

ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุน  
กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาวธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ

สถาบันวิทยบริการ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2550

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE ON THE RELATIONSHIP BETWEEN  
INVESTMENT OPPORTUNITY SET AND FIRM PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES  
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND



Miss Tantip Srivisut

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Accountancy Program in Accounting

Department of Accountancy  
Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2007

Copyright of Chulalongkorn University

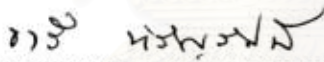
หัวข้อวิทยานิพนธ์ ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของ  
โอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนใน  
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
โดย นางสาวธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ  
สาขาวิชา การบัญชี  
อาจารย์ที่ปรึกษา ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พิมพ์พนา ปิตรวัชชัย

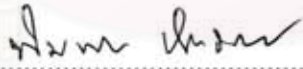
---


คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้  
วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหาร  
ศาสตรบัณฑิต

  
..... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
(รองศาสตราจารย์ ดร.อรรณพ ตันละมัย)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

  
..... ประธานกรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ ธารี นีร์จูร์คีมี)

  
..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พิมพ์พนา ปิตรวัชชัย)

  
..... กรรมการ  
(อาจารย์ ดร.กิตติมา อัครนุพงศ์)

ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ : ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของ  
โอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง  
ประเทศไทย (THE EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE ON THE  
RELATIONSHIP BETWEEN INVESTMENT OPPORTUNITY SET AND FIRM  
PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF  
THAILAND) อ.ที่ปรึกษา: ผศ. ดร.พิมพ์พนา ปิตรวัชชัย, 110 หน้า.

วิทยานิพนธ์นี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา 1) ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุน  
กับผลการดำเนินงาน และ 2) ผลกระทบของกลไกในการกำกับดูแลกิจการต่อทิศทางความสัมพันธ์  
ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง  
ประเทศไทย โดยกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ประกอบด้วย 3 กลไก ได้แก่ 1)  
สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ 2) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร และ 3) ค่าตอบแทนของผู้บริหาร โดย  
รูปแบบการวิจัยเป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง  
ประเทศไทยปี 2548 และปี 2549 จำนวน 715 บริษัท เทคนิคที่ใช้ในทางสถิติที่ใช้คือการวิเคราะห์  
ความถดถอยแบบบริดจ์

ผลการศึกษาพบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการ  
ดำเนินงานงวดปัจจุบันของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวได้ว่าบริษัทที่มีการจ่าย  
ค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในอัตราที่สูงจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันดีกว่าบริษัทที่มีการ  
จ่ายค่าตอบแทนดังกล่าวในอัตราต่ำสะท้อนให้เห็นว่านโยบายการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหาร  
สามารถลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนได้ ส่วนการศึกษาผลกระทบของกลไกในการกำกับดูแลพบว่า  
ค่าตอบแทนของผู้บริหารทำให้เกิดความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับ  
ผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นหมายถึงว่าบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุน  
จะมีผลการดำเนินงานที่ดีได้หากบริษัทดังกล่าวจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารในอัตราที่สูง สำหรับตัว  
แปรที่เหลือไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันของบริษัท แต่เมื่อแยกวิเคราะห์  
ข้อมูลเป็นรายปีพบว่า ปี 2548 กลุ่มของโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการ  
ดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ในปี 2549 ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ  
ระหว่างตัวแปรดังกล่าวแต่อย่างใด

ภาควิชา.....การบัญชี..... ลายมือชื่อนิสิต.....ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ.....  
สาขาวิชา.....การบัญชี..... ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....พิมพ์พนา ปิตรวัชชัย.....  
ปีการศึกษา..... 2550.....

## 488 21915 26: MAJOR ACCOUNTING

KEY WORD: AGENCY THEORY/ CORPORATE GOVERNANCE/ INVESTMENT  
OPPORTUNITY SET/ FIRM PERFORMANCE/ INTERACTION TERM

TANTIP SRIVISUT: THE EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE ON THE  
RELATIONSHIP BETWEEN INVESTMENT OPPORTUNITY SET AND FIRM  
PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF  
THAILAND. THESIS ADVISOR: ASST. PROF. PIMPANA PEETATHAWATCHAI,  
DBA., 110 pp.

This thesis aims to study 1) the relationship between investment opportunity set and firm performance and 2) the effects of corporate governance on the relationship between investment opportunity set and firm performance of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET). Three corporate governance mechanisms are used in this study: 1) the proportion of the independent director, 2) the managerial ownership, and 3) the managerial remuneration. This study is an empirical research and the sample includes 715 Thai listed companies in the SET during the year 2005 to 2006. Ridge regression analysis is used to test the relationship between these variables and the firm performance.

The results indicate that managerial remuneration has a significantly positive association with the current performance. That is, the higher the managerial remuneration, the better the firm performance. This result implies that the managerial remuneration policy can be used to reduce agency costs. For the effects of corporate governance variables, the managerial remuneration has a significantly positive effect on the relationship between investment opportunity set and current performance. That is, the companies with investment opportunity would have good performance if they pay high managerial remuneration. The remaining variables are not found to be significantly associated with the current performance. However, when separate the analyses by year, the investment opportunity set has a significantly positive associated with the current performance in 2005 while the association is not found to be significant in 2006.

Department.....Accountancy.....: Student's signature..... TANTIP SRIVISUT.....  
Field of study....Accounting..... Advisor's signature..... Pimpana Peetathawatchai.....  
Academic year.....2007.....

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความกรุณาและความช่วยเหลืออย่างดียิ่งจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พิมพ์พนา ปิตวัชชัย อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ซึ่งท่านได้กรุณาสละเวลาอันมีค่าในการให้คำปรึกษา คำแนะนำ ตลอดจนแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ อย่างดียิ่ง จนทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดี ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงในความกรุณาของท่านไว้ ณ ที่นี้ และข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ธานี หิรัญรัมย์ ประธานสอบวิทยานิพนธ์ และอาจารย์ ดร. กิตติมา อัครนุพงศ์ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ที่ท่านได้กรุณาสละเวลาอันมีค่าและให้คำชี้แนะอันเป็นประโยชน์ต่อการแก้ไขวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น พร้อมกันนี้ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ให้แก่ข้าพเจ้าตั้งแต่การศึกษาระดับชั้นต้นจนถึงปัจจุบัน

สุดท้ายนี้ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณคุณพ่อ คุณแม่ ที่คอยส่งเสริมและสนับสนุนทางด้านการศึกษาของข้าพเจ้าเป็นอย่างดีมาโดยตลอด และเป็นกำลังใจที่สำคัญอย่างยิ่งที่ทำให้ข้าพเจ้ามีความมานะพยายามในการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จนสำเร็จ และขอขอบคุณญาติ พี่น้อง และเพื่อน ๆ ทุกคนที่คอยให้ความช่วยเหลือ และเป็นกำลังใจแก่ข้าพเจ้าด้วยดีเสมอมา

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญ

|   | หน้า |
|---|------|
| บทคัดย่อภาษาไทย.....  | ง    |
| บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....   | จ    |
| กิตติกรรมประกาศ.....  | ฉ    |
| สารบัญ.....   | ช    |
| สารบัญตาราง.....  | ญ    |
| สารบัญภาพ.....  | ฎ    |
| บทที่   |      |
| 1 บทนำ.....   | 1    |
| ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....                                   | 1    |
| วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....  | 3    |
| ขอบเขตการวิจัย.....   | 4    |
| คำนิยามที่เกี่ยวข้อง.....   | 4    |
| ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....  | 5    |
| วิธีดำเนินการวิจัย.....   | 5    |
| ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....                                  | 6    |
| 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....                                 | 7    |
| แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....                                      | 7    |
| แนวคิดทฤษฎีตัวแทน.....  | 7    |
| ความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงาน<br>ของบริษัท..... | 10   |
| แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลที่ดี.....                                 | 13   |
| แนวคิดเกี่ยวกับกลไกการกำกับดูแลกิจการ.....                            | 15   |
| วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง.....  | 20   |

| บทที่   | หน้า |
|---|------|
| งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระ<br>กับผลการดำเนินงาน.....           | 20   |
| งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธระหว่างสัดส่วนการถือหุ้น<br>ของผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน..... | 25   |
| งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธระหว่างค่าตอบแทนของ<br>ผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน.....         | 29   |
| งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุน<br>กับผลการดำเนินงาน.....       | 32   |
| การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย  | 38   |
| 3 วิธีดำเนินการวิจัย.....   | 42   |
| รูปแบบงานวิจัย.....   | 42   |
| วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล.....  | 42   |
| ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย และการวัดค่า.....  | 43   |
| การวิเคราะห์ข้อมูล.....   | 56   |
| 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....   | 58   |
| ผลการวิเคราะห์ข้อมูลของจำนวนบริษัทที่นำมาศึกษา.....   | 58   |
| ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของตัวแปรที่ศึกษา.....   | 59   |
| ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร.....  | 79   |
| 5 บทสรุป อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ.....   | 90   |
| อภิปรายผลการวิจัย.....  | 91   |
| ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอธิบายกับตัวแปรตาม.....  | 93   |
| ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรกดกับตัวแปรตาม.....  | 94   |
| ความสัมพันธ์ระหว่าง Interaction term กับตัวแปรตาม.....  | 95   |
| สรุปผลการวิจัย.....   | 96   |



| บทที่                           | หน้า |
|---------------------------------|------|
| ข้อจำกัดในงานวิจัย.....         | 97   |
| ข้อเสนอแนะ.....                 | 98   |
| งานวิจัยในอนาคต.....            | 98   |
| รายการอ้างอิง.....              | 100  |
| ภาคผนวก.....                    | 106  |
| ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์..... | 110  |

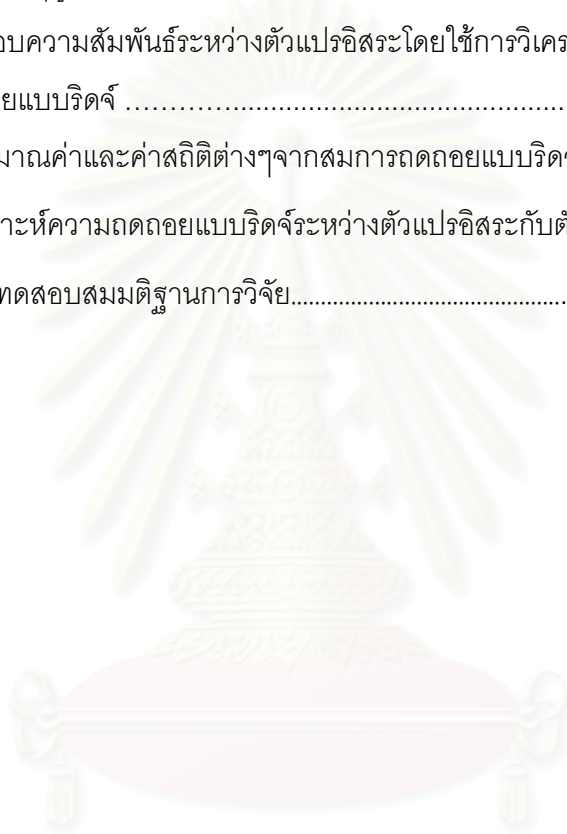


สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญตาราง

| ตาราง | หน้า   |    |
|-------|--|----|
| 2.1   | สรุปรวบรวมเรื่องเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการที่มาจากบุคคล<br>ภายนอกกับผลการดำเนินงานของบริษัท.....    | 24 |
| 2.2   | สรุปรวบรวมเรื่องเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร<br>กับผลการดำเนินงานของบริษัท..... | 28 |
| 2.3   | สรุปรวบรวมเรื่องเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหาร<br>กับผลการดำเนินงานของบริษัท.....         | 31 |
| 2.4   | สรุปรวบรวมเรื่องเกี่ยวกับกลุ่มของโอกาสในการลงทุน.....  | 35 |
| 2.5   | สรุปแหล่งที่มาของตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย.....   | 37 |
| 3.1   | สรุปตัวแปรที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุน.....  | 45 |
| 3.2   | เกณฑ์ในการพิจารณาความเป็นอิสระของงานวิจัยในอดีต.....   | 49 |
| 3.3   | วิธีการวัดมูลค่าค่าตอบแทนผู้บริหารของงานวิจัยในอดีต.....   | 52 |
| 3.4   | สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด.....  | 55 |
| 4.1   | จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....   | 59 |
| 4.2   | สถิติเชิงพรรณนาอัตราส่วนที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนโดยจำแนกตามปีที่ศึกษา.....                                   | 61 |
| 4.3   | การวิเคราะห์ปัจจัยของกลุ่มของโอกาสในการลงทุน.....  | 62 |
| 4.4   | สถิติเชิงพรรณนากลุ่มของโอกาสในการลงทุนโดยจำแนกตามปีที่ศึกษา.....   | 65 |
| 4.5   | สถิติเชิงพรรณนากลุ่มของโอกาสในการลงทุนโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....  | 66 |
| 4.6   | สถิติเชิงพรรณนาผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันโดยจำแนกตามปีที่ศึกษา.....   | 67 |
| 4.7   | สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ.....  | 68 |
| 4.8   | สถิติเชิงพรรณนาสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระโดยจำแนกตามปีที่ศึกษา.....  | 69 |
| 4.9   | สถิติเชิงพรรณนาสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....                                     | 71 |
| 4.10  | สถิติเชิงพรรณนาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารโดยจำแนกตามปีที่ศึกษา.....                                       | 72 |
| 4.11  | สถิติเชิงพรรณนาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....                                  | 73 |
| 4.12  | สถิติเชิงพรรณนาค่าตอบแทนของผู้บริหารโดยจำแนกตามปีที่ศึกษา.....   | 74 |

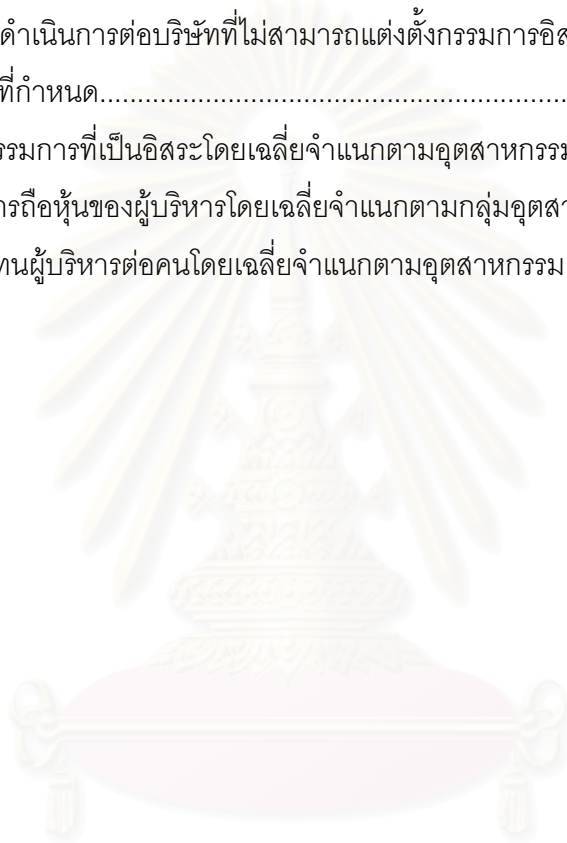
| ตาราง   | หน้า |
|---|------|
| 4.13 สถิติเชิงพรรณนาค่าตอบแทนของผู้บริหารโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....                        | 75   |
| 4.14 สถิติเชิงพรรณนาตัวแปรควบคุมโดยจำแนกตามปีการศึกษา.....                                      | 78   |
| 4.15 การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระโดยใช้การวิเคราะห์<br>ความถดถอยพหุคูณเชิงเส้น..... | 81   |
| 4.16 การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระโดยใช้การวิเคราะห์<br>ความถดถอยแบบบริดจ์ .....     | 82   |
| 4.17 ผลการประมาณค่าและค่าสถิติต่างๆจากสมการถดถอยแบบบริดจ์.....                                  | 82   |
| 4.18 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยแบบบริดจ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปร.....                           | 84   |
| 4.19 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย.....  | 89   |



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญภาพ

| แผนภาพ  | หน้า |
|---|------|
| 1.1 กรอบแนวคิดงานวิจัย.....   | 5    |
| 3.1 แสดงนิยามคำว่าผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....                    | 52   |
| 4.1 โอกาสในการลงทุนโดยเฉลี่ยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....                          | 66   |
| 4.2 มาตรการดำเนินการต่อบริษัทที่ไม่สามารถแต่งตั้งกรรมการอิสระตามเวลาที่กำหนด..... | 69   |
| 4.3 สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระโดยเฉลี่ยจำแนกตามอุตสาหกรรม.....                    | 71   |
| 4.4 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารโดยเฉลี่ยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....            | 73   |
| 4.5 ค่าตอบแทนผู้บริหารต่อคนโดยเฉลี่ยจำแนกตามอุตสาหกรรม.....                       | 76   |



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากการที่บริษัทขนาดใหญ่ในสหรัฐอเมริกาอย่าง Enron ได้เกิดการล้มละลายในปี พ.ศ. 2544 ทำให้เกิดประเด็นคำถามจากผู้ที่เกี่ยวข้องหลายฝ่ายถึงสาเหตุการล้มละลายของ Enron เนื่องจาก Enron เป็นบริษัทค้าพลังงานและการโทรคมนาคมอันดับที่ 7 ของประเทศสหรัฐอเมริกา และอันดับที่ 16 ของโลกจากมูลค่าทางการค้าที่มีรายได้ในปี 2000 และนิตยสาร Fortune ยกย่องให้เป็นบริษัทที่น่าชื่นชมที่สุดในโลก แต่สิ่งสำคัญที่ทำให้ Enron ล้มละลายนั้น เกิดจากการขาดความเชื่อมั่นของสถาบันการเงินและผู้ลงทุนต่อบริษัทในด้านความโปร่งใส สุจริตและความเที่ยงธรรมในการบริหารงาน (ทรงเดช, 2545) สาเหตุสำคัญที่ทำให้ Enron ขาดความโปร่งใส สุจริตและความเที่ยงธรรมในการบริหารงาน เนื่องมาจากปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทน (Principal and Agent Problem) ที่ขาดระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance)

