งประกอบด้วยธุรกิจธนาคาร ธุรกิจการเงินธุรกิจประกันภัย ธุรกิจประกันชีวิต และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากการเงิน โครงสร้างทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการดังกล่าวมีความแตกต่างจากธุรกิจทั่วไป รวมถึงไม่นับรวมกลุ่มบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ด้วย

| Indicator | จำนวน |
|---|------------|
| บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย | 545 |
| <u>ไม่รวม</u> บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials) | 59 |
| <u>ไม่รวม</u> กองทุนอสังหาริมทรัพย์ | 17 |
| <u>ไม่รวม</u> บริษัทที่เพิ่งจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี พ.ศ.2553-2561 | 111 |
| <u>ไม่รวม</u> บริษัทที่มีรายงานประจำปี (56-1) และ (56-2) ไม่ครบติดต่อกัน 3 ปี | 7 |
| จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย | 351 |

ตารางที่ 3.4 จำนวนบริษัทที่มีการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (Family firms) และไม่ใช่ครอบครัว

| 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) ได้กล่าวไว้ว่าคณะกรรมการในการบริหารบริษัทนั้นเป็นส่วนสำคัญในการควบคุมดูแลกิจการ โดยมีหน้าที่เพื่อดูแลควบคุมความประพฤติ รวมถึงตรวจสอบการทำงานของคนในบริษัท อีกทั้งยังเป็นตัวกลางในการลดความขัดแย้งระหว่างกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่และกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย เพื่อก่อให้เกิดหลักธรรมาภิบาลของบริษัท และเป็น การสร้าง ความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมอีกด้วย แต่สำหรับในประเทศไทยนั้น การถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นแบบกระจุกตัว หรือเป็นแบบครอบครัว ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นที่เป็นแบบครอบครัว มีสิทธิในการออกเสียงคัดเลือก คณะกรรมการของตนเองได้ รวมทั้งอาจเป็นคณะกรรมการบริหารที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้น ส่งผลให้คณะกรรมการเหล่านั้น ดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น

รายใหญ่หรือครอบครัวของตนเองเพียงอย่างเดียว อาจขัดต่อหลักธรรมาภิบาล และส่งผลต่อระดับธรรมาภิบาลของบริษัทได้

จะเห็นได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง ระดับคะแนนธรรมาภิบาล และ ความเป็นครอบครัวของบริษัทนั้นเป็นทิศทางตรงกันข้ามกัน โดยหาก บริษัทมีความเป็นครอบครัวมากจะส่งผลให้ ระดับคะแนนธรรมาภิบาลนั้นต่ำลง และจากการทบทวนวรรณกรรม แสดงถึงความสัมพันธ์ ในเรื่องของมูลค่ากิจการของบริษัท และ ระดับคะแนนธรรมาภิบาล โดยหากบริษัทที่มีระดับคะแนนธรรมาภิบาลต่ำลง จะส่งผลให้ มูลค่ากิจการของบริษัทนั้นๆลดลงตามไปด้วย ดังนั้น อาจแสดงให้เห็นว่า มูลค่าของกิจการ และ ความเป็นครอบครัวของบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์กัน จึงนำไปสู่แบบจำลองดังต่อไปนี้

3.4 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

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

สมการถดถอย

$$CG_i = f(\alpha_0 + \alpha_1 fam + \alpha_2 CD + \alpha_3 V + \alpha_4 CV + \alpha_5 BI + \alpha_6 D/A + \sum_{s=2010}^{2017} \alpha sTs + \sum_{j=1}^7 \lambda_j Ind_j + v_{it}) \quad (1)$$

สมการ Treatment effects

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

$f(\cdot) = \text{Cumulative Normal Distribution (Probit)}$

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

Estimate by MLE

$$\begin{aligned} CG_i &= 0 \text{ if no CG Star} \\ &= 1 \text{ if CG Star = 3, 4, or 5} \\ CG_d &= 0 \text{ if no CG Star} \\ &= 1 \text{ if CG Star = 3, 4, or 5} \\ CG_d2 &= 0 \text{ if no CG Star} \\ &= 1 \text{ if CG Star = 4, or 5} \end{aligned}$$

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นทางสถิติ (Descriptive statistics)

จากตารางที่ 4.1 เป็นการแสดงข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ โดยแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มที่เป็นมูลค่ากิจการของบริษัท ได้แก่ ROA โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.060 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 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 และในส่วนของสิทธิในการออกเสียง (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 สรุปสถิติตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในงานวิจัยมูลค่ากิจการทางบัญชี

| 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 หากความสัมพันธ์ระหว่าง ความเป็นครอบครัวของบริษัท และ ระดับคะแนนธรรมาภิบาล (CG) ซึ่งจากตารางแสดงให้เห็นว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ระดับคะแนนธรรมาภิบาล คือ ความเป็นครอบครัวของบริษัท คณะกรรมการอิสระ สิทธิในการออกเสียง ขนาดของบริษัท และตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับระดับคะแนนธรรมาภิบาล คือ คณะกรรมการที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้น อัตราส่วนของสิทธิในการถือครองกระแสเงินสดของบริษัท อัตราส่วนของจำนวนหนี้สิน

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

จะช่วยลด Agency cost และจะช่วยส่งผลต่อนักลงทุน ซึ่งจะส่งผลให้ เกิดความสัมพันธ์ในเชิงบวก กับ ระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัท และจากงานวิจัยของ Anderson and Reeb (2004) พบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะสามารถบริหารจัดการ ธรรมาภิบาลได้ดีกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก จึง ก่อให้เกิดความสัมพันธ์ เชิงบวกกับ คะแนนธรรมาภิบาล ซึ่งได้ผลตรงกับตารางที่ 4.3 ทั้งสิ้น

ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยที่อ้างอิงมีดังนี้ จากงานวิจัยของ Fan, Wong et al. (2002), Morck, Wolfenzon et al. (2005) และ Kim and Yoon (2011) ได้กล่าวไว้ว่าการ เป็นบริษัทครอบครัวจะส่งผลให้เกิดการปกปิดข้อมูล การบริหารงานที่ไม่โปร่งใสทำเพื่อ ผลประโยชน์ของตนเอง ยิ่งบริษัทที่มีความเป็นครอบครัวสูง ยิ่งทำให้ คะแนนระดับธรรมาภิบาลของ บริษัทต่ำลง จะก่อให้เกิดความสัมพันธ์เชิงลบกัน แต่จากผลงานวิจัยกลับได้ค่าความสัมพันธ์ระหว่าง ความเป็นครอบครัวและระดับคะแนนธรรมาภิบาลเป็นความสัมพันธ์เชิงบวก แต่มีความ ความสัมพันธ์ค่อนข้างต่ำ แสดงให้เห็นว่าการที่มีความเป็นครอบครัวในประเทศไทยนั้น ไม่ได้ส่งผล ต่อการได้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลมากนัก