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตพบว่า (Jensen and Meckling, 1976; John and Senbet, 1998) บริษัทที่แยกความเป็นเจ้าของออกจากการบริหาร จะทำให้เกิดต้นทุนจากการที่ผู้บริหารไม่ได้ทำหน้าที่เป็นตัวแทนของบริษัทอย่างสมบูรณ์ (Agency cost)<sup>1</sup> ขึ้น สาเหตุอันเนื่องมาจากผู้บริหารและผู้ถือหุ้นต่างมีผลประโยชน์ที่ขัดแย้งกัน (Conflict of Interest) โดยผู้ถือหุ้นในฐานะเจ้าของบริษัทจะให้ความสนใจกับความมั่งคั่งอันเกิดจากมูลค่าของกิจการที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่ผู้บริหารซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแทนของเจ้าของ และไม่มีส่วนได้เสียในกิจการจะให้ความสนใจกับผลประโยชน์ส่วนตัวในรูปของผลตอบแทน และชื่อเสียงในหน้าที่การงานมากกว่าที่จะเพิ่มความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท ซึ่งความขัดแย้งดังกล่าวจะทำให้การบริหารงานเป็นไปอย่างไม่มีประสิทธิภาพ และจะกลายเป็นต้นทุนที่บริษัทต้องรับภาระไว้ โดย Hutchinson and Gul (2004) กล่าวว่าไว้ว่าความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารจะทวีความรุนแรงมากขึ้นเมื่อบริษัทมีโอกาสลงทุนในโครงการต่างๆ ส่งผลให้โอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องมาจาก 2 สาเหตุ ได้แก่ ปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น และปัญหาการ

---

<sup>1</sup>Agency cost หมายถึง ต้นทุนที่เกิดจากการมีตัวแทน ซึ่งประกอบไปด้วย ต้นทุนในการตรวจสอบผลการดำเนินงาน (Monitoring cost) ต้นทุนในการจูงใจผู้บริหารให้ปฏิบัติตามข้อตกลงในสัญญาหรือต้นทุนจากการสร้างภาระผูกพันให้กับผู้บริหาร (Bonding cost) และต้นทุนความเสียหายจากการตัดสินใจเกี่ยวกับการปฏิบัติหน้าที่ที่ผิดพลาด (Residual loss) เป็นต้น

กระจายการลงทุน ซึ่งปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ตามแนวคิดของ Myer (1977) กล่าวว่า เมื่อบริษัทมีหนี้สินในสัดส่วนที่สูง ผู้บริหารที่กระทำหน้าที่รักษาผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นจะตัดสินใจไม่ลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนเป็นบวก เนื่องจากเจ้าหนี้จะมีสิทธิเรียกร้องกระแสเงินสดในโครงการลงทุนก่อนผู้ถือหุ้น ถือเป็น การถ่ายโอนมูลค่าของบริษัทจากผู้ถือหุ้นไปยังเจ้าหนี้ ซึ่งการตัดสินใจดังกล่าวจะทำให้บริษัทสูญเสียโอกาสในการลงทุนเพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัท ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลงในที่สุด ส่วนปัญหาการกระจายการลงทุน (Diversified Acquisitions Problem) มีสมมติฐานที่ว่าระดับการกระจายการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าของบริษัท ซึ่งงานวิจัยในอดีต อาทิเช่น Jensen (1986); Shleifer and Vishny (1989); และ สันติ และวิมลพร (2546) ได้อธิบายสาเหตุที่การกระจายการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าของบริษัทไว้ว่าเกิดจากผู้บริหารขยายการลงทุนไปในธุรกิจที่มีผลตอบแทนต่ำหรือลงทุนในธุรกิจเดิมที่ผู้บริหารมีประสบการณ์และความชำนาญ เพื่อต้องการได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น หรือเพื่อเพิ่มอำนาจในการต่อรองค่าตอบแทน หรือเพิ่มอำนาจในการตัดสินใจเกี่ยวกับการวางกลยุทธ์ในระดับองค์กรเพื่อลดความเสี่ยงจากการว่าจ้างงานโดยไม่คำนึงถึงมูลค่าของบริษัทที่ลดลง

ปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารโดยเฉพาะในบริษัทที่มีโอกาสการลงทุนทำให้ผู้ถือหุ้นในฐานะเจ้าของบริษัทพยายามหาเครื่องมือที่จะช่วยให้ผู้บริหารกระทำการเพื่อผลประโยชน์ของตนเองมากขึ้น หรือที่เรียกว่าการกำกับดูแลกิจการ(Corporate Governance) ซึ่งสามารถกระทำได้ 2 แนวทาง ได้แก่ การตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหาร (Monitoring) และการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหาร (Incentive) หรือการสร้างภาระผูกพันให้กับผู้บริหาร (Bonding)

การตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารเพื่อให้การดำเนินงานของผู้บริหารเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นอาจอาศัยกลไกการตรวจสอบจากภายนอก และกลไกการตรวจสอบจากภายใน โดยกลไกการตรวจสอบจากภายนอกนั้นแบ่งออกได้เป็น 3 กลุ่ม ดังนี้ 1) การตรวจสอบจากตลาดหลักทรัพย์ที่บริษัทนั้นจดทะเบียนอยู่ (Market for corporate control) 2) กลไกการแข่งขันในตลาด (Product market) และ 3) การตรวจสอบโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซึ่งไม่มีส่วนร่วมในการบริหารงานของบริษัท สำหรับกลไกการควบคุมจากภายในนั้นเกิดจากการมีคณะกรรมการบริษัททำหน้าที่ควบคุมดูแล และตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหาร เพื่อป้องกันการถ่ายโอนความมั่งคั่งของเจ้าของแหล่งเงินทุนทั้งในด้านของผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้มาเป็นของผู้บริหาร

สำหรับการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารสามารถแบ่งได้เป็น 2 แนวทาง คือ 1) การให้ผู้บริหารมีส่วนได้เสียในบริษัท โดยผ่านการให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทแก่คณะผู้บริหาร ซึ่งเป็นการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารมีความสนใจในการเพิ่มความมั่งคั่งให้แก่เจ้าของบริษัทมากขึ้น 2) การสร้างผลตอบแทนเพื่อจูงใจผู้บริหารให้ดำเนินการเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ซึ่งการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารทั้ง 2 แนวทางนั้น เป็นการปรับผลประโยชน์ของผู้บริหารให้สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นมาก

ขึ้น แต่วิธีการลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทน โดยการสร้างแรงจูงใจนั้นมีข้อเสียตรงที่ผู้บริหารมักจะอาศัยแรงจูงใจที่ผู้ถือหุ้นสร้างให้มาหาผลประโยชน์ส่วนตัว เช่น ผู้บริหารมีสัดส่วนความเป็นเจ้าของในระดับสูง จึงทำให้มีอำนาจในการตัดสินใจเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว โดยถ่ายโอนกำไรจากบริษัทที่ตนเองเป็นผู้บริหารมายังกิจการที่ตนเองเป็นเจ้าของทั้งหมด หรือการที่ผู้บริหารตกแต่งตัวเลขทางบัญชีทำให้ผลการดำเนินงานออกมาดีเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าความเป็นจริงได้ ดังนั้นการลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนโดยวิธีการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหาร จะต้องกระทำควบคู่ไปกับการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารอย่างเข้มงวดด้วย จึงจะทำให้เครื่องมือที่ช่วยในการลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

ตามทฤษฎีที่กล่าวไปในข้างต้นว่า การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) สามารถลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนในบริษัทลงได้ แต่จากงานวิจัยในอดีตซึ่งเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทกลับพบว่ากลไกควบคุมบางตัวไม่มีความสัมพันธ์หรือมีความสัมพันธ์กันน้อยกว่าผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งหมายความว่ากลไกการควบคุมดังกล่าวไม่ได้ทำให้ผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจากการบริหารงานของตัวแทนดีขึ้นแต่อย่างใด ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการไม่ได้ช่วยลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนตามที่กล่าวไว้ในทฤษฎีตัวแทน อาทิ เช่น Agrawal and Knoeber (1999); Bloom and Milkovich (1998); Core et al. (1999); Dalton et al. (1998); Hermalin and Weisbach (1991); Jensen and Murphy (1990); Kern and Kerr (1997); กาญจนาน (2542); และ ผกามาศ (2543) สาเหตุที่ผลงานวิจัยข้างต้นมิได้เป็นไปตามทฤษฎีตัวแทนที่กล่าวไว้โดย Jensen and Meckling (1976) เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการอาจจะไม่ได้ถูกนำมาใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพทุกบริษัท โดยส่วนใหญ่มักจะเป็นบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูง เนื่องจากผู้บริหารมีข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจเกี่ยวกับมูลค่าในอนาคตของโครงการลงทุนต่าง ๆ ดังนั้นกลไกการกำกับดูแลกิจการจึงเข้ามามีบทบาทสำคัญในการควบคุมการตัดสินใจและการดำเนินงานของผู้บริหารเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้มากกว่ากิจการที่มีโอกาสในการลงทุนน้อยกว่า (Hutchinson and Gul, 2004)

ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงได้พิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยมีกลไกการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวช่วยลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทน ซึ่งมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. เพื่อศึกษาผลกระทบของกลไกในการกำกับดูแลกิจการ ต่อทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 1.3 ขอบเขตการวิจัย

การศึกษานี้มีเป้าหมายที่จะศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยจะทำการเก็บข้อมูลจากงบการเงินรวม หรืองบการเงินเฉพาะในกรณีไม่มีบริษัทย่อย รายงานประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) ในปี 2549 และปี 2548 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สาเหตุที่เลือกทำการศึกษาในปี 2549 และปี 2548 เนื่องจากเป็นข้อมูลที่มีความทันสมัยเหมาะสมกับสภาพปัจจุบันมากที่สุด อีกทั้งข้อมูลปี 2549 ได้รับผลกระทบจากปัญหาทางด้านการเมืองและสภาพเศรษฐกิจ จึงอาจทำให้ผลที่ได้จากงานวิจัยไม่ได้เกิดจากสาเหตุการณืปกติ ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการเก็บข้อมูลปี 2548 เพื่อเปรียบเทียบกับข้อมูลปี 2549 ว่าผลที่ได้จากการศึกษามีความแตกต่างกันหรือไม่

### 1.4 คำนิยามที่เกี่ยวข้อง

1. **กรรมกรอิสระ (Independence)** หมายถึง กรรมกรที่มาจากบุคคลภายนอก และไม่ได้เป็นกรรมกรที่เป็นผู้บริหาร (Non-executive director) ซึ่งมีคุณสมบัติตามประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าด้วยคุณสมบัติของกรรมกรที่เป็นอิสระ โดยเปิดเผยข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1)

2. **ค่าตอบแทนของผู้บริหาร (Management remuneration)** หมายถึง ค่าตอบแทนรวมทั้งหมดที่บริษัทจ่ายให้กับผู้บริหาร ที่ได้มีการเปิดเผยข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) ซึ่งไม่รวมมูลค่าหุ้นหรือสิทธิซื้อหุ้นที่บริษัทมอบให้กับผู้บริหาร

3. **กลุ่มของโอกาสในการลงทุน (Investment opportunity set)** หมายถึง กลุ่มของตัวแปรที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนของบริษัทต่าง ๆ ในงานวิจัยครั้งนี้จะใช้เกณฑ์ราคา (Price-base) ตามแนวคิดของ Kallapur and Trombley (1999) โดยเกณฑ์ราคามีสมมติฐานว่าราคาตลาดของหุ้นมีความสัมพันธ์อย่างมากกับมูลค่าการลงทุนในสินทรัพย์เพื่อรักษากำลังการผลิตเดิม เนื่องจากโอกาสในการลงทุนถูกสะท้อนอยู่ในมูลค่าหุ้น

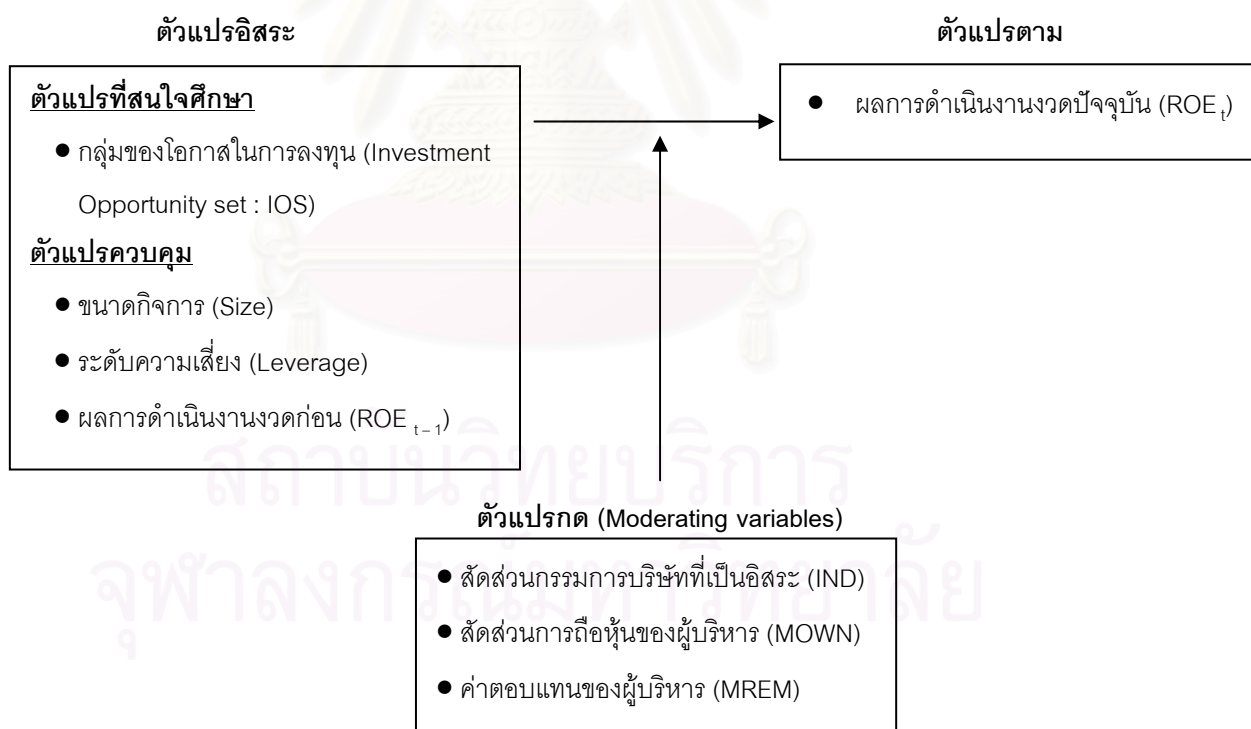


### 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

เมื่อทราบถึงประสิทธิภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทแล้ว สามารถนำมาใช้ประโยชน์โดยทำให้ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนตระหนักถึงความสำคัญของกลไกการกำกับดูแลกิจการเพื่อลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร รวมไปถึงการกระทำที่เอื้ออำนวยผลประโยชน์แก่ตนเองของผู้บริหาร

### 1.6 วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) มุ่งศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท และนำการกำกับดูแลกิจการมาศึกษาร่วมกับโอกาสในการลงทุนเพื่อพิจารณาว่ากลไกการกำกับดูแลมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่ ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอธิบาย ตัวแปรทด และตัวแปรตามสามารถอธิบายได้ตามแผนภาพที่ 1.1



แผนภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

### 1.7 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

เนื้อหาและผลการศึกษานี้จะมีการนำเสนอโดยแบ่งออกเป็น 5 บทดังนี้

บทที่ 1 กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการวิจัย ขอบเขตการวิจัย คำนียามที่เกี่ยวข้อง ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และวิธีดำเนินการวิจัยโดยสังเขป

บทที่ 2 กล่าวถึง การรวบรวมแนวคิดและทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษาที่ผ่านมา รวมถึงเอกสารและผลการวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้อง ประกอบด้วย แนวคิดทฤษฎีตัวแทน ความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลที่ดี แนวคิดกลไกการกำกับดูแลกิจการ งานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงาน งานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน งานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน และงานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงาน รวมทั้งการตั้งสมมติฐานเพื่อการทดสอบ

บทที่ 3 กล่าวถึง รูปแบบการวิจัย การเก็บรวบรวมข้อมูล ตัวแปรที่ใช้วิจัยและการวัดค่า ตัวแบบการวิจัย และสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

บทที่ 4 กล่าวถึง การนำเสนอผลการวิจัยเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา การนำเสนอผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงอนุมาน เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงาน และผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานตามที่ตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้

บทที่ 5 กล่าวถึง การสรุปและอภิปรายผลการวิจัย ข้อจำกัดของการศึกษา ข้อเสนอแนะ และงานวิจัยในอนาคต

## บทที่ 2

### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาค้นคว้าเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุน และกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน สามารถสรุปการทบทวนวรรณกรรมได้ดังนี้

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.2 การศึกษาและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 แนวคิดทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

จากการที่ระบบเศรษฐกิจที่แท้จริงไม่เหมือนกับระบบเศรษฐกิจในอุดมคติ จึงทำให้เกิดปัญหาการรับรู้ข่าวสารที่ไม่สมบูรณ์หรือไม่เท่าเทียมกัน คือ การที่คนกลุ่มหนึ่งไม่มีความรู้ความเข้าใจในคนอีกกลุ่มหนึ่งอย่างเพียงพอที่จะตัดสินใจดำเนินการใด ๆ ได้อย่างถูกต้อง ซึ่งการรับรู้ข้อมูลข่าวสารจะมีบทบาทที่สำคัญต่อการตัดสินใจดำเนินการในตลาด และจากการรับรู้ข่าวสารที่ไม่สมบูรณ์หรือไม่เท่าเทียมกันจึงก่อให้เกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทนขึ้น (กิตติชัย, 2548)