จากงานวิจัยของ Morck, Stangeland et al. (1998) พบว่า หากผู้ถือหุ้นสามารถควบคุม กิจการผ่านสิทธิในการออกเสียงจะทำให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลนั้นลดลง ความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแปรควรเป็นเชิงลบ จากงานวิจัยของ Claessens, Djankov et al. (2002) พบว่า อัตราส่วนระหว่าง สิทธิในการถือครองเงินสด และสิทธิในการออกเสียง หากผู้ถือหุ้นมีสิทธิในการออกเสียงทางอ้อม มากจะส่งผลให้ ระดับคะแนนธรรมาภิบาล เกิดความสัมพันธ์เชิงบวก และจากงานวิจัยของ Jensen (1986) พบว่าหากมี อัตราส่วนจำนวนหนี้สินมากจะมี Financial Risk สูง ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนจะ จับตามองการบริหารอย่างใกล้ชิดทำให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลสูง เกิดความสัมพันธ์ในเชิงบวก แต่จากการวิจัยพบว่าได้ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้ง 3 ตัวแปรกับคะแนนธรรมาภิบาลนั้น เป็น ในทางตรงกันข้ามกับงานวิจัยที่อ้างอิงทั้งหมด และมีระดับความสัมพันธ์ค่อนข้างต่ำ จึงอาจสรุปได้ ว่า สิทธิในการออกเสียง สิทธิในการถือครองเงินสด และอัตราส่วนจำนวนหนี้สิน อาจไม่มีผลต่อ การได้ระดับคะแนนธรรมาภิบาล

จากการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ หากความสัมพันธ์ระหว่าง มูลค่าของกิจการทั้งทาง บัญชีและมูลค่าตามราคาตลาด และระดับคะแนนธรรมาภิบาล โดยได้ผลแสดงดังตารางที่ 4.3 ซึ่ง เป็นตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยตามทฤษฎี Treatment effect ซึ่งแสดงได้ดังนี้ โดยตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการตามราคาตลาด คือ ระดับคะแนนธรรมาภิบาลตั้งแต่ 4-5 ดาว (CG45) และ (CG5) ซึ่งอาจแสดงให้เห็นว่าระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่สูงนั้น จะสามารถส่งผลต่อ ความเชื่อมั่นนักลงทุน ทำให้มูลค่าของกิจการตามราคาตลาดนั้นสูงขึ้น และตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ เชิงลบกับมูลค่ากิจการทางบัญชีนั้น คือ ระดับคะแนนธรรมาภิบาลตั้งแต่ 0 ดาวขึ้นไป (CG345) ซึ่ง

อาจบอกได้ว่านักลงทุนอาจไม่มีความเชื่อมั่นกับบริษัทที่มีระดับคะแนนธรรมาภิบาลต่ำจึงส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์เชิงลบ ซึ่งตรงกับงานวิจัยของ Cheung, Thomas Connelly et al. (2007) ที่กล่าวไว้ว่า หากระดับคะแนนธรรมาภิบาลสูงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงตามไปด้วย

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

ตารางที่ 4.2 ตารางแสดงค่าสหสัมพันธ์คะแนนธรรมาภิบาลจากสมการ

$$CG_i = f(\alpha_0 + \alpha_1 fam + \alpha_2 CD + \alpha_3 V + \alpha_4 CV + \alpha_5 BI + \alpha_6 D/A + \sum_{s=2010}^{2017} \alpha sTs + \sum_{j=1}^7 \lambda_j Ind_j + v_{it}) \quad (1)$$

| | 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

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

| | ROA | CG345 | CG45 | lnAsset |
|---------|--------|--------|--------|---------|
| ROA | 1.0000 | | | |
| CG345 | 0.2254 | 1.0000 | | |
| CG45 | 0.1632 | 0.5696 | 1.0000 | |
| lnAsset | 0.1343 | 0.2766 | 0.3796 | 1.0000 |

4.3 การวิเคราะห์ผลจากการดำเนินงานวิจัย

ในส่วนนี้จะเป็นการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานวิจัยเพื่อทดสอบผลกระทบที่เกิดขึ้นจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นแบบครอบครัวต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาล และระดับคะแนนธรรมาภิบาลนั้นส่งผลอย่างไรต่อผลการดำเนินงานรวมถึงมูลค่าของกิจการ (ROA) ซึ่งผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานที่เชื่อมโยงกัน ดังนี้

สัดส่วนในการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นใหญ่ทั้งทางตรงและทางอ้อมที่มีนามสกุลเดียวกัน เป็นตัวบ่งบอกถึงความเป็นเจ้าของกิจการ ซึ่งเป็นตัวบ่งบอกถึงความเป็นธุรกิจแบบครอบครัว น่าจะมีผลกระทบในเชิงลบต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาล (CG) เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่เป็นแบบครอบครัว มีสิทธิในการออกเสียงคัดเลือก คณะกรรมการของตนเองได้ รวมทั้งอาจเป็นคณะกรรมการบริหารที่มีความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้น ส่งผลให้คณะกรรมการเหล่านั้น ดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือครอบครัวของตนเองเพียงอย่างเดียว อาจนำมาซึ่งการขัดต่อหลักธรรมาภิบาลของบริษัท และส่งผลต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาลได้ ซึ่งตรงกับงานวิจัยของ Morck, Stangeland et al. (1998) ที่กล่าวว่า หากผู้ถือหุ้นสามารถควบคุมกิจการผ่านสิทธิในการออกเสียงจะทำให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลนั้นลดลง โดยในการวิเคราะห์นี้ 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)

และระดับคะแนนธรรมาภิบาลนั้นส่งผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่าของกิจการทางบัญชี (ROA) โดยผู้วิจัยได้แบ่งกลุ่มผลกระทบออกเป็น 5 กลุ่ม ดังนี้

1. ระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัท (CG)
2. ขนาดสินทรัพย์รวมของกิจการ (Asset)
3. ผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะเวลาที่ผ่านมา (ROA-1)
4. ช่วงเวลาข้อมูล (Time Dummy)
5. ประเภทของอุตสาหกรรม (Industry Dummy)

โดยในตารางที่ 4.4 จะแสดงผลการวิเคราะห์ จากแบบจำลอง Treatment effect ซึ่งประกอบไปด้วย 2 สมการ โดยสมการที่ 1 ตัวแปรตาม คือ ระดับคะแนนธรรมาภิบาลของบริษัท

(CG) คะแนนที่บริษัทจดทะเบียนต่าง ๆ นั้น ได้รับจากการจัดอันดับความเป็นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI IOD) สำหรับคะแนนการจัดอันดับจะมีค่า 0-5 ในช่วงปี พ.ศ.2553 – 2560 และแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม Dummy ดังนี้

กลุ่มตัวอย่างที่ 1 (CG345) คือกลุ่มตัวอย่างที่มีคะแนน CG มากกว่า 0 ขึ้นไป โดยในแบบจำลองหากคะแนน CG เท่ากับ 3,4,5 จะมีค่า Dummy เท่ากับ 1 และหากไม่มีคะแนน CG มีค่า Dummy เท่ากับ 0

กลุ่มตัวอย่างที่ 2 (CG45) คือกลุ่มตัวอย่างที่มีคะแนน CG มากกว่า 3 ขึ้นไป โดยในแบบจำลองหากคะแนน CG เท่ากับ 4,5 จะมีค่า Dummy เท่ากับ 1 และหากคะแนน CG มีค่าเท่ากับ 0,3 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 2 กลุ่ม Dummy ดังที่กล่าวข้างต้น และกำหนดให้ ขนาดสินทรัพย์รวมของกิจการ (Asset), ผลประกอบการของบริษัทในระยะเวลาก่อนหน้า (ROA-1), ช่วงเวลาข้อมูล (Time Dummy) และประเภทของอุตสาหกรรม (Industry Dummy) เป็นตัวแปรควบคุม

จากผลการวิจัยด้วยแบบจำลอง Treatment effect แสดงดังตารางที่ 4.5 โดยในส่วนของสมการของความสัมพันธ์ระหว่าง ระดับคะแนนธรรมาภิบาล และความเป็นครอบครัวของบริษัท ดังนี้

$$CG_i = f(\alpha_0 + \alpha_1 fam + \alpha_2 CD + \alpha_3 V + \alpha_4 CV + \alpha_5 BI + \alpha_6 D/A + \sum_{s=2010}^{2017} \alpha sTs + \sum_{j=1}^7 \lambda_j Ind_j + v_{it}) \quad (1)$$

จากตารางแสดงให้เห็นว่า ตัวแปรที่มีความสำคัญต่อ การเปลี่ยนแปลงของระดับคะแนนธรรมาภิบาลซึ่งตรงกับหลักของ IOD และงานวิจัยตามทฤษฎี มีดังนี้ ตัวแปรความเป็นครอบครัว (Family Business) แสดงให้เห็นว่า ในบริษัทกลุ่มที่มีคะแนนธรรมาภิบาลที่น้อยกว่า 5 ดาวนั้น ค่าความเป็นครอบครัว ไม่มีผลต่อการได้คะแนนธรรมาภิบาล แต่ในกลุ่มบริษัทที่มีระดับคะแนนสูง (มากกว่า 4 ดาว) จะเห็นว่า ยิ่งมีความเป็นครอบครัวสูงจะส่งผลให้ ระดับคะแนนธรรมาภิบาลต่ำลงซึ่งตรงกับเกณฑ์การได้คะแนนของ IODA.28 ในส่วนของโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท

โดยบริษัทควรมีสัดส่วนของหุ้น free float มากกว่า 40% ขึ้นไป และตรงกับงานวิจัยของ Fan, Wong et al. (2002), Morck, Wolfenzon et al. (2005) และ Kim and Yoon (2011) ซึ่งกล่าวว่า หากมีความเป็นครอบครัวมาก ระดับคะแนนธรรมาภิบาลจะลดต่ำลง

ตัวแปร คณะกรรมการอิสระ (Board Independent Director) แสดงให้เห็นว่า หากมีอัตราส่วนคณะกรรมการอิสระมากจะส่งผลให้ ได้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลสูงมากขึ้น ในทุกกลุ่มระดับคะแนน ซึ่งตรงกับ หลักของ IODE.83 คณะกรรมการอิสระควรมีอัตราส่วนเกิน 50% ขึ้นไป และตรงกับงานวิจัยของ Hermalin and Weisbach (1988), Rosenstein and Wyatt (1990), Kaplan and Minton (1994) กล่าวว่าหากคณะกรรมการอิสระมากก็จะ ได้คะแนนธรรมาภิบาลมากขึ้น

ในส่วน of ตัวแปร อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์รวม D/A (Financial Characteristic) แสดงให้เห็นว่า ในกลุ่มระดับคะแนนธรรมาภิบาลต่ำ นั้นการมีอัตราส่วนหนี้สินที่สูง ซึ่งอาจเกิดจากการไม่มีแนวทางในการจัดการกับหนี้สินที่ชัดเจน โดยจะส่งผลให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลต่ำลง ตามหลักของ IOD C.10 ซึ่งต้อง มีนโยบายและแนวปฏิบัติเกี่ยวกับหนี้ที่ชัดเจน และในกลุ่มคะแนนธรรมาภิบาลที่สูงนั้น จะพบว่า หากมีอัตราส่วนหนี้สินที่สูงขึ้น จะส่งผลให้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่สูงขึ้นเช่นกัน โดยอาจเกิดจากการ Monitoring ที่มีประสิทธิภาพของผู้ถือหุ้น และคณะกรรมการ มีการวางแผนและแนวทางที่ชัดเจน ซึ่งตรงกับ หลักของ IOD C.10 และงานวิจัยของ Jensen (1986) หากมี D/E Ratio จะมี Financial Risk สูง ผู้ถือหุ้นและนักลงทุน จะจับตามองการบริหารอย่างใกล้ชิดทำให้ CG สูง

ตัวแปรที่มีความสำคัญต่อ การเปลี่ยนแปลงของระดับคะแนนธรรมาภิบาลแต่ขัดกับหลักของ IOD และงานวิจัยตามทฤษฎีมีดังนี้

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

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

ตัวแปรสิทธิในการออกเสียงทางอ้อม CV (Divergence of Cash Flow / Voting Right) จากผลงานวิจัยแสดงให้เห็นว่า หากมีการถือหุ้นทางอ้อมมากจะส่งผลให้ ระดับคะแนนธรรมาภิบาล

สูงมากขึ้นตามไปด้วย ซึ่งขัดกับหลักของ IOD A.25 มีการถือหุ้นไขว้ในกลุ่มของบริษัทหรือไม่ และงานวิจัยของ Claessens, Djankov et al. (2002) ซึ่งกล่าวไว้ว่า หากมีการถือหุ้นทางอ้อมมากจะมีระดับคะแนนธรรมาภิบาลต่ำ ทั้งนี้เนื่องจาก จากผลการเก็บข้อมูลพบว่าบริษัทที่มีการถือหุ้นทางอ้อมในประเทศไทยนั้น ส่วนใหญ่ เป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ แอบทั้งสิ้น ซึ่งบริษัทขนาดใหญ่ นั้นจะมีความสามารถและงบประมาณที่สามารถทำคะแนนธรรมาภิบาลได้สูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กอยู่แล้ว ตามหลักงานวิจัยของ Anderson and Reeb (2004) ที่กล่าวไว้ว่า หากบริษัทขนาดใหญ่จะส่งผลให้ได้คะแนนธรรมาภิบาลที่ดี