จากการศึกษาของ John and Senbet (1998) ปัญหาความขัดแย้งของตัวแทนสามารถแบ่งตามความขัดแย้งที่เกิดขึ้นได้ 4 รูปแบบดังนี้

2.1.1.1 Managerial Agency or Managerialism จากการที่ผู้ถือหุ้นได้มอบหมายอำนาจให้ผู้บริหารดำเนินการแทน ส่งผลให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวการ ประกอบกับปัญหา Moral hazard<sup>2</sup> เนื่องจากผู้ถือหุ้นไม่สามารถล่วงรู้ข้อมูลการตัดสินใจและการดำเนินงานของผู้บริหาร โดยภายใต้ทฤษฎีตัวแทนมองว่ามนุษย์ทุกคนย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว ดังนั้นผู้บริหารจะพยายามหาทางสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการก็ต่อเมื่อพิจารณาเห็นว่าสิ่งนั้นเอื้อประโยชน์ให้กับตนเองด้วย จึงมีสมมติฐานว่าเจ้าของกิจการ (ผู้ถือหุ้น) กับผู้บริหารต่างมีความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน โดยที่ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะทำการตัดสินใจใด ๆ ที่นำไปสู่การสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้กับ

---

<sup>2</sup> Moral hazard เป็นปัญหาที่เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ซึ่งเป็นการกระทำที่ผิดไปจากมาตรฐานอันเป็นที่ยอมรับ หรือเป็นปัญหาที่เกิดจากการกระทำที่ไม่ได้เป็นไปตามข้อตกลง หรือผิดจรรยาบรรณที่ควรจะเป็น

ตนเองโดยไม่คำนึงถึงอรรถประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดแก่เจ้าของกิจการ จากปัญหาความขัดแย้งข้างต้นจึงทำให้เกิดต้นทุนจากการมีตัวแทนขึ้น ซึ่งเครื่องมือที่สามารถลดต้นทุนจากการมีตัวแทน ประกอบด้วย 2 เครื่องมือ ได้แก่ การตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหาร และ การสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหาร ดังนี้

#### 1. การตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหาร

เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นต้องอาศัยเครื่องมือในการตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหาร มิเช่นนั้นผู้บริหารอาจตัดสินใจทำการใด ๆ ที่ก่อให้เกิดความมั่งคั่งแก่ตนเอง นอกเหนือจากผลตอบแทนที่ได้มีการตกลงไว้ในสัญญา ซึ่งอาจทำให้เกิดความเสี่ยงหรือผลเสียต่อผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่ของกิจการได้ การมีเครื่องมือในการตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารจึงเป็นสิ่งจำเป็นที่ช่วยให้แน่ใจว่าสัญญาที่ทำขึ้นระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นได้มีการยึดถือปฏิบัติตามนั้นจริง โดยกลไกการตรวจสอบนั้นสามารถแบ่งได้เป็น กลไกการตรวจสอบจากภายใน และกลไกการตรวจสอบจากภายนอก โดยกลไกการตรวจสอบจากภายในนั้นเกิดจากผู้ถือหุ้นซึ่งมีส่วนได้เสียกับผลการดำเนินงานของบริษัททำหน้าที่ตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหาร แต่ในทางปฏิบัติแล้วผู้ถือหุ้นอาจจะมีการกระจายตัวมากเกินไปที่จะทำการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารได้ อีกทั้งกระบวนการตรวจสอบดังกล่าวมีต้นทุนซึ่งผู้ที่ทำการตรวจสอบจะต้องเป็นผู้รับภาระต้นทุนส่วนนั้นไป ในขณะที่ผลตอบแทนที่บริษัทจะได้รับจากการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นนั้นถูกจัดสรรไปยังผู้ถือหุ้นทุกคนตามสิทธิส่วนได้เสียในบริษัท ดังนั้นจึงไม่มีผู้ถือหุ้นกลุ่มใดที่จะยอมเป็นผู้ทำการตรวจสอบและรับภาระค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบ แต่ทุกคนจะรอให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นทำการตรวจสอบแทน ในขณะที่ตนเองรอรับผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นจากการตรวจสอบดังกล่าว ซึ่งปัญหานี้ในทางเศรษฐศาสตร์มีชื่อเรียกว่า Free rider ดังนั้นในกรณีของบริษัทที่มีการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นมาก การตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารจึงเป็นไปได้ยาก เพื่อเป็นการแก้ไขปัญหาก็เกิดขึ้นผู้ถือหุ้นจึงได้แต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทขึ้นมาเพื่อเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก สำหรับกลไกการตรวจสอบจากภายนอกนั้นแบ่งออกได้เป็น 3 กลุ่ม ดังนี้ 1) เป็นการตรวจสอบจากตลาดหลักทรัพย์ที่บริษัทนั้นจดทะเบียนอยู่ในกรณีที่ฝ่ายบริหารทำให้กิจการมีผลประกอบการที่ไม่ดีจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นปรับตัวลดลง ทำให้บริษัทอื่นหรือบริษัทคู่แข่งเข้ามาซื้อกิจการจากผู้ถือหุ้นเดิมเพื่อเพิ่มช่องทางในการหารายได้ แล้วปลดผู้บริหารชุดเดิมที่บริหารงานไม่มีประสิทธิภาพออก 2) เป็นกลไกการแข่งขันในตลาด ซึ่งองค์กรที่ไม่มีประสิทธิภาพจะต้องออกจากธุรกิจไป เนื่องจากไม่สามารถแข่งขันกับบริษัทอื่นได้จนต้องเปิดกิจการ หรือล้มละลายในที่สุด และ 3) การตรวจสอบโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซึ่งไม่มีส่วนร่วมในการบริหารงานของบริษัท กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักจะไม่ขายหุ้นเพื่อหวัง

ถึงกำไรในระยะสั้นเหมือนกับผู้ถือหุ้นรายย่อย ดังนั้นเมื่อเห็นว่าฝ่ายบริหารไม่ได้ดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น จึงอาจมีการเสนอให้เปลี่ยนแปลงตัวผู้บริหารได้

## 2. การสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหาร

สามารถแบ่งได้ 2 แนวทาง คือ 1) การให้ผู้บริหารมีส่วนร่วมได้เสียในบริษัท โดยผ่านการให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทแก่คณะผู้บริหาร (Managerial ownership) ซึ่งเป็นการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารมีความสนใจในการเพิ่มความมั่งคั่งให้แก่เจ้าของบริษัทมากขึ้น แต่อย่างไรก็ดีบริษัทจะต้องคำนึงถึงผลเสียจากการเพิ่มสัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทแก่ผู้บริหารที่จะเกิดขึ้นด้วย โดยเฉพาะเมื่อผู้บริหารมีสัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทในระดับสูง ผู้บริหารจะมีอำนาจในการตัดสินใจในการดำเนินงานเพิ่มขึ้น ทำให้ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะกำหนดทิศทางการดำเนินงานของบริษัทเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว แทนที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทั้งหมด และ 2) การสร้างผลตอบแทนเพื่อจูงใจผู้บริหารให้ดำเนินการเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เช่น ระบบการจ่ายผลตอบแทนโดยเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่ง Tosi et. al. (1997) มองว่าการสร้างค่าตอบแทนเพื่อจูงใจให้กับผู้บริหารจะเป็นการปรับผลประโยชน์ของผู้บริหารให้สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นตามแนวคิดของ Fama and Jensen (1983) โดยผ่านทางสัญญาว่าจ้าง ซึ่งกำหนดให้ค่าตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน อันเป็นผลจากการกระทำของผู้บริหาร ดังนั้นผลจากการตัดสินใจของผู้บริหารเกี่ยวกับการจัดสรรเงินทุน การวิจัยและพัฒนา การเข้าซื้อกิจการอื่น จะส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนที่ผู้บริหารจะได้รับ ดังนั้นการตัดสินใจดังกล่าวของผู้บริหารมักจะถูกกำหนดไว้ในแผนการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารของกิจการ ซึ่งการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารทั้ง 2 แนวทางนั้น เป็นการปรับผลประโยชน์ของผู้บริหารให้สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นมากขึ้น แต่วิธีการลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนโดยการสร้างแรงจูงใจนั้นมีข้อเสียตรงที่ผู้บริหารมักจะอาศัยแรงจูงใจที่ผู้ถือหุ้นสร้างให้มาหาผลประโยชน์ส่วนตัว เช่น ผู้บริหารมีสัดส่วนความเป็นเจ้าของในระดับสูง จึงทำให้มีอำนาจในการตัดสินใจเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว หรือการที่ผู้บริหารตกแต่งตัวเลขทางบัญชีทำให้ผลการดำเนินงานออกมาดีเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าความเป็นจริงได้ ดังนั้นการลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนโดยวิธีการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารจะต้องกระทำควบคู่ไปกับการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารอย่างเข้มงวดด้วย จึงจะทำให้เครื่องมือที่ช่วยในการลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

2.1.1.2 Debt Agency เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นสามัญ (Equity holders) กับเจ้าหนี้หรือผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท เนื่องจากเมื่อเลิกกิจการผู้ถือหุ้นสามัญจะได้รับผลประโยชน์คงเหลือทั้งหมดหลังจากชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้แล้ว ถึงแม้ว่าผู้ถือหุ้นกู้หรือเจ้าหนี้จะได้รับสิทธิประโยชน์ก่อนผู้ถือหุ้นสามัญก็ตาม จึงทำให้ผู้ถือหุ้นสนับสนุนให้ผู้บริหารนำเงินไปลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เพราะการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงถ้าประสบความสำเร็จผู้ถือ

หุ้นสามัญก็จะได้รับกำไรเพิ่มมากขึ้นด้วย แต่ถ้าประสบผลขาดทุนก็จะทำให้มูลค่าของทรัพย์สินที่ค้าประกันกับเจ้าหนี้ยื่นลดลง ส่งผลให้ลดมูลค่าของหนี้สินที่ค้างชำระแก่เจ้าหนี้ยื่นอีกด้วย และเมื่อบริษัทล้มละลายความเสียหายที่ได้รับของผู้ถือหุ้นจะน้อยกว่าเจ้าหนี้ยื่นมาก จึงเป็นการลดภาระความเสี่ยงทั้งหมดไปให้แก่เจ้าหนี้ยื่น ดังนั้นเจ้าหนี้ยื่นจึงป้องกันปัญหาที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกับเจ้าหนี้ยื่น โดยกำหนดให้บริษัทจะต้องจัดหาหลักประกันที่มั่นคงให้แก่เจ้าหนี้ยื่นเพื่อป้องกันความเสียหายที่เจ้าหนี้ยื่นจะได้รับจากความเสี่ยงในการบริหารงานของบริษัท เช่น การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในสัญญาการกู้ยืมเงินให้สูงขึ้นเพียงพอที่จะประกันความเสี่ยงให้กับเจ้าหนี้ยื่นได้ จึงทำให้ต้นทุนการกู้ยืมเงินจากเจ้าหนี้ยื่นเพิ่มสูงขึ้น แต่อย่างไรก็ดีปัจจัยความไม่แน่นอนของเวลาทำให้อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นนั้นไม่สามารถควบคุมพฤติกรรมของผู้ถือหุ้นที่ชอบความเสี่ยงลดลงได้ โดยผู้ถือหุ้นยังคงสนับสนุนให้ผู้บริหารลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงมากขึ้น ถึงแม้ว่าโครงการนั้นจะทำให้ผลตอบแทนที่ได้รับน้อยกว่าโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าก็ตาม

2.1.1.3 Social Agency เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างบริษัทกับสังคมหรือสาธารณชน จากการที่บริษัทเข้าไปลงทุนในโครงการใดก็จะคำนึงถึงผลประโยชน์ที่องค์กรจะได้รับ โดยมีได้คำนึงถึงผลเสียที่อาจจะเกิดขึ้นกับส่วนรวมได้ จึงทำให้หน่วยงานราชการซึ่งเป็นตัวแทนของสังคมเข้าไปดูแลมิให้บริษัทกระทำการใด ๆ ที่จะมีผลกระทบในทางลบต่อบุคคลส่วนใหญ่ในสังคมได้

2.1.1.4 Political Agency จากการที่กิจการได้อาศัยกระบวนการทางการเมืองเป็นเครื่องมือในการเอื้ออำนวยผลประโยชน์สูงสุดให้กับตนเอง เช่น การสร้างแรงกดดันให้ทางการออกกฎหมายมาบังคับกิจการอื่นให้ไม่สามารถทำการแข่งขันกับตนเองได้อย่างเท่าเทียม เป็นต้น จึงทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ขึ้น

ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดขึ้นจากการมีตัวแทนทั้ง 4 รูปแบบนั้นสามารถเกิดขึ้นได้ทุกอย่าง ซึ่งแต่ละองค์กรอาจจะประสบปัญหาความขัดแย้งดังกล่าวทุกรูปแบบ แต่ในการศึกษาครั้งนี้จะเน้นปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการในฐานะผู้ถือหุ้น กับตัวแทนซึ่งเป็นผู้บริหาร (Managerial Agency) ซึ่งอาจนำไปสู่ความไม่มีประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรและทำลายเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ โดยการนำกลไกการกำกับดูแลของกิจการ ทั้งเครื่องมือที่ใช้การตรวจสอบการบริหารงาน และการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารมาใช้ลดความขัดแย้งในผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ส่งผลให้ผู้บริหารดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ และคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

2.1.2 ความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท การที่บริษัทมีโอกาสลงทุนในโครงการต่างๆ น่าจะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีกว่ากิจการที่ไม่มีโอกาสลงทุน แต่จากการที่ตัวการได้ทำการจ้างบุคคลกลุ่มหนึ่งขึ้นมาเป็นตัวแทน

เพื่อบริหารงานพร้อมกับมอบอำนาจในการตัดสินใจให้แก่บุคคลกลุ่มนี้ ทำให้ผลการดำเนินงานในบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนต่ำกว่าบริษัทที่ไม่มีโอกาสในการลงทุน สาเหตุก็เนื่องมาจากปัญหาความขัดแย้งในผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทนนั่นเอง ซึ่งสนับสนุนโดยแนวคิดของ Fama and Jensen (1983) ที่กล่าวว่าตัวการและตัวแทนมีแรงผลักดันที่จะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว ดังนั้นผู้บริหารจะพยายามหาทางสร้างมูลค่าสูงสุดให้กิจการ ก็ต่อเมื่อพิจารณาเห็นว่าสิ่งนั้นเอื้อประโยชน์ให้กับตนเองด้วย จึงทำให้บุคคลที่เป็นตัวแทนและตัวการนั้นมีผลประโยชน์ที่แตกต่างกัน กล่าวคือผู้บริหารได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินเดือน ซึ่งเป็นผลตอบแทนจากการทำงานที่ไม่ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัท ในขณะที่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของได้รับผลตอบแทนซึ่งขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานและจำกัดความรับผิดชอบในกรณีขาดทุน โดยต่างฝ่ายต้องการให้ตนเองได้รับผลประโยชน์สูงสุดจึงทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ขึ้น หากผู้ถือหุ้นไม่ตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารแล้ว ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะใช้ดุลยพินิจในการตัดสินใจเพื่อผลประโยชน์สูงสุดทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินแก่ตนเอง แทนที่จะสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งปัญหาที่เกิดขึ้นทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทต่ำกว่าบริษัทที่ไม่มีโอกาสลงทุนในโครงการต่าง ๆ โดย Hutchinson and Gul (2004) กล่าวว่าสาเหตุที่ทำให้เกิดความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set : IOS) กับผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องมาจาก

2.1.2.1 ปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underinvestment Problem) ตามแนวคิดของ Myer (1977) ที่กล่าวว่าโอกาสในการลงทุนของกิจการขึ้นอยู่กับ การตัดสินใจของผู้บริหาร ปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็นเพิ่มมากขึ้นเมื่อกิจการมีหนี้สินในสัดส่วนที่สูง โดยผู้บริหารที่กระทำหน้าที่รักษาผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นจะตัดสินใจไม่ลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนเป็นบวก เนื่องจากเจ้าหนี้จะมีสิทธิเรียกร้องกระแสเงินสดในโครงการลงทุนก่อนผู้ถือหุ้น ถือเป็น การถ่ายโอนมูลค่าของบริษัทจากผู้ถือหุ้นไปยังเจ้าหนี้ ซึ่งการตัดสินใจดังกล่าวจะทำให้บริษัทสูญเสียโอกาสในการลงทุนเพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัท ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลงในที่สุด

2.1.2.2 ปัญหาการกระจายการลงทุน (Diversified Acquisitions Problem) สันติ และ วิมลพร (2546) ได้ทำการศึกษาการกระจายการลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 719 ตัวอย่าง ในช่วงปี พ.ศ. 2539 – 2542 ซึ่งผู้วิจัยมองว่าการกระจายการลงทุนหลากหลายธุรกิจ ทั้ง ๆ ที่การกระทำดังกล่าวเป็นการทำลายมูลค่าของกิจการ จึงเป็นที่มาของสมมติฐานที่ว่าระดับการกระจายการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าของบริษัท ซึ่งผลการศึกษาพบว่า มูลค่าของบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนในหลายธุรกิจมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าของบริษัทที่ควรจะเป็นถ้าไม่มีการขยายการลงทุนในหลายธุรกิจ และได้อธิบายสาเหตุไว้

ว่าเกิดจากผู้บริหารขยายการลงทุนเพื่อต้องการได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นโดยไม่คำนึงถึงมูลค่าที่ลดลงของบริษัท