ในส่วนของสมการของความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่ากิจการและระดับคะแนนธรรมาภิบาลดังนี้

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

ในส่วนของผลการวิจัย ด้านมูลค่ากิจการทางบัญชี แสดงดังตารางที่ 4.4 พบว่า ในกลุ่มระดับคะแนนต่ำนั้น (ระดับคะแนน 3 ดาว) จะส่งผลให้มูลค่ากิจการทางบัญชีดีขึ้น เนื่องจาก การได้ CG นั้นจำเป็นจะต้องมีการบริหารจัดการที่ดีที่เข้าเกณฑ์ของ IOD จึงส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น แต่ในกลุ่มระดับคะแนนที่สูงขึ้น (ระดับคะแนน 4 ดาว และ 5 ดาว) พบว่าระดับคะแนนที่สูงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการทางบัญชีนั้นลดลง โดยอาจเกิดจาก ต้นทุนค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นเพื่อการทำคะแนนที่สูงขึ้น ตาม จากหลักเกณฑ์ IOD อาทิเช่น C.18 คณะกรรมการได้จัดกิจกรรมหรือเข้าไปมีส่วนร่วม สนับสนุนกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาชุมชน, C.4 คณะกรรมการได้จัดให้มีกองทุนสำรองเลี้ยงชีพสำหรับพนักงานหรือไม่, C.19 คณะกรรมการมีการกำหนดนโยบายการดำเนินธุรกิจภายใต้มาตรฐานสิ่งแวดล้อม, E.21 คณะกรรมการจัดตั้งหน่วยงานตรวจสอบภายในขึ้นเป็นหน่วยงานหนึ่งภายในบริษัท เป็นต้น

ตารางที่ 4.4 ตารางแสดงผลการวิจัยมูลค่ากิจการทางบัญชีโดยใช้แบบจำลอง Treatment Effect

| ตัวแปรอธิบาย | เครื่องหมายที่คาดหวัง | ระดับคะแนนธรรมชาติ | |
|--------------------|-----------------------|-------------------------|-------------------------|
| | | CG345 | CG45 |
| ROA CG* | + | 0.0834 *** (0.008) | -0.0786 *** (0.0059) |
| ROA _{t-1} | + | 0.6603 *** (0.0153) | 0.6584 *** (0.0153) |
| Asset | + | 0.0029 *** (0.0011) | 0.0023 ** (0.0011) |
| Constant | | -0.1044 *** (0.0257) | -0.0056 (0.0253) |
| Time Dummy | | Yes | Yes |
| Industry Dummy | | Yes | Yes |
| CG* fam | - | 0.1159 (0.0712) | -0.0878 (0.0679) |
| cd | - | 0.5346 *** (0.1763) | -0.0836 (0.1621) |
| bi | + | 0.5848 ** (0.2601) | 1.7791 *** (0.2423) |
| v | - | 0.1646 (0.121) | -0.0632 (0.1119) |
| cv | + | -0.6836 *** (0.1426) | -0.5293 *** (0.1175) |
| da | + | -0.5978 *** (0.0848) | 0.2931 *** (0.0935) |
| Constant | | 0.9499 *** (0.1978) | -0.6827 *** (0.1795) |
| Time Dummy | | Yes | Yes |
| Industry Dummy | | Yes | Yes |
| athrho | | -0.62145 *** | 0.838175 *** |
| lnsigma | | -2.54816 *** | -2.48981 *** |
| N | | 2452 | 2452 |
| Number of Firms | | 351 | 351 |
| ll | | 1526.644 | 1510.991 |
| chi2 | | 2302.95 *** | 2235.947 *** |

หมายเหตุ : นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(*), 5%(**) และ 1%(***)

ค่าใน () คือ ค่า Standard Errors

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีการดำเนินกิจการในลักษณะครอบครัว (Family firm) กับผลการดำเนินงานของบริษัท และคะแนนธรรมาภิบาลที่ได้รับ (CG) กรณีศึกษาในกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เพื่อหาข้อเท็จจริงที่ว่า หากบริษัทที่มีการบริหารแบบครอบครัวแล้ว จะยังมีผลต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาลหรือไม่ และจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างไร โดยใช้ปัจจัยภายในบริษัทอันได้แก่ ความเชื่อมโยงกับผู้ถือหุ้นควบคุม (Connected Directors), จำนวนกรรมการอิสระ (Board Independent), สิทธิในการออกเสียง (Voting Right) และ การถือหุ้นในทางอ้อม (Divergence of Cash Flow / Voting Right) ซึ่งจากการศึกษางานวิจัยต่างๆที่ผ่านมา พบว่า การที่ผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท เป็นผู้ถือหุ้นในกลุ่มบุคคลหรือครอบครัวเดียวกันส่งผลให้เกิดการดำเนินงานในลักษณะที่เน้นการตัดดวงผลประโยชน์ให้แก่กลุ่มผู้ถือหุ้นของตนเองเท่านั้น 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 จะส่งผลกระทบต่อระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่ 4 ดาว และ 5 ดาว โดยสาเหตุที่เป็นเช่นนี้อาจเป็นผลมาจากเกณฑ์การได้รับคะแนน

จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI IOD) ซึ่งเกณฑ์ที่จะได้รับคะแนน
 ธรรมาภิบาลในระดับที่สูงขึ้น มีเกณฑ์ในเรื่องของสัดส่วนการถือหุ้นในหมวดที่ 1 (สิทธิของผู้ถือ
 หุ้น) ซึ่งสรุปได้ว่า การได้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่คืนนั้น ยังเป็นบริษัทที่มีการถือหุ้นแบบ
 ครอบครัวยังได้คะแนนยากขึ้น เนื่องจากผิดตามหลักเกณฑ์ของ IOD แต่การได้คะแนน
 ธรรมาภิบาลในระดับต่ำ (ระดับ 3 ดาว) ไม่พบความสัมพันธ์กับความเป็นครอบครัว ในส่วนของ
 ปัจจัยด้านจำนวนกรรมการอิสระ พบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อทุกระดับคะแนนธรรมาภิบาล
 สอดคล้องกับเกณฑ์ในหมวดที่ 5 (ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ) ซึ่งระบุในเรื่องของสัดส่วน
 ไว้ว่าคณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่เป็นอิสระมากกว่า 50% ทำให้เห็นว่า จำนวน
 คณะกรรมการอิสระมีผลต่อการได้รับคะแนนธรรมาภิบาลอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งคณะกรรมการอิสระ
 เหล่านี้ จะทำหน้าที่ในการเป็นฝ่ายควบคุมและตรวจสอบการทำงานของคณะกรรมการบริษัท
 เพื่อให้เกิดความโปร่งใสและนำเสนอข้อมูลให้แก่ผู้ถือหุ้นและบุคคลภายนอก หากยังมีสัดส่วนของ
 คณะกรรมการอิสระที่เยอะแล้ว แสดงให้เห็นว่า บริษัทเหล่านั้นย่อมต้องผ่านการตรวจสอบในหลาย
 ขั้นตอนและมีผู้ช่วยผู้ถือหุ้นในการตรวจการทำงานให้เป็นความโปร่งใสและในส่วนของอัตราส่วน
 หนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์รวม D/A พบว่า อัตราส่วนดังกล่าวให้ผลทางลบกับบริษัทคะแนนธรรม
 มาภิบาลในระดับที่ต่ำกว่า 3 ดาว หมายความว่า บริษัทที่ไม่ได้รับคะแนนธรรมาภิบาล (ไม่ได้รับการ
 จัดอยู่ในคะแนน 3-5 ดาว) อาจไม่ได้รับแนวทางในการบริหารจัดการหนี้ที่ชัดเจน หรือ ไม่ได้
 นำเสนอข้อมูลในการก่อหนี้ไว้ในรายงานประจำปีหรือรายงานที่ต้องเสนอแก่ผู้ถือหุ้นหรือ
 บุคคลภายนอก ซึ่งหากมีการปกปิดหรือไม่ได้เปิดเผยแผนการดำเนินงานเกี่ยวกับบริษัทในอนาคต
 ซึ่งในที่นี้หมายถึงรวมถึงจุดประสงค์ในการก่อหนี้และระยะเวลาในการก่อหนี้ ย่อมไม่ผ่านเกณฑ์ของ
 หลักธรรมาภิบาล ซึ่งสอดคล้องกับเกณฑ์ในหมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส

5.1.2 ปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

จากการทดสอบสมมติฐานและการวิเคราะห์ข้อมูลจากแบบจำลอง Treatment effect
 ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทกับระดับคะแนนธรรมาภิบาลที่
 บริษัทได้รับ พบว่าหากพิจารณาในด้านมูลค่ากิจการทางบัญชี โดยดูจากผลตอบแทนสินทรัพย์รวม
 (ROA) พบว่าการจะได้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลในระดับแรกนั้น (ระดับ 3 ดาว) บริษัท
 จำเป็นต้อง มีการปรับปรุงการดำเนินงานและการควบคุมภายในบริษัทที่ดี และเป็นไปตามเงื่อนไข
 และหลักเกณฑ์จึงจะสามารถได้รับการจัดเป็นบริษัทที่มีธรรมาภิบาลที่ดีได้ (ได้รับคะแนนตั้งแต่ 3
 ดาวขึ้นไป) ส่งผลให้บริษัทเกิดผลการดำเนินงานที่ดีตามมาด้วย แต่กลับพบว่า การที่จะได้ระดับ
 คะแนนธรรมาภิบาลที่มากขึ้น กลับส่งผลในด้านลบกับผลการดำเนินงาน (ROA) ทั้งนี้ สามารถ

อธิบายได้ว่า เมื่อบริษัทต้องดำเนินการตามหลักเกณฑ์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI IOD) ย่อมกลายเป็นภาระในด้านต้นทุนการบริหารจัดการที่เพิ่มขึ้นตามมาด้วยสอดคล้องกับเกณฑ์ตามหลักเกณฑ์ Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ประจำปี 2561 ในหมวดต่างๆ อาทิเช่น การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย The Role of Stakeholdersในเรื่องของการกำหนดนโยบายและแนวปฏิบัติเกี่ยวกับผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น ความรับผิดชอบต่อสังคม, สุขอนามัยในสถานที่ทำงาน, พนักงานและบุคลากร, สิ่งแวดล้อม หรือ การทุจริตคอร์รัปชั่น ฯลฯ ซึ่งนโยบายต่างๆเหล่านี้ อาจก่อให้เกิดต้นทุนที่บริษัทต้องแบกรับไว้ หากพยายามที่จะได้รับการจัดคะแนนธรรมาภิบาลที่ดีขึ้นในระดับ 4-5 ดาว

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 ในบริษัทนั้นๆ ได้ ซึ่งอาจทำให้ค่า CV ที่ได้จากตลาดเคลื่อนจากความเป็นจริง 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). "What 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)

- 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 ก

ตาราง A-1 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

| 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 | หาผู้ถือหุ้นสามารถควบคุมกิจการผ่าน Voting Right ซึ่งทำให้ CG ต่ำลง |
| CV | Claessens, Djankov and Lang (2002) | | อัตราส่วนระหว่างสิทธิในการถือครองเงินสด และสิทธิในการออกเสียง หากผู้ถือหุ้นมีสิทธิในการออกเสียงทางอ้อมมากจะส่งผลให้ CG ลดลง |
| Family Business | Fan and Wong (2002) | Agency Theory | การเป็นบริษัทครอบครัวส่งผลให้เกิดการปกปิดข้อมูล การบริหารงานที่ไม่โปร่งใสทำเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง ยิ่งบริษัทที่มีความเป็นครอบครัวสูง 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 Ratio จะมี Financial Risk สูง ผู้ถือหุ้นและนักลงทุน จะจับตามองการบริหารอย่างใกล้ชิดทำให้ CG สูง |
| Connected Director | Cheung, Chung, Tan and Wang | Monitoring Theory | หากผู้ถือหุ้นและผู้บริหารมีความสัมพันธ์กันมากจะก่อให้เกิด Monitoring Problem และ Agency Problem |

| | (2013) | | ส่งผลให้ CG ของบริษัทลดต่ำลง |
|-----------------|--|----------------------------------|---|
| Business size | Anderson and Reeb (2004) | Asset Size | หากบริษัทมีขนาดกิจการใหญ่ ยิ่งส่งผลให้ ได้ระดับคะแนนธรรมาภิบาลสูง |
| Variables | Authors | Theory | Result |
| มูลค่าของกิจการ | La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2002) | สิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อย | ความคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เพิ่มขึ้นปีการสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุนรายย่อย ส่งผลให้ มูลค่าของบริษัทเพิ่มมากขึ้น |
| | Gompers, Ishii and Metrick (2003) | Governance index and Tobin's Q | สร้าง G-Index เป็นแนวทางในการป้องกันการควบรวมอำนาจจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เพื่อสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อย 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) เช่น คณะกรรมการ 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 ในการจัดอันดับระดับธรรมาภิบาล หากมีอันดับสูง มูลค่าของบริษัท และ ROA ของบริษัทจะสูง |
| | Durnev and Kim (2005) | Law | ความแข็ง - อ่อน ของกฎหมายในประเทศ แสดงถึงระดับความสัมพันธ์ระหว่าง ธรรมาภิบาล และ มูลค่าของกิจการ โดยหากกฎหมายหละหลวม (อ่อน) นักลงทุนขาดความมั่นใจ จะลงทุนในบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลมาก (บรรษัทภิบาลยิ่งสูง มูลค่าบริษัทจะสูงตามมาก) |
| | Cheung, Connelly, Limpaphayom and Zhou (2007) | Corporate Governance Index | สร้าง Corporate Governance Index (CG) โดย พบ ว่า Corporate Governance Index นี้มีความสัมพันธ์ เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ หาก CG สูง มูลค่าของกิจการจะสูงตามด้วย |