นอกจากนี้ยังมีผู้ศึกษาในต่างประเทศเกี่ยวกับการกระจายการลงทุน ซึ่งได้เสนอแนวคิดทั้งแง่บวกและแง่ลบ โดย Lewellen (1971) เสนอแนวคิดว่าบริษัทที่มีการกระจายการลงทุน จะมีความสามารถในการก่อหนี้มากกว่าบริษัทที่ไม่มีกระจายการลงทุน และความสามารถในการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นนี้ไม่ได้มาจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท แต่มาจากการที่บริษัทสามารถกู้เงินได้มากขึ้น เนื่องจากเจ้าหนี้เพิ่มวงเงินในการกู้ยืมแก่บริษัทมากขึ้น และจากการศึกษาในครั้งนั้นยังพบว่าบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนจะมีกระแสเงินสดที่ค่อนข้างคงที่ และผันผวนตามสถานะเศรษฐกิจน้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีกระจายการลงทุน เนื่องจากบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนนั้นจะมีกระแสเงินสดที่มาจากหลายประเภทธุรกิจ ทำให้โอกาสที่บริษัทจะไม่สามารถชำระหนี้ได้มีน้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีกระจายการลงทุน และเมื่อบริษัทมีหนี้สินมากขึ้นจะช่วยให้การดำเนินงานมีประสิทธิภาพสูงขึ้น เนื่องจากเจ้าหนี้จะเข้ามาตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหาร เพื่อให้ตนเองได้รับชำระหนี้ครบถ้วนภายในระยะเวลาที่กำหนด นอกจากนี้บริษัทยังได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษีจากการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นอีกด้วย

ถึงแม้ว่าการที่บริษัทกระจายการลงทุนจะมีผลดีตามแนวคิดข้างต้น แต่การศึกษาในช่วงหลัง ๆ กลับมีแนวคิดโต้แย้งว่าการกระจายการลงทุนของบริษัทน่าจะเป็นผลเสียแก่ผู้ถือหุ้น เนื่องจากต้นทุนที่เกิดขึ้นจากปัญหาตัวแทน โดย Jensen (1986) กล่าวว่าเมื่อบริษัทมีแหล่งเงินทุนที่สามารถนำไปใช้ได้เป็นจำนวนมาก เช่น กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) บริษัทอาจเกิดปัญหาความขัดแย้งในด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร เนื่องจากผู้บริหารมีแรงจูงใจที่จะเพิ่มขนาดของบริษัทโดยกระจายการลงทุนเพื่อหวังที่จะสร้างผลงานและค่าตอบแทนที่มากขึ้นให้แก่ตัวผู้บริหารเอง โดยไม่คำนึงว่าการกระจายการลงทุนนั้นจะทำให้บริษัทมีมูลค่าเพิ่มขึ้นหรือลดลง นอกจากนี้ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระมากมักจะลงทุนในโครงการที่ได้รับผลประโยชน์น้อย หรือในโครงการที่ทำให้บริษัทมีมูลค่าลดลงเป็นส่วนใหญ่ และการศึกษาของ Shleifer and Vishny (1989) ได้เสนอแนวคิดเช่นเดียวกับ Jensen (1986) โดยกล่าวว่าผู้บริหารมักจะประสพกับการบริหารงานภายใต้ความกดดันจากด้านต่าง ๆ เช่น การแข่งขันทางการตลาด กฎหมายทางด้านแรงงาน รวมถึงการตรวจสอบผลการดำเนินงานจากผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้บริหารพยายามที่จะรักษาผลประโยชน์ของตนอย่างเหนียวแน่น (Entrenchment) ซึ่งไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนที่เกิดขึ้น โดยเพิ่มการกระจายการลงทุนไปในธุรกิจที่ตนเองมีประสบการณ์และความชำนาญ แม้ว่าการลงทุนนั้นจะไม่ก่อให้เกิดกำไรแก่บริษัทก็ตาม แต่การกระจายการลงทุนเป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่ตัวผู้บริหารเอง หรือเพื่อเพิ่มอำนาจในการต่อรองค่าตอบแทนให้มากขึ้น อีกทั้งเพื่อเพิ่มอำนาจในการ



ตัดสินใจเกี่ยวกับการวางกลยุทธ์ในระดับองค์กร ซึ่งเป็นการสร้างผลประโยชน์ให้แก่ผู้บริหารในแง่ลดความเสี่ยงจากการว่าจ้างงาน

### 2.1.3 แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลที่ดี (Good Governance)

การกำกับดูแลที่ดีมีแนวคิดมาจากทฤษฎีทางนิติศาสตร์ และเศรษฐศาสตร์ โดยเป็นการแยกความเป็นเจ้าของและการควบคุมออกจากกัน อันนำไปสู่ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ จึงทำให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้น เพื่อลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ซึ่งมีผู้ให้คำนิยามของคำว่า การกำกับดูแลที่ดีไว้แตกต่างกัน ดังนี้

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2544) ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำและการควบคุมของกิจการ ได้รับความรับผิดชอบตามที่ด้วยความโปร่งใส และสร้างความสามารถในการแข่งขัน เพื่อรักษาเงินทุนและเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว ภายในกรอบการมีจริยธรรมที่ดี โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่นและสังคมโดยรวม

คณะกรรมการบริษัทภิบาลบริษัทแห่งชาติ ซึ่งจัดตั้งขึ้นในปีพ.ศ.2545 ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการไว้เช่นเดียวกับ องค์การความร่วมมือเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Cooperation and Development: OECD) คือ ความสัมพันธ์ระหว่างฝ่ายจัดการ คณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่นของบริษัท การกำกับดูแลกิจการยังให้โครงสร้างที่ใช้เป็นแนวทางในการกำหนดวัตถุประสงค์ของบริษัท และให้วิธีต่างๆที่จะบรรลุวัตถุประสงค์เหล่านั้น รวมถึงวิธีสอดส่องดูแลผลปฏิบัติงานของบริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2544)

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2550) ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลไว้ว่า ในบทศึกษาเรื่อง Good corporate governance หมายถึง ระบบการบริหาร และควบคุมการดำเนินงานภายในของบริษัท เพื่อให้บริษัทสามารถบรรลุถึงเป้าหมายที่ตั้งไว้ ซึ่งในหลักการแล้ว บริษัทควรจะดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นในระยะยาว

จากความหมายของการกำกับดูแลข้างต้น จะเห็นว่าการกำกับดูแลเป็นความสัมพันธ์อย่างหนึ่งระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายบริหาร และผู้ถือหุ้น ในการกำหนดทิศทาง และสอดส่องดูแลผลปฏิบัติงานของบริษัท ซึ่งสามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายบริหาร และผู้ถือหุ้นได้ ดังนี้ ผู้ถือหุ้นในฐานะเจ้าของกิจการมอบหมายให้คณะกรรมการซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น โดยมีหน้าที่กำหนดนโยบายของบริษัท ปฏิบัติงานด้วยความสุจริตและระมัดระวัง เพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดแก่บริษัทและผู้ถือหุ้น อีกทั้งมอบหมายให้ฝ่ายบริหารซึ่งเป็นตัวแทนของ

คณะกรรมการ ในการปฏิบัติงานตามนโยบายของคณะกรรมการ และเพื่อให้ความมั่นใจว่าการปฏิบัติงานนั้นสอดคล้องกับนโยบายของบริษัท ซึ่งคณะกรรมการบริษัทจะเป็นผู้ประเมินผลการบริหารงานของฝ่ายบริหาร ดังนั้นฝ่ายบริหารต้องปฏิบัติงานด้วยความสุจริตและระมัดระวังรับผิดชอบตามที่ต่อคณะกรรมการบริษัท

การกำกับดูแลกิจการ มีรากฐานตั้งอยู่บนหลักการสำคัญ 3 ประการ ได้แก่ (ทองทิพภา, 2545)

1. ความรับผิดชอบ (Accountability) ซึ่งได้แก่ ความรับผิดชอบของกรรมการและผู้บริหารต่อผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ ด้วย เช่น รัฐ เจ้าหนี้ พนักงานและสังคม โดยผู้บริหารจะต้องรับผิดชอบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ในขณะที่กรรมการในฐานะตัวแทนผู้ถือหุ้น จะเป็นผู้ตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร และความถูกต้องของระบบบัญชี

2. ความโปร่งใส (Transparency) ซึ่งได้แก่ ความโปร่งใสในการบริหารธุรกิจ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นมั่นใจได้ว่า การดำเนินธุรกิจนั้นเป็นไปในแนวทางที่ก่อให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นโดยผู้บริหาร หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่ได้มีการแสวงหาผลกำไรส่วนตัว ทั้งนี้รูปแบบการดำเนินธุรกิจที่โปร่งใสควรมีลักษณะสำคัญบางประการ ดังนี้

2.1 โครงสร้างของกรรมการต้องเป็นอิสระจากผู้บริหาร

2.2 เปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน รายละเอียดเกี่ยวกับธุรกรรมที่ผู้บริหารหรือกรรมการมีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท ตลอดจนข้อกำหนดว่าด้วยธรรมาภิบาลของบริษัท

2.3 มีระบบบัญชีที่ให้ข้อมูลที่ถูกต้อง ชัดเจน ทันการณแก่ผู้ลงทุน (ผู้ถือหุ้น) และมีการตรวจสอบบัญชีที่ได้มาตรฐาน

2.4 มีการวางข้อกำหนดพฤติกรรมของกรรมการและผู้บริหาร (Code of Conduct)

2.5 หลีกเลี่ยงการถือหุ้นไขว้ (Cross or Interlocking Shareholding) เพื่อป้องกันมิให้มีการแสวงหาผลประโยชน์ อันจะทำให้เป้าหมายของการบริหารงานไม่เป็นไปเพื่อการแสวงหาประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท

3. ความเสมอภาค ซึ่งได้แก่ ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะมีสิทธิได้รับผลประโยชน์จากการประกอบธุรกิจเท่าเทียมกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะต้องมีความสามารถที่จะพิทักษ์ผลประโยชน์ของตนเองได้ (Minority Shareholder's right) เพื่อจะได้ปกป้องผลประโยชน์ของตนเอง โดยผู้ถือหุ้นรายย่อยจะต้องเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้น หรือใช้สิทธิในการออกเสียงเลือกตั้งกรรมการ เปลี่ยนหรือปลดกรรมการ ตลอดจนการมีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบายสำคัญของธุรกิจตามที่กำหนดไว้ในกฎหมายมหาชน รวมไปถึงสิทธิในการเข้าถึงข้อมูลข่าวสารต่างๆ ของบริษัท

ดังที่กล่าวไปแล้วข้างต้นว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการจะช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างตัวการ และตัวแทน ซึ่งความขัดแย้งที่เกิดขึ้นในองค์กรสามารถแบ่งออกเป็น 2 สถานการณ์ ดังนี้

1. มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ หรือปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) กล่าวคือ ฝ่ายต่างๆในองค์กร ได้แก่ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และเจ้าหน้าที่ ต่างเอาผลประโยชน์ส่วนตนเป็นหลัก นำมาซึ่งการเอาเปรียบกันและกัน เช่น ผู้บริหารจัดให้มีผลตอบแทนที่สูงมากสำหรับกลุ่มของตน ซึ่งผู้รับภาระค่าใช้จ่ายก็คือผู้ถือหุ้น

2. มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์หรือมีปัญหาการเป็นตัวแทนที่ไม่สามารถหาทางแก้ไขได้โดยการทำสัญญาต่อกัน กล่าวคือ การแก้ปัญหาการเอาผลประโยชน์แห่งตนเป็นหลักของทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องในการทำธุรกิจ จะสามารถทำได้ ถ้าทุกฝ่ายสามารถตกลงร่วมกันเขียนสัญญาคุ้มครองผลประโยชน์ของแต่ละฝ่ายได้โดยครบถ้วนในทุกสถานการณ์ของความขัดแย้ง แต่การทำสัญญาดังกล่าวในความเป็นจริงเป็นไปได้ยากมาก เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายสูงในการเจรจาทำสัญญา และการบังคับให้ปฏิบัติตามสัญญา ดังนั้นในทางปฏิบัติจึงมีแต่สัญญาที่ไม่ครบถ้วน (Incomplete Contract)

หากฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งเอาผลประโยชน์ของตนเป็นหลัก กลไกของการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะเป็นตัวจักรสำคัญที่เข้ามาพิทักษ์และดูแลผลประโยชน์ของทุกฝ่ายในธุรกิจ ดังนั้นบริษัทจำเป็นต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อลดปัญหาการเป็นตัวแทน และสัญญาที่ไม่ครบถ้วน

#### 2.1.4.1 แนวคิดกลไกการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Mechanism)

ดังที่ได้กล่าวไปแล้วในส่วนของแนวคิดทฤษฎีตัวแทนว่าเครื่องมือที่ใช้ในการลดต้นทุนจากการมีตัวแทน ประกอบด้วย 2 เครื่องมือ ได้แก่ การตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหาร และการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหาร แต่การสร้างแรงจูงใจนั้นมีข้อเสียตรงที่ผู้บริหารมักจะอาศัยแรงจูงใจที่ผู้ถือหุ้นสร้างให้มาหาผลประโยชน์ส่วนตัว ดังนั้นการลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนโดยวิธีการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารจะต้องกระทำควบคู่ไปกับการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหาร โดย Tosi et. al. (1997) ได้ให้ความเห็นว่าการตรวจสอบ และการสร้างแรงจูงใจจะต้องดำเนินการควบคู่กันไป จึงจะสามารถควบคุมการตัดสินใจของผู้บริหารเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นทุกกลุ่มได้ เนื่องจากสาเหตุ 2 ข้อ ดังนี้ 1) กิจกรรมการตรวจสอบทำให้ผู้บริหารไม่กระตือรือร้นที่จะสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น และเพื่อรักษาตำแหน่งของตนเองโดยได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินเดือนคงที่ และ 2) การจ่ายผลตอบแทนที่ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานที่จะสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น อาจจะทำให้ผู้บริหารอาศัยความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ตัวอย่างเช่น การเลือกใช้

นโยบายการบัญชีที่เอื้อผลประโยชน์ให้กับผู้บริหาร หรือการตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเกินไป โดยมีได้คำนึงถึงความเสี่ยงในเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นแต่อย่างใด เนื่องจากโครงการที่มีความเสี่ยงสูง จะมีผลตอบแทนสูงเช่นเดียวกัน จึงทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดี และค่าตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับสูงตามไปด้วย หรือการลดรายจ่ายลงทุน รายจ่ายเพื่อการวิจัยและพัฒนา ซึ่งเป็นรายจ่ายที่สร้างความสามารถในการทำกำไรให้กิจการในอนาคต การลดรายจ่ายดังกล่าวทำให้ผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันดี เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายต่ำนั่นเอง ดังนั้นในงานวิจัยครั้งนี้จึงได้นำเครื่องมือในการลดต้นทุนจากการมีตัวแทนทั้งสองมาพิจารณาอภิปรายกลไกในการกำกับดูแลที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท มาใช้ในการวัดประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งประกอบด้วย

#### 2.1.4.1 กลไกการกำกับดูแลโดยกรรมการอิสระ (Independence Director)

Fama (1980) กล่าวว่าความน่าจะเป็นในการสมรู้ร่วมคิดในหมู่ผู้บริหารจะลดลงเมื่อบริษัทมีกรรมการอิสระเข้ามาอยู่ในคณะกรรมการของบริษัทด้วย นอกจากนี้ Fama แล้วยังมีแนวคิดอีกมากมายที่ได้อธิบายในเรื่องโครงสร้างของคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพสามารถลดปัญหาที่เกิดจากตัวแทนและเป็นผลดีต่อการดำเนินงานของบริษัท โดย Hermalin and Weisbach (1991) กล่าวว่าผู้ถือหุ้นจะต้องคัดเลือกบุคคลที่จะเข้ามาทำหน้าที่ตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารและดูแลผลประโยชน์แทนตน ซึ่งกลุ่มบุคคลที่ได้รับคัดเลือกเข้ามาทำหน้าที่ตรวจสอบนี้เรียกว่า คณะกรรมการของบริษัท อย่างไรก็ตามแม้ว่าบริษัทจะมีคณะกรรมการมาทำหน้าที่รักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยการตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหาร แต่ปัญหาที่ตามมาคือผู้ถือหุ้นเองก็ยังไม่สามารถตรวจสอบการทำงานของคณะกรรมการว่าสามารถตรวจสอบการบริหารงานของฝ่ายบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพเพียงใด นอกจากนี้ปัญหา Free-rider ดังที่กล่าวไปแล้วในส่วนของแนวคิดทฤษฎีตัวแทน เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีการกระจายตัวกันมาก และผู้ถือหุ้นแต่ละรายมักมีส่วนในการถือหุ้นต่ำ จึงไม่ค่อยให้ความสำคัญในเรื่องสิทธิออกเสียงเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท เช่น การแต่งตั้งหรือถอดถอนกรรมการ เป็นต้น จึงอาจทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้เป็นผู้ที่คัดเลือกกรรมการเอง โดยทางปฏิบัติแล้วผู้บริหารระดับสูงสุดมักจะเป็นคนเลือกคณะกรรมการ อย่างไรก็ตาม Hermalin and Weisbach (1991) มองว่ากรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกที่เป็นอิสระจะมีแนวโน้มที่จะไม่ขึ้นต่อผู้บริหารระดับสูงสุด และตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากกรรมการเหล่านี้ต้องการรักษาชื่อเสียงของตน ดังนั้นคณะกรรมการของบริษัทยังคงเป็นเครื่องมือสำคัญในการกำกับดูแลกิจการที่คาดว่าจะสามารถลดปัญหาที่เกิดจากตัวแทนได้

ซึ่งตามทฤษฎีและกฎหมาย คณะกรรมการบริษัทเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น คอยตรวจสอบและถ่วงดุลอำนาจในการจัดการของบริษัท อีกทั้งเป็นผู้ควบคุม รักษาดูแลทรัพยากรของบริษัท (Stewards) และตัดสินใจเรื่องนโยบายของบริษัท รวมไปถึงการแต่งตั้งเจ้าหน้าที่บริหารหรือฝ่ายจัดการ เพื่อจัดการงานประจำวันของบริษัท โดยคณะกรรมการสามารถมอบหมายหน้าที่ของตนแก่คณะอนุกรรมการ หรือเจ้าหน้าที่หรือฝ่ายจัดการของบริษัท แต่การมอบหมายหน้าที่นี้ไม่ได้ทำให้คณะกรรมการพ้นจากความรับผิดชอบโดยรวมของตนในการขึ้นงานต่างๆของบริษัท ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าคณะกรรมการของบริษัทเป็นผู้มีบทบาทสำคัญอย่างยิ่ง ในเรื่องของการกำกับดูแลกิจการ จึงควรให้ความสำคัญกับบทบาท หน้าที่ และโครงสร้างของคณะกรรมการ โดยเฉพาะกรรมการควรมีความเข้าใจอย่างชัดเจนเกี่ยวกับบทบาทและหน้าที่ของตนเองเพื่อปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ได้มีผลการศึกษาและข้อเสนอแนะมากมาย รวมถึงข้อเสนอของ วรภัทร (2541) ที่ช่วยปรับปรุงทำให้โครงสร้างของคณะกรรมการดีขึ้น และทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น เช่น ตำแหน่งประธานกรรมการ (Chairman) กับตำแหน่งผู้บริหารสูงสุด (CEO) ต้องไม่ใช่บุคคลเดียวกัน มีการกำหนดจำนวนกรรมการจากภายนอก (Outside Director) ให้มีสัดส่วนมากกว่ากรรมการจากภายใน และยอมให้นำนักลงทุนประเภทสถาบันส่งผู้แทนเข้าร่วมเป็นกรรมการบริษัทได้ เป็นต้น อย่างไรก็ตามข้อเสนอแนะดังกล่าวอาจจะก่อให้เกิดปัญหาเกี่ยวกับฝ่ายบริหารได้เช่นเดียวกัน ตัวอย่างเช่น กรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก หรือกรรมการที่มาจากเจ้าหน้าที่อาจไม่สนับสนุนโครงการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงซึ่งที่ผลตอบแทนที่ได้รับจากโครงการจะสูงมากก็ตาม จึงทำให้ผู้บริหารไม่สามารถบริหารจัดการได้อย่างเต็มที่ ดังนั้นจึงควรพิจารณานำมาใช้ตามความเหมาะสมแก่สถานะและปัจจัยแวดล้อมของแต่ละบริษัท

รูปแบบคณะกรรมการบริษัทที่ใช้ในประเทศต่าง ๆ มี 2 ระบบใหญ่ ๆ ได้แก่ ระบบ one-tier board หรือ unitary board และระบบ two-tier board หรือ multiple board โดยแต่ละระบบมีรายละเอียด ดังนี้ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2545)

#### (1) Unitary Board

เป็นรูปแบบที่ใช้กันในประเทศต่าง ๆ อาทิ เช่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ ออสเตรเลีย ฮอลแลนด์ และ แคนาดา ในรูปแบบนี้คณะกรรมการที่รับผิดชอบการดำเนินงานของบริษัทต่อบุคคลภายนอกมีเพียงชุดเดียว โดยคณะกรรมการดังกล่าวจะรับผิดชอบทั้งเรื่องการตัดสินใจที่สำคัญทางธุรกิจ และการกำกับดูแลการดำเนินงานของฝ่ายบริหาร จะทำให้คณะกรรมการทำหน้าที่ทั้ง 2 ด้านไปพร้อมกัน จึงต้องมีการสร้างกลไกเพื่อถ่วงดุลอำนาจภายในคณะกรรมการ เช่น การแต่งตั้งกรรมการอิสระที่เป็น กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (non-executive director) เข้าร่วมในคณะกรรมการ การแยกบุคคลที่ทำหน้าที่ประธานกรรมการออกจาก CEO เป็นต้น นอกจากนี้ยังอาจดำเนินการผ่านคณะอนุกรรมการต่าง ๆ ที่คณะกรรมการแต่งตั้ง เช่น Audit Committee ทำ

หน้าที่ตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหาร Nominating Committee ทำหน้าที่เสนอชื่อบุคคลที่ควรได้รับแต่งตั้งให้เป็นกรรมการ หรือผู้บริหาร Compensation Committee ทำหน้าที่พิจารณาผลตอบแทนของฝ่ายบริหาร เป็นต้น

ข้อดีของรูปแบบนี้ คือ กรรมการทุกคนมีหน้าที่เหมือนกันโดยไม่ได้แบ่งแยก แต่หากไม่มีระบบ check and balance ที่ดี ก็อาจทำให้คณะกรรมการไม่สามารถทำหน้าที่ได้ครบถ้วน โดยเฉพาะหน้าที่ในการตรวจสอบ และคานอำนาจกับฝ่ายบริหาร

## (2) Multiple Board

ประเทศที่มีโครงสร้างคณะกรรมการในลักษณะนี้ ได้แก่ ญี่ปุ่น เยอรมัน โดยในรูปแบบนี้จะแบ่งคณะกรรมการออกเป็นสองระดับ (two-tier system) ได้แก่ supervisory board และ operating board โดย supervisory board ทำหน้าที่กำกับตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหาร และ operating board ทำหน้าที่ช่วยฝ่ายจัดการในการตัดสินใจทางธุรกิจ สมาชิกของคณะกรรมการทั้ง 2 ชุด มักจะไม่ใช้บุคคลเดียวกัน และ CEO มักจะไม่อยู่ใน supervisory board เพื่อให้สามารถคานอำนาจกันได้โดยไม่มี การขัดแย้งทางผลประโยชน์ รูปแบบคณะกรรมการในลักษณะนี้จะแบ่งแยกการบริหาร กับการเป็นเจ้าของออกจากกันอย่างชัดเจน

รูปแบบคณะกรรมการบริษัทภายใต้กฎหมายไทยเป็นแบบ one-tier และจากการสำรวจของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2545) พบว่าบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนมากมักจะไม่มีการถือครองหุ้นโดยคณะกรรมการเท่าที่ควร แม้ว่าการเปลี่ยนรูปแบบคณะกรรมการไปเป็นแบบ two-tier จะช่วยลดปัญหานี้ได้ แต่การดำเนินการดังกล่าวอาจมีผลกระทบมาก และการแก้ไขจุดอ่อนของระบบ one-tier นี้ ก็สามารถทำได้โดยวิธีอื่น เช่น ปรับปรุงโครงสร้างภายในของคณะกรรมการให้มีกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารในคณะกรรมการ เป็นต้น

ถึงแม้ว่าองค์ประกอบหรือโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทที่มีส่วนช่วยในการกำกับดูแลกิจการจะประกอบด้วยหลากหลายกลไก เช่น ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ การควมรวมตำแหน่งระหว่าง CEO กับ Chairman เป็นต้น แต่สัดส่วนกรรมการอิสระถือเป็นองค์ประกอบของคณะกรรมการที่มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลที่ดี ซึ่งในปัจจุบันพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนยังไม่มีข้อกำหนดในเรื่องการมีกรรมการอิสระไว้ แต่สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ออกข้อกำหนดว่าด้วยการดำรงสถานะภาพการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ฉบับลงวันที่ 4 ตุลาคม พ.ศ. 2539 และวันที่ 19 มกราคม พ.ศ. 2541 ซึ่งกำหนดให้บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนและบริษัทจดทะเบียนต้องมีกรรมการอิสระอย่างน้อย 2 คน ซึ่งต้องเป็นอิสระจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้บริหาร และผู้ที่เกี่ยวข้อง และถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 0.5 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของบริษัท ข้อกำหนดดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อช่วยลด

ปัญหาในเรื่องที่ผู้ลงทุนรายย่อยไม่มีตัวแทนของตนในคณะกรรมการ นอกจากนี้กรรมการอิสระยังได้รับการคาดหวังว่าจะช่วยทำหน้าที่กำกับดูแลการทำงานของฝ่ายบริหารแทนผู้ถือหุ้นรายย่อย เพื่อป้องกันการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อยของฝ่ายบริหาร แต่การที่สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดจำนวนกรรมการอิสระไว้เป็นจำนวนที่แน่นอน โดยไม่คำนึงถึงจำนวนกรรมการทั้งหมด และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นภายนอกนั้น อาจทำให้ในกรณีที่คณะกรรมการทั้งหมดมีขนาดใหญ่ และกรรมการส่วนใหญ่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ กรรมการอิสระทั้ง 2 คนดังกล่าว อาจจะไม่สามารถทัดทานการตัดสินใจของคณะกรรมการในเรื่องที่อาจมีผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ อย่างไรก็ตามหนึ่งในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ กำหนดให้บริษัทดังกล่าวควรมีกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของสัดส่วนคณะกรรมการทั้งหมด และไม่น้อยกว่า 3 คน จึงช่วยแก้ปัญหาการกำหนดจำนวนกรรมการอิสระไว้เป็นจำนวนที่แน่นอนดังที่กล่าวในข้างต้น และจากการสำรวจโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2545) ซึ่งจัดทำโดยบริษัทไพร์ชวอเตอร์แฮสคูเปอร์จำกัด พบว่า บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่จะมีกรรมการอิสระเท่ากับจำนวนขั้นต่ำที่ทางการกำหนด มีเพียงร้อยละ 15 เท่านั้นที่มีจำนวนกรรมการอิสระมากกว่าจำนวนขั้นต่ำที่ทางการกำหนด เนื่องจากเห็นว่าการกรรมการอิสระเป็นบุคคลภายนอกที่สามารถทำประโยชน์ให้กับบริษัทได้อย่างมาก

#### 2.1.4.2 กลไกการกำกับดูแลโดยมอบสัดส่วนการถือหุ้นแก่ผู้บริหาร (Management' Share Ownership)

Jensen and Meckling (1976) ได้เสนอแนวคิดไว้ว่า การสร้างแรงจูงใจให้กับคณะผู้บริหาร โดยผ่านทางทำให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทแก่ผู้บริหาร สามารถลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนลงได้ เนื่องจากผู้บริหารรู้สึกเป็นส่วนหนึ่งในเจ้าของบริษัท ส่งผลให้มีแรงจูงใจในการบริหารงานโดยเปลี่ยนไปจากเดิมที่เคยได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินเดือนเพียงอย่างเดียว เป็นการบริหารงานเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กิจการ ซึ่งจะนำไปสู่สมมติฐานการมีผลประโยชน์ที่ไปในทิศทางเดียวกัน (Convergence of interest) อย่างไรก็ตามบริษัทที่เพิ่มสัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทแก่ผู้บริหาร เพื่อให้การบริหารงานเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นนั้น ก็จะส่งผลให้ผู้บริหารมีสิทธิในการออกเสียง หรืออำนาจในการตัดสินใจมากขึ้นเช่นกัน ซึ่งนำมาสู่การบริหารงานให้เป็นไปในทิศทางที่เอื้อผลประโยชน์แก่ตัวเอง มากกว่าที่จะให้ประโยชน์แก่เจ้าของบริษัท ทำให้มูลค่าของกิจการลดลงในที่สุด โดยพฤติกรรมของผู้บริหารที่กล่าวในข้างต้นเรียกกว่าสมมติฐานการรักษามูลค่าผลประโยชน์ของตนอย่างเหนียวแน่น อย่างไรก็ตามเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มสูงขึ้นอีกจะทำให้พฤติกรรมของผู้บริหารกลับเข้าสู่สมมติฐานการมีผลประโยชน์ที่ไปในทิศทางเดียวกันอย่างแท้จริง เนื่องจากผู้บริหารมีความรู้สึกเหมือนกับเป็นเจ้าของบริษัทอย่างแท้จริง เพราะผู้บริหารมีส่วนได้ส่วนเสียกับ

บริษัทในสัดส่วนที่สูง ดังนั้นผู้บริหารจะให้ลำดับความสำคัญแก่ผลประโยชน์ของบริษัทมากที่สุด จึงทำให้การบริหารงานเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นในที่สุด (Morck et. al., 1988)

#### 2.1.4.3 กลไกการกำกับดูแลโดยการสร้างนโยบายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหาร (Managerial Remuneration)

Jensen and Murphy (1990) ได้กล่าววาระดับค่าตอบแทนที่ให้แก่ผู้บริหารในระดับต่ำจะทำให้สัญญาว่าจ้างผู้บริหารไม่มีประสิทธิภาพ กล่าวคือ ผู้บริหารที่ได้รับค่าตอบแทนต่ำ จะบริหารงานอย่างไม่มีประสิทธิภาพ หรือบริหารงานเพื่อถ่ายเทความมั่งคั่งจากผู้ถือหุ้นมายังตนเอง เนื่องจากผลประโยชน์ของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นมีความขัดแย้งกัน ดังนั้นเพื่อลดขัดแย้งดังกล่าวลง บริษัทจำเป็นต้องจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารให้สูงขึ้น นอกจากนี้ Jensen and Murphy (1990) กล่าวว่าความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารเป็นผลเนื่องมาจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ซึ่ง Jensen และ Murphy ได้ตั้งสมมติฐานวาระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารจะเพิ่มขึ้นในกิจการที่มีการเจริญเติบโต สาเหตุเนื่องมาจากผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าในอนาคตของโครงการลงทุน จึงทำให้ผู้บริหารสามารถตัดสินใจลงทุนในโครงการต่าง ๆ โดยยึดถือผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก ซึ่งจะส่งผลเกิดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารมากขึ้น ดังนั้นบริษัทที่มีการเจริญเติบโตควรจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในระดับที่สูง หรือสร้างนโยบายค่าตอบแทนของบริหารอิงกับผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารลง และจะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้นในที่สุด

## 2.2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

### 2.2.1 กรรมการอิสระและผลการดำเนินงานของบริษัท

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตพบว่า กรรมการอิสระเป็นผู้ที่มีบทบาทสำคัญในการตรวจสอบควบคุม ดูแลการบริหารงานของผู้บริหารให้ดำเนินการเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทุก ๆ คน โดยเฉพาะในบริษัทที่มีโอกาสลงทุนในโครงการต่าง ๆ มักเป็นช่องทางในการเอื้อผลประโยชน์ให้แก่ผู้บริหาร ดังนั้นบริษัทจึงควรแต่งตั้งกลุ่มบุคคลที่มีความเป็นอิสระจากผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เพื่อเข้ามาดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทุก ๆ คน ซึ่งกลุ่มบุคคลดังกล่าวก็คือ กรรมการอิสระ โดยการศึกษาของ Fama (1980) กล่าวว่ากรรมการอิสระจะช่วยลดปัญหาที่เกิดจากกรรมการที่มาจากบุคคลภายใน หรือปัญหาที่ผู้บริหารร่วมกันหาผลประโยชน์จากความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องจากการที่กรรมการที่เป็นผู้บริหาร (Executive Director) มีอำนาจควบคุมคณะกรรมการ



บริษัทได้ และจากแนวคิดของ Fama (1980) จึงได้มีผู้สนใจศึกษาในเรื่องที่เกี่ยวกับกรรมการอิสระ ที่ จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท อาทิเช่น

Weisbach (1988) ได้ทำการศึกษาผลกระทบสัดส่วนของกรรมการอิสระ ซึ่งวัดความเป็น อิสระของกรรมการจากการที่บุคคลดังกล่าวเป็นกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก ต่อความสัมพันธ์ ระหว่างผลการดำเนินงาน กับการเปลี่ยนแปลง CEO ของบริษัทที่จดทะเบียนใน NYSE จำนวน 322 บริษัทโดยการทดสอบสมมติฐานได้ใช้ตัวแบบสมการถดถอยแบบ Logistic ซึ่งในการวิจัยครั้งนี้ได้ จำแนกกรรมการบริษัทออก เป็น 3 ประเภท ประกอบด้วย กรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก (Outsider Directors) กรรมการที่มาจากบุคคลภายใน (Insider Directors) และกรรมการที่ไม่ สามารถจำแนกประเภทได้อย่างชัดเจน (Gray Directors) โดยจำแนกกรรมการที่เป็นพนักงานของ บริษัท (Full-time employees) ไว้ในกลุ่มกรรมการที่มาจากบุคคลภายใน และจำแนกกรรมการที่ ไม่ได้เป็นพนักงานและไม่มีความสัมพันธ์ทางธุรกิจกับบริษัท เป็นกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก ส่วนกรรมการที่ไม่ได้เป็นพนักงานของบริษัท แต่ไม่มีเป็นอิสระจากผู้บริหาร เนื่องจากมีความสัมพันธ์ ทางธุรกิจกับบริษัท หรือมีความสัมพันธ์ทางสายเลือดกับผู้บริหาร จะถูกจำแนกอยู่ในกรรมการที่ไม่ สามารถจำแนกประเภทได้ ซึ่งผลการศึกษาพบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทมีความสัมพันธ์อย่าง มากกับการเปลี่ยนแปลง CEO โดยเฉพาะบริษัทที่มีกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกที่มีอิทธิพลต่อ คณะกรรมการของบริษัท ซึ่งการเปลี่ยนแปลง CEO โดยกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกจะทำให้ มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น และมูลค่ากิจการจะเพิ่มมากยิ่งขึ้นเมื่อการเปลี่ยนแปลง CEO นั้นเกิดขึ้นใน กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ผ่านมาไม่ดี

Hermalin and Weisbach (1991) มองว่าองค์ประกอบของคณะกรรมการเป็นอีกปัจจัย หนึ่งของโครงสร้างของคณะกรรมการที่คาดว่าจะมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งหนึ่งใน องค์ประกอบของคณะกรรมการก็คือ กรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก หรือกรรมการอิสระจะ ตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่ากรรมการที่มาจากบุคคลภายใน เนื่องจากกรรมการเหล่านี้ต้องการที่จะรักษาชื่อเสียงของตน และไม่ขึ้นตรงต่อผู้บริหารระดับสูงสุด ของบริษัท แต่อย่างไรก็ตามจากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการที่มาจาก บุคคลภายนอกกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งการทดสอบสมมติฐานนั้นผู้วิจัยใช้ตัวแบบสมการ ถดถอยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares Regression: OLS) กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่จดทะเบียนใน NYSE จำนวน 142 บริษัท ซึ่งผลการวิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง กรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกกับผลการดำเนินงานของบริษัทแต่อย่างใด