ตาราง A-2 หลักเกณฑ์และน้ำหนักที่ใช้ในการประเมินของรายงานการกำกับดูแลกิจการในแต่ละปี

| หัวข้อ | หลักเกณฑ์การประเมิน (ข้อ) | | | | | | | | น้ำหนัก (%) |
|---|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| | ปี 53 | ปี 54 | ปี 55 | ปี 56 | ปี 57 | ปี 58 | ปี 59 | ปี 60 | |
| 1.สิทธิของผู้ถือหุ้น | 24 | 24 | 24 | 24 | 33 | 32 | 32 | 32 | 15 |
| 2.การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม | 16 | 16 | 16 | 16 | 19 | 19 | 19 | 19 | 10 |
| 3.การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย | 10 | 18 | 18 | 18 | 28 | 28 | 29 | 29 | 20 |
| 4.การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส | 33 | 36 | 36 | 36 | 50 | 50 | 53 | 53 | 20 |
| 5.ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ | 49 | 54 | 54 | 54 | 107 | 106 | 108 | 108 | 35 |
| รวม | 132 | 148 | 148 | 148 | 237 | 235 | 241 | 241 | 100 |

ตาราง A-3 นิยามหลักการและแนวทางปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

| หมวดที่ | หลักการ |
|--|---|
| หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น | ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน |
| หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน | ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นบริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย |
| หมวดที่ 3 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย | ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ |
| หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส | คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช่ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ |
| หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ | คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ |

ตาราง A-4 หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในหมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้นที่นำมาวิเคราะห์กับผลการศึกษา

| ข้อ | หลักเกณฑ์ | แนวพิจารณา |
|------|--|---|
| | โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทได้แสดงให้เห็นถึงการมีกลไกในการป้องกันการครอบงำกิจการดังต่อไปนี้หรือไม่อย่างไร | ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีพิจารณาว่า ตลาดทุนที่ดีควรเป็นตลาดทุนที่กระบวนการในการครอบงำกิจการสามารถกระทำได้อย่างมีประสิทธิภาพและโปร่งใส บริษัทไม่ควรสร้างกลไกในการป้องกันการครอบงำกิจการที่จะทำให้ฝ่ายจัดการหรือผู้มีอำนาจควบคุมใช้เป็นเกราะป้องกันตนเองในกรณีที่มีการบริหารงานอย่างขาดประสิทธิภาพหรือไม่โปร่งใส |
| A.25 | มีการถือหุ้นไขว้ในกลุ่มของบริษัทหรือไม่ | - |
| A.26 | มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบปริมิตในกลุ่มของบริษัทหรือไม่ | - |
| A.27 | คณะกรรมการของบริษัทไม่มีการถือหุ้นรวมกันเกินกว่าร้อยละ 25 ของหุ้นที่ออกแล้วของบริษัทใช่หรือไม่ (Bonus) | - |
| A.28 | บริษัทมีสัดส่วนของหุ้น free float เท่าใด | บริษัทควรมีหุ้น free float เกินกว่าร้อยละ 40 ของหุ้นที่ออกแล้วทั้งหมด หรืออย่างน้อยควรมีมากกว่า ร้อยละ 15 |

ตาราง A-5 หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในหมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมที่นำมา
วิเคราะห์กับผลการศึกษา

| ข้อ | หลักเกณฑ์ | แนวพิจารณา |
|------|--|---|
| B.1 | บริษัทให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นในการออกเสียงลงคะแนนในแบบหนึ่งหุ้นต่อหนึ่งเสียงใช่หรือไม่ | หุ้นประเภทเดียวกัน ควรมีสิทธิออกเสียงที่เท่าเทียมกันเท่ากับหนึ่งหุ้นต่อหนึ่งเสียง |
| B.3 | บริษัทมีกระบวนการ/ช่องทางให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยมีส่วนในการสรรหาและแต่งตั้งกรรมการหรือไม่ | บริษัทควรจัดให้มีกระบวนการที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสามารถมีส่วนร่วมในการสรรหาและแต่งตั้งกรรมการ เช่น (1)จัดให้มีช่องทางสำหรับผู้ถือหุ้นในการเสนอชื่อกรรมการก่อนการประชุมสามัญประจำปีหรือ(2)มีกระบวนการที่ทำให้มั่นใจได้ว่าผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสามารถเลือกตั้งกรรมการที่เป็นอิสระเพื่อดูแลผลประโยชน์แทนตนได้ |
| B.13 | บริษัทได้กำหนดวิธีการลงคะแนนเสียงเลือกตั้งกรรมการ โดยการลงคะแนนเสียงแบบสะสม (Cumulative Voting) หรือ ไม่ (Bonus) | การลงคะแนนเสียงแบบสะสมเป็นวิธีการลงคะแนนเสียงที่ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสามารถเลือกที่จะลงคะแนนเสียงทั้งหมดที่ตนมีอยู่ให้กับกรรมการคนใดคนหนึ่งที่ตนต้องการเลือกเป็นกรรมการหรือจะแบ่งคะแนนเพื่อเลือกตั้งกรรมการหลายคนก็ได้ จึงถือเป็นวิธีการที่จะเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสามารถมีสิทธิมีเสียงในการเลือกตั้งผู้ที่ต้องการให้เป็นกรรมการได้อย่างแท้จริง ดังนั้น <u>หากบริษัทมีการใช้วิธีลงคะแนนเสียงแบบสะสมในการเลือกตั้งกรรมการก็ถือเป็นแนวปฏิบัติที่ดียิ่งขึ้น</u> |

ตาราง A-6 หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในหมวดที่ 3 การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสียที่นำมาวิเคราะห์กับผลการศึกษา

| ข้อ | หลักเกณฑ์ | แนวพิจารณา |
|------|---|---|
| C.4 | คณะกรรมการได้จัดให้มีกองทุนสำรองเลี้ยงชีพสำหรับพนักงานหรือไม่ | การจัดตั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพพนักงานเป็นการแสดงถึงการปฏิบัติที่เป็นรูปธรรมของบริษัทในการดูแลพนักงานในระยะยาว |
| C.10 | คณะกรรมการได้กำหนดนโยบายและแนวปฏิบัติเกี่ยวกับเจ้าหนี้ โดยเฉพาะเรื่องเงื่อนไขค้ำประกัน การบริหารเงินทุน และกรณีที่เกิดการผิดนัดชำระหนี้ ไว้หรือไม่อย่างไร | คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายเกี่ยวกับการปฏิบัติ ที่เป็นธรรมและรับผิดชอบต่อเจ้าหนี้ โดยเฉพาะเรื่องเงื่อนไขค้ำประกัน การบริหารเงินทุน และกรณีที่เกิดการผิดนัดชำระหนี้ ไว้อย่างชัดเจนเป็นรูปธรรมและเปิดเผยถึงการปฏิบัติไว้ให้เป็นที่ทราบ |
| C.18 | คณะกรรมการได้จัดกิจกรรมหรือเข้าไปมีส่วนร่วมสนับสนุนกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาชุมชนหรือไม่ อย่างไร | คณะกรรมการควรสนับสนุนการจัดกิจกรรมหรือเข้าไปมีส่วนร่วมสนับสนุนกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาชุมชน โดยกำหนดเป็นนโยบายและเปิดเผยถึงการปฏิบัติไว้ให้เป็นที่ทราบ |
| C.19 | คณะกรรมการมีการกำหนดนโยบายการดำเนินธุรกิจภายใต้มาตรฐานสิ่งแวดล้อมหรือไม่ | คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายในเรื่องการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม และมีแนวปฏิบัติที่เป็นรูปธรรม เช่น การดำเนินการตามมาตรฐาน ISO14000, 14001 หรือมีมาตรการ/วิธีปฏิบัติภายในองค์กรที่แสดงถึงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม |

ตาราง A-7 หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในหมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใสที่นำมา
วิเคราะห์กับผลการศึกษา

| ข้อ | หลักเกณฑ์ | แนวพิจารณา |
|-----|---|--|
| | บริษัทมีการเปิดเผยโครงสร้างผู้ถือหุ้น อย่างโปร่งใสหรือไม่อย่างไร | ผู้ถือหุ้น/ผู้ลงทุนควรมีสิทธิที่จะทราบถึงโครงสร้างการเป็น เจ้าของของกิจการที่ตนเองเข้าไปลงทุน และสิทธิของตนเอง โดยเปรียบเทียบกับผู้ถือหุ้นอื่น ดังนั้นการเปิดเผยข้อมูล อย่างชัดเจนโปร่งใส โดยในกรณีที่มีโครงสร้างของกลุ่ม บริษัท ควรมีการเปิดเผยข้อมูลในลักษณะที่จะแสดงให้เห็น ถึงผู้มีอำนาจควบคุมที่แท้จริงของบริษัท |
| D.1 | มีการแจกแจง โครงสร้างผู้ถือหุ้นหรือไม่ | บริษัทควรเปิดเผย โครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยแจกแจง โครงสร้าง ที่แสดงถึงผู้ถือหุ้นรายใหญ่และสัดส่วนของ ผู้ถือหุ้นส่วน น้อยไว้อย่างครบถ้วนชัดเจน |
| D.2 | โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เปิดเผยแสดงให้เห็นถึงผู้ถือหุ้นที่แท้จริงของบริษัทได้ อย่างชัดเจนหรือไม่ | โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เปิดเผย ควรเป็นข้อมูลล่าสุด ที่ แสดงให้เห็นให้ผู้ใช้ข้อมูลสามารถทราบถึงผู้ถือหุ้นที่แท้จริง (Beneficial Owner) ของบริษัทได้อย่างชัดเจน ซึ่ง <u>ไม่ควร</u> มี <u>Nominee</u> ถือหุ้นอยู่เลย หรือมี <u>Nominee</u> ถือหุ้นอยู่น้อยกว่า <u>หรือเท่ากับ 5%</u> |
| D.3 | มีการเปิดเผยข้อมูลการถือหุ้นของ กรรมการ ทั้งทางตรงและทางอ้อมไว้ หรือไม่ | บริษัทควรเปิดเผยการถือหุ้นของกรรมการทั้งทางตรง คือ การถือหุ้นของกรรมการ และทางอ้อม เช่น การ ถือหุ้น ของกลุ่มสมรสและบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะของกรรมการ ไว้ ในรายงานประจำปี |

ตาราง A-7 หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในหมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใสที่นำมา
วิเคราะห์กับผลการศึกษา (ต่อ)

| ข้อ | หลักเกณฑ์ | แนวพิจารณา |
|------|--|--|
| D.4 | มีการเปิดเผยข้อมูลการถือหุ้นของผู้บริหารทั้งทางตรงและทางอ้อมไว้หรือไม่ | บริษัทควรเปิดเผยการถือหุ้นของผู้บริหารทั้งทางตรง คือ การถือหุ้นของผู้บริหาร และทางอ้อม เช่น การถือหุ้นของคู่สมรสและบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะของผู้บริหาร ไว้ในรายงานประจำปี |
| D.7 | ฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน | ควรเป็นการอธิบายเชิงวิเคราะห์เกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญ รวมทั้งปัจจัยที่เป็นสาเหตุหรือมีผลต่อฐานะการเงินผลการดำเนินงานของบริษัท |
| D.11 | ความเสี่ยงหลัก (Key Risks) ในการดำเนินธุรกิจ ของบริษัท | แสดงถึงปัจจัยที่ทำให้เกิดความเสี่ยงหลักของการดำเนินธุรกิจของบริษัท โดยกล่าวถึงลักษณะความเสี่ยง สาเหตุและผลกระทบ รวมทั้งแนวทางในการป้องกันหรือลดความเสี่ยง |
| D.41 | โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท | - |

ตาราง A-8 หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในหมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการที่นำมา
วิเคราะห์กับผลการศึกษา

| ข้อ | หลักเกณฑ์ | แนวพิจารณา |
|------|--|---|
| E.69 | ประธานกรรมการของบริษัทเป็น กรรมการอิสระหรือไม่ | - |
| E.70 | ประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด ของบริษัทเป็นคนเดียวกันหรือไม่ | ประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรมีหน้าที่ ความรับผิดชอบต่างกัน จึงควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่ง ประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการ ผู้จัดการ(ผู้บริหารสูงสุด) |
| | การแต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบ | คณะกรรมการควรแต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบที่มีความ เป็นอิสระ โดยมีการกำหนดบทบาทหน้าที่ไว้ให้ชัดเจน |
| E.75 | สมาชิกของคณะกรรมการตรวจสอบ เป็นกรรมการอิสระทั้งหมดหรือไม่ | - |
| E.83 | คณะกรรมการค่าตอบแทนประกอบด้วย กรรมการอิสระเป็นส่วนใหญ่ (มากกว่า 50%) หรือไม่ | - |
| E.84 | ประธานคณะกรรมการค่าตอบแทนเป็น กรรมการอิสระหรือไม่ | - |