Conyon and Peck (1998) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของสัดส่วนกรรมการที่ไม่ได้เป็น ผู้บริหาร (Non executive director) ต่อความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน กับการจ่าย ค่าตอบแทนแก่ผู้บริหาร ซึ่งการทดสอบสมมติฐานนั้นผู้วิจัยใช้ตัวแบบสมการถดถอยวิธีกำลังสอง

น้อยที่สุด (Ordinary Least Squares Regression: OLS) กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอเมริกาที่มีมูลค่าซื้อขายสูงสุด 100 อันดับแรกจากการจัดอันดับของ U.S. Financial Time ในเดือนมีนาคม ปี 1996 ผลการวิจัยสรุปได้ว่าผลการดำเนินงานและค่าตอบแทนของผู้บริหารจะมีความสอดคล้องกันมากขึ้น เมื่อบริษัทมีกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารอยู่ในคณะกรรมการบริษัทในสัดส่วนที่สูง และการมีกรรมการอิสระอยู่ในคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (Remuneration Committees) ในสัดส่วนที่สูง นอกจากนี้ Conyon and Peck ได้ให้ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัยในครั้งนี้ว่าควรเพิ่มกิจกรรมการตรวจสอบและบทบาทของคณะกรรมการบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อเมริกาให้มากขึ้น เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานจะสอดคล้องกับการจ่ายค่าตอบแทนให้ผู้บริหารมากขึ้นเมื่อมีสัดส่วนกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารอยู่ในคณะกรรมการบริษัท และคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน ซึ่งเป็นการลดปัญหาที่เกิดจากตัวแทน โดยอาศัยการตรวจสอบที่มีประสิทธิภาพของบุคคลซึ่งมีความเป็นอิสระจากผู้บริหาร หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่

Hossain et. al. (2001) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการ กลไกการควบคุม กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวซีแลนด์ จำนวน 633 ตัวอย่าง ซึ่งการทดสอบสมมติฐานนั้นผู้วิจัยใช้ตัวแบบสมการถดถอยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares Regression: OLS) โดยโครงสร้างคณะกรรมการประกอบด้วย 4 ตัวแปร ดังนี้ 1. สัดส่วนกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก 2. ขนาดของคณะกรรมการ 3. การรวบรวมตำแหน่งของ CEO กับประธานกรรมการบริษัท 4. สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายในบริษัท ซึ่งบุคคลภายในในที่นี้หมายถึง กรรมการบริษัทและผู้บริหารระดับสูง และกลไกการควบคุมในการศึกษาครั้งนี้ คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 20 ลำดับแรก และผลการดำเนินงานวัดโดย ค่า Tobin- Q ซึ่งงานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ในการทดสอบความมีประสิทธิภาพของการควบคุมดูแลของคณะกรรมการบริษัท โดยเฉพาะกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก โดยผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท

ทั้งนี้ยังมีผลงานวิจัยในประเทศไทย ได้แก่ กาญจนา (2542) ได้ทำการศึกษาประสิทธิผลของคณะกรรมการบริษัทที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) ในการประมาณการ และใช้ข้อมูลภาคตัดขวางในปี พ.ศ. 2541 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งวัดประสิทธิผลของคณะกรรมการบริษัทจาก ขนาด โครงสร้างตำแหน่ง และการถือหุ้นภายในบริษัทของคณะกรรมการ และใช้ค่า Tobin's Q แทนผลการดำเนินงานของบริษัท โดยผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระ และกรรมการอิสระที่มากกว่าเกณฑ์ที่กำหนดไม่มีอิทธิพลต่อผลการ

ดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม กัญญา (2542) ได้ให้ข้อเสนอแนะจาก ผลการศึกษาในครั้งนี้ว่าควรจะสนับสนุนบทบาทของกรรมการอิสระมากกว่าที่จะแต่งตั้งกรรมการ อิสระเพื่อเป็นไปตามกฎเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด และการแต่งตั้งกรรมการ อิสระควรมีการสรรหาบุคคลที่มีความรู้ความสามารถอย่างแท้จริง เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือ หุ้น มิใช่แต่งตั้งกรรมการอิสระเพื่อสร้างภาพลักษณ์ให้กับบริษัทเท่านั้น นอกจากนี้การแสดงความ คิดเห็นอย่างตรงไปตรงมา ความเป็นอิสระและความเป็นกลางในการทำหน้าที่ของกรรมการอิสระจะ สามารถดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยได้อย่างเท่าเทียมกัน

นอกจากนี้ยังมีการศึกษาในประเทศไทยเกี่ยวกับ ผลการดำเนินงานในอดีตที่มีผลต่อการ กำหนดโครงสร้างคณะกรรมการ ได้แก่ ผกามาศ (2543) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผล การดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งวัดจากผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท (Return on Asset : ROA) กับโครงสร้างคณะกรรมการ ซึ่งประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนของกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทของกรรมการที่มา จากบุคคลภายใน โดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) และใช้ข้อมูล ภาคตัดขวาง (Cross sectional) ในปี พ.ศ. 2539 และ พ.ศ. 2541 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนใน ประเทศไทยไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ในปี พ.ศ. 2541 แต่ในช่วงวิกฤตการณ์ทาง เศรษฐกิจพบว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีตมีอิทธิพลต่อโครงสร้างคณะกรรมการ กล่าวคือ ผลการดำเนินงานที่ไม่ดีในอดีตจะทำให้มีการเพิ่มจำนวนกรรมการในคณะกรรมการของบริษัท เช่นเดียวกับสัดส่วนกรรมการอิสระที่เพิ่มขึ้น สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทของกรรมการที่มา จากบุคคลภายในนั้นพบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีตมีอิทธิพลทางบวกกับสัดส่วนการถือ หุ้นในบริษัทของกรรมการที่มาจากบุคคลภายในในปี พ.ศ. 2539 แต่ในช่วงวิกฤตการณ์ทาง เศรษฐกิจในปี 2541 กลับไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทกับสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทของกรรมการที่มาจากบุคคลภายใน ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีตจะส่งผลให้เกิดการปรับเปลี่ยนโครงสร้าง คณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนนั่นเอง

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ได้กล่าวไว้ในข้างต้น สรุปดังตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1 สรุปวรรณกรรมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกกับผลการดำเนินงานของบริษัท

| ผู้วิจัย<br>(ประเด็นที่ศึกษา)  | ระเบียบวิธีวิจัย<br>(ตัวแปรที่ใช้)  | ผลการวิจัย  |
|--|---|---|
| Weisbach, 1988<br>ได้ศึกษาผลกระทบสัดส่วนของกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกต่อความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับการเปลี่ยนแปลง CEO               | Logistic Regression model<br>ตัวแปรตาม : การเปลี่ยนแปลงตำแหน่ง CEO<br>ตัวแปรอิสระ : สัดส่วนกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก, การมีอิทธิพลเหนือคณะกรรมการบริษัทของกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก, ผลตอบแทนของหลักทรัพย์งวดปัจจุบัน, ผลตอบแทนของหลักทรัพย์งวดก่อน, ผลตอบแทนของหลักทรัพย์งวดปัจจุบัน*สัดส่วนกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก, ผลตอบแทนของหลักทรัพย์งวดปัจจุบัน*การมีอิทธิพลเหนือคณะกรรมการบริษัทของกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก, ผลตอบแทนของหลักทรัพย์งวดก่อน*สัดส่วนกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก, ผลตอบแทนของหลักทรัพย์งวดก่อน*การมีอิทธิพลเหนือคณะกรรมการบริษัทของกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก | ผลการดำเนินงานของบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมากกับการเปลี่ยนแปลงตำแหน่ง CEO โดยเฉพาะบริษัทที่มีกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกซึ่งมีอิทธิพลต่อคณะกรรมการบริษัท ซึ่งการเปลี่ยนแปลง CEO โดยกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกจะทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น   |
| Hermalin and Weisbach, 1991<br>ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกกับผลการดำเนินงานของบริษัท                        | Ordinary Least Squares Regression model<br>ตัวแปรตาม : ผลการดำเนินงาน<br>ตัวแปรอิสระ : สัดส่วนกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก  | ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกกับผลการดำเนินงานของบริษัท  |
| Canyon and Peck, 1998<br>ศึกษาผลกระทบของสัดส่วนกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกต่อความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหาร | Ordinary Least Squares Regression model<br>ตัวแปรตาม : ผลตอบแทนของผู้บริหาร<br>ตัวแปรอิสระ : สัดส่วนกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารในคณะกรรมการบริษัท, สัดส่วนกรรมการอิสระคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน, จำนวนพนักงานทั้งหมดของบริษัท, ผลตอบแทนของหลักทรัพย์   | ผลการดำเนินงานและค่าตอบแทนของผู้บริหารจะมีความสอดคล้องกันมากขึ้น เมื่อบริษัทมีกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารอยู่ในคณะกรรมการบริษัทในสัดส่วนที่สูง และการมีกรรมการอิสระอยู่ในคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (Remuneration Committees) ในสัดส่วนที่สูง |

ตารางที่ 2.1(ต่อ) สรุปวรรณกรรมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก  
กับผลการดำเนินงาน

| ผู้วิจัย<br>(ประเด็นที่ศึกษา)  | ระเบียบวิธีวิจัย<br>(ตัวแปรที่ใช้)   | ผลการวิจัย  |
|--|--|---|
| Hossain et. al., 2001<br>ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง<br>กรรมการที่มาจากบุคคลภายนอก<br>กับผลการดำเนินงานของบริษัท          | Ordinary Least Squares Regression model<br>ตัวแปรตาม : ผลการดำเนินงานของบริษัท วัด<br>โดยค่า Tobin's Q<br>ตัวแปรอิสระ : สัดส่วนกรรมการที่มาจาก<br>บุคคลภายนอก  | สัดส่วนกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกมี<br>ความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงาน<br>ของบริษัท   |
| กาญจนา, 2542<br>ศึกษาประสิทธิผลของ<br>คณะกรรมการบริษัทที่มีต่อผลการ<br>ดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน<br>ในตลาดหลักทรัพย์ | Multiple Regression model<br>ตัวแปรตาม : ผลการดำเนินงานของบริษัท วัด<br>โดยค่า Tobin's Q<br>ตัวแปรอิสระ : สัดส่วนกรรมการอิสระที่มาจาก<br>บุคคลภายนอก, จำนวนประเภทกิจการที่บริษัท<br>ประกอบธุรกิจ, โอกาสในการลงทุนในอนาคต,<br>ขนาดบริษัท และผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ปี t ,<br>t-1, t-2 | โดยผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระ<br>และกรรมการอิสระที่มากกว่าเกณฑ์ที่กำหนด<br>ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท<br>อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ  |
| ผกามาศ, 2543<br>ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผล<br>การดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน<br>ในประเทศไทยกับโครงสร้าง<br>คณะกรรมการ  | Multiple Regression model<br>ตัวแปรตาม : ผลการดำเนินงานของบริษัท วัด<br>โดยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด<br>ของบริษัท (Return on Asset : ROA)<br>ตัวแปรอิสระ : ขนาดของคณะกรรมการ, สัดส่วน<br>ของกรรมการอิสระ, สัดส่วนการถือหุ้นในบริษัท<br>ของกรรมการที่มาจากบุคคลภายใน       | <ul style="list-style-type: none"> <li>โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทไม่มี<br/>อิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ในปี<br/>พ.ศ. 2541 แต่ในช่วงวิกฤตการณ์ทาง<br/>เศรษฐกิจพบว่า ผลการดำเนินงานของบริษัท<br/>ในอดีตมีอิทธิพลต่อโครงสร้างคณะกรรมการ</li> <li>สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทของ<br/>กรรมการที่มาจากบุคคลภายในนั้นพบว่าผล<br/>การดำเนินงานของบริษัทในอดีตมีอิทธิพล<br/>ทางบวกกับสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทของ<br/>กรรมการที่มาจากบุคคลภายในในปี พ.ศ.<br/>2539 แต่ในช่วงวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี<br/>2541 กลับไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ<br/>ทางสถิติระหว่างผลตอบแทนต่อสินทรัพย์<br/>ทั้งหมดของบริษัทกับสัดส่วนการถือหุ้นใน<br/>บริษัทของกรรมการที่มาจากบุคคลภายใน</li> </ul> |

### 2.2.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของบริษัท

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารสามารถลดต้นทุนที่  
เกิดจากตัวแทนได้ โดยการปรับผลประโยชน์ของผู้บริหารให้สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นมากยิ่งขึ้นตาม

แนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ได้กล่าวว่าการสร้างภาวะผูกพัน หรือเรียกว่าการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหาร โดยผ่านทาง การให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทแก่ผู้บริหารสามารถลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนของบริษัทลงได้ เนื่องจากการปรับผลประโยชน์ของผู้บริหารให้ตรงกับผู้ถือหุ้นมากขึ้น (Convergence of Interest) นอกจากนี้ยังมีแนวคิดเกี่ยวกับ Contracting Theory ของ Fama and Jensen (1983) ได้กล่าวว่ามีผู้ถือหุ้นและผู้บริหารต่างต้องการได้รับผลประโยชน์สูงสุด จึงทำให้มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งที่เกิดขึ้นจึงทำให้ผู้ถือหุ้นควบคุมผู้บริหารโดยผ่านทางสัญญาว่าจ้าง (Contracting) โดยเนื้อหาในสัญญาว่าจ้างมักจะประกอบด้วยสิทธิและอำนาจหน้าที่ของผู้บริหาร ระบบการตรวจสอบผู้บริหาร และโครงสร้างค่าตอบแทน ซึ่งจะรวมถึงแผนการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารกระทำการตัดสินใจโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ยังมีผู้สนใจศึกษาในเรื่องที่เกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของบริษัท อาทิเช่น

Morck et. al. (1988) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการให้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Board Ownership) กับมูลค่าของกิจการซึ่งวัดโดยค่า Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนใน NYSE จำนวน 371 บริษัท ซึ่งการทดสอบสมมติฐานนั้นผู้วิจัยได้ใช้ตัวแบบสมการถดถอยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares Regression: OLS) โดยผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร กับมูลค่าของกิจการเป็นแบบ Non-monotonic คือ ไม่ได้มีความสัมพันธ์ในรูปแบบเดียวกันตลอด โดยสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ในระดับ 0-5% พบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับมูลค่าของบริษัท ซึ่งเป็นผลของการสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหาร (Incentive Effect) โดยผ่านทาง การให้สัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทแก่ผู้บริหาร แต่เมื่อระดับของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ระหว่าง 5-25% กลับพบความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งเป็นผลมาจากการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่นของผู้บริหาร (Entrenchment Effect) กล่าวคือ เมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้นในระดับหนึ่งจนกระทั่งผู้บริหารมีสิทธิในการออกเสียงเพิ่มขึ้น ทำให้ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะให้ความสำคัญแก่ผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์ของบริษัท จึงทำให้การบริหารงานเป็นไปอย่างไม่มีประสิทธิภาพจนส่งผลให้มูลค่าของกิจการซึ่งวัดโดยค่า Tobin's Q มีค่าลดลงเมื่อมีการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นให้แก่ผู้บริหาร ถึงแม้ว่าในช่วงผลของการสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหารจะยังคงมีผลอยู่ก็ตาม แต่ก็ไม่สามารถมีอิทธิพลต่อการบริหารงานของผู้บริหารเหนือผลของการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่นของผู้บริหาร ได้ แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้นจนเลยระดับ 25% ขึ้นไป พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าของกิจการอีกครั้งหนึ่ง ซึ่งเป็นผลของการที่ผู้บริหารรู้สึกเป็นเจ้าของบริษัทอย่างแท้จริง กล่าวคือ การที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีระดับที่

เพิ่มขึ้นนั้น ผู้บริหารจะมีความรู้สึกเหมือนกับเป็นเจ้าของบริษัทอย่างแท้จริง เนื่องจากผู้บริหารมีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัทอยู่ในสัดส่วนที่สูง ดังนั้นผู้บริหารจะให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของบริษัทมากที่สุด จึงทำให้การบริหารงานเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นในที่สุด

Singh and Harianto (1989) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับ ผลประโยชน์ที่ผู้บริหารได้รับเพิ่มจากค่าตอบแทนปกติเนื่องจากการซื้อกิจการอื่นของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่จำนวน 84 บริษัทจากการประเมินผลประโยชน์ที่ผู้บริหารได้รับเพิ่มเนื่องจากการเข้าไปซื้อกิจการอื่นซึ่งเป็นข้อมูลที่ได้นำส่ง ก.ล.ต. เมื่อเดือนธันวาคม ปี 1985 โดยการทดสอบสมมติฐานนั้นผู้วิจัยได้ใช้ตัวแบบสมการ Logistic Regression ซึ่งตั้งสมมติฐานว่าการที่ผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทสูงจะส่งผลให้โอกาสที่ผู้บริหารจะตัดวงผลประโยชน์โดยเรียกครองค่าตอบแทนสูงขึ้นจากการเข้าไปซื้อกิจการอื่นมีน้อยลง ซึ่ง Singh and Harianto (1989) มองว่าสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทของผู้บริหารสะท้อนให้เห็นระดับความสอดคล้องของผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนที่มองว่าการที่ผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทสูงจะช่วยปรับวัตถุประสงค์ของผู้บริหารให้สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นมากยิ่งขึ้น ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบการลดความขัดแย้งในผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น โดยมองผ่านทฤษฎีตัวแทนในเรื่องของการลดความต้องการในค่าตอบแทนพิเศษของผู้บริหารในกรณีที่บริษัทมีการเข้าไปซื้อกิจการอื่น เนื่องจากกำไรในมูลค่าหุ้นของกิจการที่บริษัทเข้าไปซื้อนั้นขึ้นอยู่กับการต่อรองราคาระหว่างผู้บริหารกับกิจการที่ถูกซื้อ โดยผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของคณะผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางลบกับการตัดวงผลประโยชน์จากการเข้าไปซื้อกิจการอื่นของผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทสามารถชดเชยค่าตอบแทนจากการเข้าไปซื้อกิจการอื่นที่ผู้บริหารต้องการแตกต่างไปจากข้อตกลงในสัญญาว่าจ้างนั่นเอง

ทั้งนี้ยังมีผลงานวิจัยในประเทศไทยที่แสดงให้เห็นถึง ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น โดย พัดชา (2543) ซึ่งทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2539-2541 พบว่าการถือหุ้นของผู้บริหารในระดับต่ำ ซึ่งเป็นโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทโดยส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ คือมีการถือหุ้นไม่เกิน 25% โดยการถือหุ้นในระดับที่ไม่เกินช่วงดังกล่าวนอกจากจะไม่ทำให้การทำงานดีขึ้น ยังส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมดแย่งลง แต่ในกรณีที่ผู้บริหารมีการถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นและอยู่ในช่วง 25%-75% จะมีส่วนในการเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์มากขึ้น และทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นด้วย

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ได้กล่าวไว้ในข้างต้น สรุปดังตารางที่ 2.2

ตารางที่ 2.2 สรุปวรรณกรรมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท

| ผู้วิจัย<br>(ประเด็นที่ศึกษา)   | ระเบียบวิธีวิจัย<br>(ตัวแปรที่ใช้)   | ผลการวิจัย   |
|---|--|--|
| Morck et. al., 1988<br>ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง<br>สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร<br>กับมูลค่าของกิจการ  | Ordinary Least Squares Regression model<br>ตัวแปรตาม : มูลค่าของกิจการ วัดโดยค่า<br>Tobin's Q<br>ตัวแปรอิสระ : สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร<br>ระดับต่ำ, กลาง, สูง, อัตราส่วนรายจ่ายวิจัยและ<br>พัฒนาต่อสินทรัพย์รวม, อัตราส่วนรายจ่าย<br>โฆษณาต่อสินทรัพย์รวม, อัตราส่วนหนี้สินระยะ<br>ยาวต่อสินทรัพย์รวม, อัตราส่วนต้นทุนเพื่อการ<br>เปลี่ยนแปลงต่อสินทรัพย์รวม | ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร<br>กับมูลค่าของกิจการเป็นแบบ Non-monotonic คือ<br>ไม่ได้มีความสัมพันธ์ในรูปแบบเดียวกันตลอด โดย<br><ul style="list-style-type: none"> <li>• สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ในระดับ 0-5%<br/>พบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างสัดส่วนการ<br/>ถือหุ้นของผู้บริหารกับมูลค่าของบริษัท</li> <li>• ระดับของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่<br/>ระหว่าง 5-25% กลับพบความ สัมพันธ์ในทางลบ<br/>ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร กับผลการ<br/>ดำเนินงานของบริษัท</li> <li>• สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้นจนเลยระดับ<br/>25% ขึ้นไป พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมี<br/>ความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าของกิจการอีก<br/>ครั้งหนึ่ง</li> </ul> |
| Singh and Harianto, 1989<br>ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง<br>สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร<br>กับผลประโยชน์ที่ผู้บริหารได้รับ<br>เพิ่มจากค่าตอบแทนปกติ<br>เนื่องจากการซื้อกิจการอื่น | Logistic Regression model<br>ตัวแปรตาม : Probability of adopting golden<br>parachutes<br>ตัวแปรอิสระ : Nonmanagement-owned<br>stock, Takeover Attempts, Board size,<br>External directors, Pay to outside director,<br>CEO tenure, Management-owned stock  | สัดส่วนการถือหุ้นของคณะผู้บริหารมีความสัมพันธ์<br>ในทางลบกับผลประโยชน์ที่ผู้บริหารได้รับเพิ่มจาก<br>ค่าตอบแทนปกติเนื่องจากการซื้อกิจการอื่นอย่างมี<br>นัยสำคัญทางสถิติ   |
| พัดชา, 2543<br>ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง<br>ระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร<br>และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือ<br>หุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนใน<br>ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย               | Regression model<br>ตัวแปรตาม : ผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดด้วย<br>Adjusted ROE, Asset Turnover, Net Profit<br>Margin, P/E Ratios<br>ตัวแปรอิสระ : การถือหุ้นของผู้บริหาร ซึ่งแบ่งเป็น<br>3 ระดับ ได้แก่ น้อย ปานกลาง มาก, ขนาดของ<br>บริษัท, อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• การถือหุ้นของผู้บริหารในระดับต่ำ คือมีการถือหุ้น<br/>ไม่เกิน 25% นอกจากจะไม่ทำให้การดำเนินงานดี<br/>ขึ้นแล้ว ยังส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการ<br/>บริหารสินทรัพย์ทั้งหมดแย่งลง</li> <li>• แต่ในกรณีที่ผู้บริหารมีการถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นและ<br/>อยู่ในช่วง 25%-75% จะมีส่วนในการเพิ่ม<br/>ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์มากขึ้นและ<br/>ทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นด้วย</li> </ul>  |



### 2.2.3 ค่าตอบแทนของผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของบริษัท

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตพบว่านโยบายการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารสามารถลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนได้ โดยการปรับผลประโยชน์ของผู้บริหารให้สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นมากยิ่งขึ้น ซึ่ง Smith and Watts (1982) กล่าวว่า การกำหนดค่าตอบแทนของผู้บริหารในสัญญาว่าจ้างจะช่วยลดความขัดแย้งในผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นได้ โดยโครงการค่าตอบแทนจะต้องถูกออกแบบเพื่อสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารเพื่อดำเนินการโดยสร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดให้กับบริษัท นอกจากนี้ Smith and Watts (1992) มองว่ากิจการที่มีการเจริญเติบโตมักจะใช้นโยบายการจ่ายค่าตอบแทนโดยวัดจากผลการดำเนินงานของบริษัท เช่น กำไรทางบัญชี ราคาหุ้น เป็นต้น เพื่อสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารในการดำเนินงานเพื่อสร้างผลการดำเนินงานที่ดีของบริษัท แต่อย่างไรก็ดี Smith และ Watts มองว่าการวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ตัวเลขทางบัญชีอาจไม่เหมาะสม โดยเฉพาะกิจการที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตสูง เนื่องจากหลักความระมัดระวังทางบัญชีที่จะรับรู้รายได้ทางบัญชีก็ต่อเมื่อเหตุการณ์ที่มีความไม่แน่นอนในอนาคตหมดไป ทำให้รายได้ทางบัญชีอาจไม่เป็นตัวแทนที่ดีในการวัดความมีประสิทธิภาพในการบริหารงานของผู้บริหารได้ หรือในทางกลับกันตัวเลขในงบการเงินบางตัวเกิดจากนโยบายการบัญชี ซึ่งเป็นช่องทางให้ผู้บริหารใช้ในการตกแต่งตัวเลข เพื่อสร้างค่าตอบแทนตามที่ตนต้องการ เช่น หนี้สงสัยจะสูญ ค่าเสื่อมราคา เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีผู้สนใจศึกษาเกี่ยวกับค่าตอบแทนที่จ่ายให้แก่ผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของบริษัท อาทิเช่น

Core et. al. (1999) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้น โครงสร้างคณะกรรมการ และผลการดำเนินงาน กับระดับการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ CEO ของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกา จำนวน 495 บริษัท ซึ่งในการทดสอบสมมติฐานนั้นผู้วิจัยได้ใช้ตัวแบบสมการถดถอยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares Regression: OLS) โดยในการศึกษาครั้งนี้แบ่งการทดสอบสมมติฐานออกเป็น 2 ส่วน ซึ่งส่วนแรกจะทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการ และโครงสร้างการถือหุ้น กับระดับการจ่ายค่าตอบแทนของผู้บริหาร โดยโครงสร้างคณะกรรมการ และโครงสร้างการถือหุ้นนั้นจะสะท้อนให้เห็นความมีประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และส่วนที่สองจะทำการทดสอบความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการ และโครงสร้างการถือหุ้น กับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนในหลักทรัพย์ของบริษัทในเวลาต่อมา เพื่อใช้ในการพยากรณ์ค่าตอบแทนของผู้บริหาร จากการศึกษาพบว่าโครงสร้างคณะกรรมการ และโครงสร้างการถือหุ้น สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในค่าตอบแทนของผู้บริหารได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หลังจากที่ได้ทำการควบคุมปัจจัยทางเศรษฐกิจที่จะมีผลต่อค่าตอบแทน นอกจากนี้ทิศทางความสัมพันธ์ของโครงสร้างคณะกรรมการ และโครงสร้างการถือหุ้นยังสะท้อนให้เห็นว่าผู้บริหารจะได้รับค่าตอบแทนเป็นจำนวนมาก เมื่อ

โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการไม่มีประสิทธิภาพ ผลการศึกษาในส่วนที่สองพบว่าสามารถพยากรณ์ค่าตอบแทนของผู้บริหารได้มากขึ้น เมื่อโครงสร้างคณะกรรมการ และโครงสร้างการถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานและผลตอบแทนในหลักทรัพย์ของบริษัทในเวลาต่อมาอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดย Core et. al. (1999) ได้ให้ข้อเสนอแนะจากผลการศึกษาว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดีมักจะมีปัญหาที่เกิดจากตัวแทนในระดับสูง โดย CEO ของบริษัทจะได้รับผลตอบแทนสูงขึ้น ทั้งๆ ที่ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง

Taokao et. al. (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานในประเทศเกาหลีเพื่อเปรียบเทียบกับญี่ปุ่นและสหรัฐอเมริกา จำนวน 246 บริษัทระหว่างปี 1998 ถึง 2001 ซึ่งในการทดสอบสมมติฐานนั้นผู้วิจัยได้ใช้ตัวแบบสมการถดถอยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares Regression: OLS) พบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารที่เป็นเงินสดมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดโดยมูลค่าตลาดของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีความยืดหยุ่นมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับญี่ปุ่นและอเมริกา นอกจากนี้ยังพบว่าผลการดำเนินงานที่วัดโดยมูลค่าทางบัญชี เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ยอดขาย มีอิทธิพลในการตัดสินใจจ่ายค่าตอบแทนน้อยกว่า Stock Market Performance อีกทั้งงานวิจัยนี้ยังให้คำเน้ถึงโครงสร้างการถือหุ้นของผู้บริหารด้วย

ศุณย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2548) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยพิจารณาผลตอบแทนของกรรมการและค่าเฉลี่ยของค่าตอบแทนของผู้บริหารเปรียบเทียบกับขนาดรายได้และกำไรสุทธิของบริษัท พบว่าค่าเฉลี่ยค่าตอบแทนกรรมการบริหารและผู้บริหารมีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันกับขนาดรายได้และกำไรสุทธิ

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหาร  
กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ได้กล่าวไว้ในข้างต้น สรุปดังตารางที่ 2.3

ตารางที่ 2.3 สรุปวรรณกรรมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน

| ผู้วิจัย<br>(ประเด็นที่ศึกษา)   | ระเบียบวิธีวิจัย<br>(ตัวแปรที่ใช้)  | ผลการวิจัย  |
|---|---|---|
| Core et. al., 1999<br>ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้าง<br>การถือหุ้น โครงสร้างคณะกรรมการ<br>และผลการดำเนินงาน กับระดับการ<br>จ่ายค่าตอบแทนให้แก่ CEO | Ordinary Least Squares Regression model<br>ตัวแปรตาม : CEO compensation<br>ตัวแปรอิสระ : <ul style="list-style-type: none"> <li>● Economic Determinants ประกอบด้วย Sales, Investment opportunity, ROA, Stock return, Standard deviation of ROA, Standard deviation of Stock return</li> <li>● Board Structure ประกอบด้วย CEO is Board chair, Board size, Inside directors, Outside director appointed by CEO, Gray outside directors, Interlocked outside directors, Outside director over age 69, Busy outside directors,</li> <li>● Ownership Structure ประกอบด้วย CEO percentage stock ownership, Non-CEO insider owns 5%, Percentage stock ownership per outside director, Outside blockholder owns 5%</li> </ul> | โครงสร้างคณะกรรมการ และโครงสร้างการถือหุ้น<br>สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในค่าตอบแทน<br>ของผู้บริหารได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ<br>นอกจากนี้ทิศทางความสัมพันธ์ของโครงสร้าง<br>คณะกรรมการ และโครงสร้างการถือหุ้นยังสะท้อน<br>ให้เห็นว่าผู้บริหารจะได้รับค่าตอบแทนเป็นจำนวน<br>มาก เมื่อโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการไม่มี<br>ประสิทธิภาพ และนี่ยังพบว่าสามารถพยากรณ์<br>ค่าตอบแทนของผู้บริหารได้มากขึ้น เมื่อโครงสร้าง<br>คณะกรรมการ และโครงสร้างการถือหุ้น มี<br>ความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานและ<br>ผลตอบแทนในหลักทรัพย์ของบริษัทในเวลาต่อมา<br>อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ |
| Taokao et. al. (2003) ศึกษา<br>ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของ<br>ผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน  | Ordinary Least Squares Regression model<br>ตัวแปรตาม : Total annual cash compensation<br>of all directors per director<br>ตัวแปรอิสระ : Stock Returns, Stock Returns in<br>the previous year, Dummy years, Stock<br>option for executives, Proportion stock owned<br>by all directors, Return on Asset, Rate of<br>Growth of Sales, Net income is negative  | ค่าตอบแทนของผู้บริหารที่เป็นเงินสดมีความ<br>สัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดโดย<br>มูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีความ<br>ยืดหยุ่นมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับญี่ปุ่นและ<br>อเมริกา นอกจากนี้ยังพบว่าผลการดำเนินงานที่วัด<br>โดยมูลค่าทางบัญชี เช่น อัตราผลตอบแทนต่อ<br>สินทรัพย์ ยอดขาย มีอิทธิพลในการตัดสินใจจ่าย<br>ค่าตอบแทนน้อยกว่าผลการดำเนินงานที่วัดโดย<br>มูลค่าตลาด  |
| ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัท<br>จดทะเบียน (2548) ได้ศึกษาความ<br>สัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนกับ<br>ผลการดำเนินงานของบริษัท                  | Correlation Analysis  | ค่าเฉลี่ยค่าตอบแทนกรรมการบริหารและผู้บริหารมี<br>ความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันกับขนาดรายได้และ<br>กำไรสุทธิ   |

#### 2.2.4 กลุ่มของโอกาสในการลงทุน

Smith and Watts (1992) ได้ทำการศึกษาโอกาสในการลงทุนที่มีผลต่อนโยบายต่าง ๆ ของบริษัท เช่น การจัดหาเงินทุน การจ่ายเงินปันผล การจ่ายค่าตอบแทน และการสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหาร โดยทำการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุน ซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวมต่อมูลค่าของกิจการ กับสัดส่วนความเป็นเจ้าของ ซึ่งวัดด้วยสัดส่วนของสิทธิซื้อหุ้นที่ให้แก่ผู้บริหาร (Stock Option) โดยมองผ่านแนวคิด Contracting Hypothesis ที่กล่าวว่าผู้ถือหุ้นจะควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหาร โดยผ่านทางสัญญาว่าจ้างที่เหมาะสม (Optimal Contract) ซึ่งประกอบด้วย การจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหาร ระดับความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นยอมรับได้ อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกับผู้บริหาร อีกทั้งยังไม่สามารถเฝ้าดูพฤติกรรมของผู้บริหารได้ ผู้ถือหุ้นจึงได้สร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารโดยผ่านการให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของ ถือเป็น การปรับผลประโยชน์ของผู้บริหารให้สอดคล้องกับผู้ถือหุ้น ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของค่าตอบแทนที่ให้แก่ผู้บริหาร ในขณะที่มูลค่าของกิจการมิได้เพิ่มขึ้นด้วยนั้น จะสอดคล้องกับระดับความเสี่ยงที่ผู้บริหารต้องแบกรับเพิ่มขึ้น เนื่องจากผู้บริหารมีส่วนได้ส่วนเสียในบริษัทร่วมกับผู้ถือหุ้นรายอื่นด้วย นอกจากนี้ Smith and Watts (1992) ยังมองว่าบริษัทขนาดใหญ่จะเผชิญปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารมากยิ่งขึ้น เนื่องจากผู้บริหารไม่ต้องการเผชิญความเสี่ยงจากการถูกเลิกจ้าง หากบริหารกิจการให้มีความเสี่ยงสูงเกินไป จึงทำให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Aversion) โดยไม่ตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูง ดังนั้นกิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูงที่จะเชื่อมโยงค่าตอบแทนของผู้บริหารกับมูลค่าของกิจการที่เกิดจากผลการกระทำของผู้บริหาร ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้วัดมูลค่าของกิจการที่เพิ่มขึ้นโดยวัดจากโอกาสการลงทุนในสินทรัพย์ที่ยังไม่สามารถระบุ (Intangible Investment Opportunities) ซึ่งขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร จึงจำเป็นต้องนำโครงการสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหารมาใช้เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งในผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้น กับผู้บริหาร จึงเป็นที่มาของสมมติฐานที่ว่าสินทรัพย์ที่กิจการมีอยู่ซึ่งสะท้อนถึงโอกาสในการลงทุน มีความสัมพันธ์ในทางลบกับแผนการสร้างแรงจูงใจ โดยผ่านการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ซึ่งในการทดสอบสมมติฐานนั้นผู้วิจัยใช้ตัวแบบสมการถดถอยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares Regression: OLS) กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทจดทะเบียนใน NYSE จำนวน 94 บริษัท ซึ่งผลการศึกษาพบว่า กลุ่มของโอกาสในการลงทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวมต่อมูลค่าของกิจการมีความสัมพันธ์ในทางลบกับการสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหาร โดยผ่านทาง การให้สิทธิซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