ตาราง A-8 หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในหมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการที่นำมา
วิเคราะห์กับผลการศึกษา (ต่อ)

| ข้อ | หลักเกณฑ์ | แนวพิจารณา |
|-------|--|---|
| E.89 | คณะกรรมการสรรหาประกอบด้วย กรรมการอิสระทั้งหมดหรือไม่ (Bonus) | - |
| E.90 | คณะกรรมการสรรหาประกอบด้วย กรรมการอิสระเป็นส่วนใหญ่ (มากกว่า 50%) หรือไม่ | ประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรมีหน้าที่ ความรับผิดชอบต่างกัน จึงควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่ง ประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการ ผู้จัดการ(ผู้บริหารสูงสุด) |
| E.94 | คณะกรรมการมีการจัดตั้ง CG Committee (เฉพาะระดับกรรมการ) หรือไม่ | คณะกรรมการควรแต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบที่มีความ เป็นอิสระ โดยมีการกำหนดบทบาทหน้าที่ไว้ให้ชัดเจน |
| E.96 | คณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการ จำนวน 5-12 คน หรือไม่ | - |
| E.99 | คณะกรรมการบริษัทมีกรรมการที่เป็น กรรมการอิสระเป็นจำนวนเท่าไร | คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่เป็นอิสระ มากกว่า 50% |
| E.101 | กรรมการอิสระมีความเป็นอิสระจากฝ่าย บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท หรือไม่ | - |

ตาราง A-9 แสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างคะแนนรรมาภิบาลกับตัวแปรอิสระอื่นๆ

| | 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 |

ตาราง A-10 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการกับระดับคะแนนธรรมาภิบาล

| | 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 |



ตาราง A-11 แสดงผลการวิจัยมูลค่ากิจการทางบัญชีโดยใช้แบบจำลอง Treatment Effect

| ตัวแปรอธิบาย | เครื่องหมายที่คาดหวัง | ระดับคะแนนธรรมาภิบาล | | |
|--------------------|-----------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | | CG345 | CG45 | CG5 |
| ROA | | | | |
| CG* | + | 0.0834 *** (0.008) | -0.0786 *** (0.0059) | -0.0548 *** (0.0091) |
| ROA _{t-1} | + | 0.6603 *** (0.0153) | 0.6584 *** (0.0153) | 0.6798 *** (0.0151) |
| Asset | + | 0.0029 *** (0.0011) | 0.0023 ** (0.0011) | 0.0039 *** (0.0011) |
| Constant | | -0.1044 *** (0.0257) | -0.0056 (0.0253) | -0.0646 *** (0.025) |
| Time Dummy | | Yes | Yes | Yes |
| Industry Dummy | | Yes | Yes | Yes |
| CG* | | | | |
| fam | - | 0.1159 (0.0712) | -0.0878 (0.0679) | -0.5088 *** (0.1013) |
| cd | - | 0.5346 *** (0.1763) | -0.0836 (0.1621) | 0.5409 ** (0.2627) |
| bi | + | 0.5848 ** (0.2601) | 1.7791 *** (0.2423) | 3.0641 *** (0.3511) |
| v | - | 0.1646 (0.121) | -0.0632 (0.1119) | 0.1330 (0.1762) |
| cv | + | -0.6836 *** (0.1426) | -0.5293 *** (0.1175) | -0.8106 *** (0.1684) |
| da | + | -0.5978 *** (0.0848) | 0.2931 *** (0.0935) | 0.4260 *** (0.1164) |
| Constant | | 0.9499 *** (0.1978) | -0.6827 *** (0.1795) | -1.9668 *** (0.2597) |
| Time Dummy | | Yes | Yes | Yes |
| Industry Dummy | | Yes | Yes | Yes |
| athrho | | -0.62145 *** | 0.838175 *** | 0.457873 *** |
| Insigma | | -2.54816 *** | -2.48981 *** | -2.60731 *** |
| N | | 2452 | 2452 | 2452 |
| Number of Firms | | 351 | 351 | 351 |
| ll | | 1526.644 | 1510.991 | 2236.795 |
| chi2 | | 2302.95 *** | 2235.947 *** | 2302.183 *** |

ตาราง A-12 แสดงผลการวิจัยมูลค่ากิจการตามราคาตลาด โดยใช้แบบจำลอง Treatment Effect

| ตัวแปรอธิบาย | เครื่องหมายที่คาดหวัง | ระดับคะแนนธรรมชาติ | | |
|-----------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|
| | | CG345 | CG45 | CG5 |
| Tobinq | | | | |
| CG* | + | -0.0315 (0.1166) | 0.0490 (0.1326) | 1.8355 *** (0.0687) |
| Tobinq _{t-1} | + | 0.4792 *** (0.0178) | 0.4775 *** (0.0178) | 0.3052 *** (0.0152) |
| Asset | + | -0.0442 *** (0.0175) | -0.5791 ** (0.0182) | -0.0565 *** (0.0163) |
| Constant | | 1.5828 *** (0.4029) | 1.8548 *** (0.4116) | 1.9113 *** (0.3768) |
| Time Dummy | | Yes | Yes | Yes |
| Industry Dummy | | Yes | Yes | Yes |
| CG* | | | | |
| fam | - | 0.1294 (0.0807) | -0.0752 (0.0827) | -0.3566 *** (0.0742) |
| cd | - | 0.2541 (0.1959) | 0.0223 (0.1961) | 0.7473 *** (0.1981) |
| bi | + | 0.9521 *** (0.2866) | 2.2685 *** (0.2919) | 1.0974 *** (0.2592) |
| v | - | 0.0493 (0.1388) | -0.1550 (0.14) | 0.0319 (0.1314) |
| cv | + | -0.7898 *** (0.1519) | -0.7431 *** (0.136) | -0.5625 *** (0.1173) |
| da | + | -0.3245 *** (0.0989) | -0.0103 (0.0829) | 0.3406 *** (0.1) |
| Constant | | 0.8594 *** (0.2171) | -0.5118 ** (0.2051) | -0.9073 *** (0.1986) |
| Time Dummy | | Yes | Yes | Yes |
| Industry Dummy | | Yes | Yes | Yes |
| athrho | | 0.0315 | 0.0467 | -1.3799 *** |
| Insigma | | 0.1529 *** | 0.1520 *** | 0.2660 *** |
| N | | 2425 | 2425 | 2425 |
| Number of Firms | | 351 | 351 | 351 |
| ll | | -5260.2067 | -5300.9927 | -4416.6506 |
| chi2 | | 950.7154 *** | 953.8286 *** | 1638.8214 *** |