Baber et. al. (1996) ได้เปลี่ยนแปลงรูปแบบการศึกษาของ Smith and Watts (1992) โดยทำการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุน กับการเปลี่ยนแปลงในค่าตอบแทนที่จ่าย

ให้แก่ผู้บริหาร ซึ่งคำตอบแทนดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยตัวเลขทางบัญชี กับวัดโดยมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนใน NYSE, AMEX และ NASDAQ จำนวน 1,249 บริษัท ซึ่งการทดสอบสมมติฐานนั้นผู้วิจัยได้ใช้ตัวแบบสมการวิเคราะห์ความถดถอย โดยในการวิจัยครั้งนี้วัดกลุ่มของโอกาสในการลงทุนด้วย 4 ตัวแปร ประกอบด้วย 1.ระดับการลงทุนในงวดก่อน 2.การเติบโตในมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ 3.อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวม และ 4. อัตราส่วนรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนาต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ โดยใช้การวิเคราะห์ปัจจัย (Factor Analysis) ในการลดจำนวนตัวแปรทั้ง 4 ตัวแปรให้เหลือเพียงค่าเดียว ซึ่งเรียกว่า Factor score ของกลุ่มของโอกาสในการลงทุน เพื่อใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับคำตอบแทนของผู้บริหารในขั้นตอนต่อไป ซึ่งผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงในคำตอบแทนของผู้บริหารที่ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทางบวกอย่างมากกับกลุ่มของโอกาสในการลงทุน กล่าวคือกลุ่มของโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางบวก กับการเปลี่ยนแปลงในคำตอบแทนของผู้บริหารที่ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งชี้ให้เห็นว่าโครงการจ่ายคำตอบแทนที่สร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารก็อาจจะไม่สามารถสะท้อนให้เห็นคำตอบแทนที่สร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารที่จ่ายจริงได้ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงในคำตอบแทนของผู้บริหารนั้นขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งเป็นผลจากการกระทำของผู้บริหารนั่นเอง

Kallapur and Trombley (1999) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแทนกลุ่มของโอกาสในการลงทุนและนโยบายทางการเงิน และเงินปันผล กับการเจริญเติบโตของบริษัทจดทะเบียนใน NYSE และ NASDAQ ระหว่างปี 1978 ถึง 1991 โดยมีสมมติฐานว่าบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนมักจะมีการลงทุนโครงการต่าง ๆ ในงวดปัจจุบัน ซึ่งจะทำให้บริษัทเจริญเติบโตหลังจากลงทุนไปแล้วในงวดถัดไป ดังนั้นโอกาสในการลงทุนจะสะท้อนให้เห็นการเจริญเติบโตในอนาคตของบริษัท และการทดสอบสมมติฐานนั้นผู้วิจัยได้ใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) โดยในงานวิจัยครั้งนี้ได้แบ่งตัวแทนกลุ่มของโอกาสในการลงทุนออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ 1.ตัวแทนตามเกณฑ์ราคา (Price base proxy) ประกอบด้วยอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์, อัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนราคาตามบัญชีของที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ต่อมูลค่ากิจการ, Tobin – Q, อัตราส่วนค่าเสื่อมราคาต่อมูลค่ากิจการ และอัตราส่วนกำไรต่อราคาหุ้น 2.ตัวแทนตามเกณฑ์การลงทุน (Investment base proxy) ประกอบด้วยอัตราส่วนรายจ่ายเพื่อการวิจัยและพัฒนาต่อมูลค่ากิจการ, รายจ่ายเพื่อการวิจัยและพัฒนาต่อสินทรัพย์รวม, รายจ่ายเพื่อการวิจัยและพัฒนาต่อยอดขาย, อัตราส่วนรายจ่ายลงทุนเพื่อขยายกำลังการผลิตต่อมูลค่ากิจการ และอัตราส่วนรายจ่ายลงทุนเพื่อขยายกำลังการผลิตต่อสินทรัพย์ 3.การวัดความแปรปรวน ประกอบด้วยความแปรปรวนของผลตอบแทนรวม และค่าเบต้าของ Market Model สำหรับนโยบายทางการเงิน เงินปันผล และการจ่ายคำตอบแทน ประกอบด้วยอัตราส่วนหนี้สิน

ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์, อัตราส่วนหนี้สินต่อราคาตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น, Dividend Payout ratio, Dividend yield และแผนการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่พนักงานเป็นหุ้นของบริษัท ซึ่งผลการศึกษพบว่าตัวแทนตามเกณฑ์ราคา ซึ่งประกอบไปด้วย อัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์, อัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนราคาตามบัญชีของที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ต่อมูลค่ากิจการ, Tobin – Q, อัตราส่วนค่าเสื่อมราคาต่อมูลค่ากิจการ มีความสัมพันธ์ในทางลบกับการเจริญเติบโต สำหรับอัตราส่วนกำไรต่อราคาหุ้นที่ใช้วัดการเจริญเติบโตในงานวิจัยทั่วไปกลับไม่มีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโต ดังนั้นตัวแทนตามเกณฑ์ราคายกเว้นอัตราส่วนกำไรต่อราคาหุ้นจึงสามารถนำไปใช้เป็นตัวแทนกลุ่มของโอกาสในการลงทุนได้ สำหรับตัวแทนตามเกณฑ์การลงทุนมีเพียงอัตราส่วนจ่ายลงทุนเพื่อขยายกำลังการผลิตต่อสินทรัพย์เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการเจริญเติบโต ส่วนการวัดความแปรปรวนทั้งความแปรปรวนของผลตอบแทนรวม และค่าเบต้าของMarket Model ไม่มีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโตของบริษัท และสุดท้ายคือกลุ่มของนโยบายทางการเงิน เงินปันผล และการจ่ายค่าตอบแทนพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการเจริญเติบโต ส่วน Dividend Payout ratio และ Dividend yield กลับพบว่ามีสัมพันธ์ในทางลบกับการเจริญเติบโตของบริษัท นอกจากนี้ Kallapur and Trombley ยังได้กล่าวว่าการใช้นโยบายเงินปันผลร่วมกับตัวแทนตามเกณฑ์ราคาจะสามารถวัดการเจริญเติบโตของบริษัทได้ดีกว่าการใช้ตัวแทนตามเกณฑ์ราคาเพียงอย่างเดียว

Hutchinson and Gul (2004) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งประกอบด้วย สัดส่วนกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และการจ่ายค่าตอบแทนให้กับผู้บริหาร ต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุน กับผลการดำเนินงาน ในรูปแบบตัวแปรกด (Moderating Variable) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย 500 อันดับแรก จำนวน 310 บริษัท (หลังจากตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ออกแล้ว) โดยการทดสอบสมมติฐานได้ใช้ตัวแบบสมการถดถอยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares Regression: OLS) ซึ่งในการวิจัยครั้งนี้ได้วัดกลุ่มของโอกาสในการลงทุนด้วย 3 ตัวแปรประกอบด้วย 1.อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวม 2.อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น และ 3.อัตราส่วนที่ดินอาคารและอุปกรณ์ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ โดยใช้การวิเคราะห์ปัจจัย (Factor Analysis) เพื่อใช้แทนค่ากลุ่มของโอกาสในการลงทุน ส่วนผลการดำเนินงานวัดด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งผลการศึกษพบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารสามารถลดความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุน กับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการเจริญเติบโตมี

ความสัมพันธ์กับสัดส่วนกรรมการอิสระ นอกจากนี้ผู้ทำการวิจัยได้ให้ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัยว่า บริษัทที่มีการเจริญเติบโตควรที่จะสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารเพื่อบริหารงานตามเงื่อนไขในสัญญาว่าจ้างได้อย่างมีประสิทธิภาพ

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตเกี่ยวกับกลุ่มของโอกาสในการลงทุนที่ได้กล่าวไว้ในข้างต้น สรุปดังตารางที่ 2.4

ตารางที่ 2.4 สรุปวรรณกรรมเกี่ยวกับกลุ่มของโอกาสในการลงทุน

| ผู้วิจัย<br>(ประเด็นที่ศึกษา)   | ระเบียบวิธีวิจัย<br>(ตัวแปรที่ใช้)  | ผลการวิจัย   |
|---|---|--|
| Smith and Watts, 1992<br>ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง<br>โอกาสในการลงทุน กับสัดส่วน<br>ความเป็นเจ้าของของผู้บริหาร  | Ordinary Least Squares Regression model<br>ตัวแปรตาม : Equity value, Dividend price,<br>Log of real salary, Existence of bonus plan,<br>Existence of stock-option plan<br>ตัวแปรอิสระ : Asset value, Regulation<br>dummy, Log of real sales, Accounting return  | โอกาสในการลงทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนราคา<br>ตามบัญชีของสินทรัพย์รวมต่อมูลค่าของ<br>กิจการมีความสัมพันธ์ในทางลบกับการสร้าง<br>แรงจูงใจให้แก่ผู้บริหาร โดยผ่านทางทำให้<br>สิทธิซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญทาง<br>สถิติ |
| Baber et. al., 1996<br>ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง<br>โอกาสในการลงทุน กับการ<br>เปลี่ยนแปลงในค่าตอบแทนที่<br>จ่ายให้แก่ผู้บริหาร ซึ่งค่าตอบแทน<br>ดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับผลการ<br>ดำเนินงานที่วัดโดยตัวเลขทาง<br>บัญชี กับวัดโดยมูลค่าตลาด | Regression model<br>ตัวแปรตาม : $\Delta$ base salary, $\Delta$ cash bonus,<br>$\Delta$ all other incentive pay, $\Delta$ salary and<br>bonus, $\Delta$ total pay<br>ตัวแปรอิสระ : Stock return, $\Delta$ ROE, Factor<br>score of IOS, Factor score of IOS * Stock<br>return, Factor score of IOS * $\Delta$ ROE   | การเปลี่ยนแปลงในส่วนประกอบของ<br>ค่าตอบแทนที่ให้แก่ผู้บริหารที่ขึ้นอยู่กับผลการ<br>ดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทางบวกอย่าง<br>มากกับโอกาสในการลงทุน   |
| Hutchinson and Gul, 2004<br>ศึกษาผลกระทบของกลไกการ<br>กำกับดูแลกิจการ ต่อความ<br>สัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาส<br>ในการลงทุน กับผลการ<br>ดำเนินงาน   | Ordinary Least Squares Regression model<br>ตัวแปรตาม : ROE <sub>t</sub><br>ตัวแปรอิสระ : Factor score of IOS, สัดส่วน<br>กรรมการอิสระ, สัดส่วนการถือหุ้นของคณะ<br>กรรมการบริหาร, ค่าตอบแทนของคณะ<br>กรรมการบริหารต่อคน, Factor score of IOS *<br>สัดส่วนกรรมการอิสระ, Factor score of IOS *<br>สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริหาร,<br>Factor score of IOS * ค่าตอบแทนของคณะ<br>กรรมการบริหารต่อคน, ลอการิทึมของสินทรัพย์<br>รวม, อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, ROE <sub>t-1</sub> | สัดส่วนกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของ<br>คณะกรรมการบริหาร และการจ่ายค่าตอบแทน<br>ให้แก่คณะกรรมการบริหาร สามารถลด<br>ความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างกลุ่มของ<br>โอกาสในการลงทุน กับผลการดำเนินงาน<br>อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ  |

ตารางที่ 2.4 (ต่อ) สรุปวรรณกรรมเกี่ยวกับกลุ่มของโอกาสในการลงทุน

| ผู้วิจัย<br>(ประเด็นที่ศึกษา)  | ระเบียบวิธีวิจัย<br>(ตัวแปรที่ใช้)  | ผลการวิจัย   |
|--|---|--|
| <p>Kallapur and Trombley, 1999 ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแทนกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับการเจริญเติบโตของบริษัท</p> | <p>Correlation Analysis<br/> <i>ตัวแปรตาม</i> : Realized book value growth<br/> <i>ตัวแปรอิสระ</i> : Ratio of book to market value of asset, Ratio of book to market value of equity, Ratio of book value of PPE to firm value, Tobin-Q, Ratio of Depreciation expense to value, Earnings-price ratio, Ratio of R&amp;D to firm value, Ratio of R&amp;D to total asset, Ratio of R&amp;D to sales, Ratio of Capital additions to firm value, Ratio of Capital additions to total asset, Variance of total return, Market model beta, Book debt to equity ratio, Book debt to asset ratio, Market debt to equity ratio, Dividend payout ratio, Dividend yield, Dummy variable equal to one if firm has shares reserved for option plans zero otherwise</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● อัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์, อัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนราคาตามบัญชีของที่ดินอาคาร และอุปกรณ์ต่อมูลค่ากิจการ, Tobin – Q, อัตราส่วนค่าเสื่อมราคาต่อมูลค่ากิจการ มีความสัมพันธ์ในทางลบกับการเจริญเติบโต สำหรับอัตราส่วนกำไรต่อราคาหุ้นที่ใช้วัดการเจริญเติบโตในงานวิจัยทั่วไปกลับไม่มีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโต</li> <li>● ตัวแทนตามเกณฑ์การลงทุนมีเพียงอัตราส่วนรายจ่ายลงทุนเพื่อขยายกำลังการผลิตต่อสินทรัพย์เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการเจริญเติบโต</li> <li>● การวัดความแปรปรวนทั้งความแปรปรวนของผลตอบแทนรวม และค่าเบต้าของMarket Model ไม่มีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโตของบริษัท</li> <li>● กลุ่มของนโยบายทางการเงิน เงินปันผล และการจ่ายค่าตอบแทนพบว่าอัตรา ส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตรา ส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการเจริญเติบโต ส่วน Dividend Payout ratio และ Dividend yield กลับพบว่ามี ความสัมพันธ์ในทางลบกับการเจริญเติบโตของบริษัท</li> </ul> |



จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต สามารถสรุปตัวแปรที่จะนำมาใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง กลุ่มของโอกาสในการลงทุน การกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทในรูปแบบของ Interaction term ดังในตารางที่ 2.5

ตารางที่ 2.5 สรุปแหล่งที่มาของตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

| ผู้วิจัย   | ตัวแปรที่ใช้   |
|--|--|
| <b>ตัวแปรตาม</b>   |  |
| Chen et. al. (2005); Dehaene et. al. (2001);<br>Hutchinson and Gul (2004); พัดชา (2543)  | ผลการดำเนินงานของบริษัท วัดโดยอัตราส่วน<br>ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on<br>Equity)  |
| <b>ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรอธิบาย คือ กลุ่มของโอกาสในการลงทุน ประกอบด้วย 3 ตัวแปร ดังนี้</b>   |  |
| Gaver and Gaver (1993); Gul (1999); Ho et. al.<br>(2004); Hutchinson and Gul (2004);<br>Hutchinson and Gul (2006); Kallapur and<br>Trombley (1999) | อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของ<br>สินทรัพย์ (Market-to-book value of assets<br>ratio)   |
| Gaver and Gaver (1993); Gul (1999); Ho et. al.<br>(2004); Hutchinson and Gul (2004);<br>Hutchinson and Gul (2006); Kallapur and<br>Trombley (1999) | อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของส่วน<br>ของผู้ถือหุ้น (Market-to-book value of equity<br>ratio)                                     |
| Ho et. al. (2004); Hutchinson and Gul (2004);<br>Hutchinson and Gul (2006); Kallapur and<br>Trombley (1999); Skinner (1993)                        | อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่า<br>ตลาดของกิจการ (Gross plant, property and<br>equipment to market value of the firm ratio) |
| <b>ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรควบคุม</b>  |  |
| Hutchinson and Gul (2004); Smith and Watts<br>(1992)   | ขนาดของบริษัท วัดด้วยลอการิทึมของสินทรัพย์<br>รวม  |
| Hutchinson and Gul (2004); Skinner (1993)  | ระดับความเสี่ยงของบริษัท วัดโดยเงินกู้ยืมระยะ<br>สั้นบวกเงินกู้ยืมระยะยาวหารด้วยส่วนของผู้ถือ<br>หุ้น                                  |

ตารางที่ 2.5 (ต่อ) สรุปแหล่งที่มาของตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

| ผู้วิจัย  | ตัวแปรที่ใช้   |
|---|--|
| <b>ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรควบคุม (ต่อ)</b>   |  |
| Hutchinson and Gul (2004)   | ผลการดำเนินงานในอดีต วัดด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในงวดก่อน               |
| <b>ตัวแปรทด : กลไกการกำกับดูแล</b>  |  |
| Conyon and Peck (1988); Hutchinson and Gul (2004); Weir (1997)  | สัดส่วนกรรมการอิสระจากจำนวนกรรมการทั้งหมด  |
| Gul et. al. (2002); Gul and Tsui (1998); Hermalin and Weisbach (1991); Hutchinson and Gul (2004); Jensen and Meckling (1976); Morck et. al. (1988); Rediker and Seth (1995); Singh and Harianto (1989)  | สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร  |
| Anderson, et., al. (1993); Baber, et., al. (1996); Collins, et., al. (1995); Core, et., al. (1999); Gaver and Gaver (1993); Smith and Watts (1992); Aggarwal and Samwick (1999); Smith and Watts (1992) | ค่าตอบแทนของผู้บริหาร แต่ไม่รวมถึงมูลค่าหุ้นหรือสิทธิซื้อหุ้นที่บริษัทมอบให้แก่ผู้บริหาร |

## 2.3 การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

### 2.3.1 กลุ่มของโอกาสในการลงทุน

จากการทบทวนวรรณกรรมแสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนมักจะประสบปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นมาก เนื่องจากบริษัทดังกล่าวมักจะมีช่องทางให้ผู้บริหารดำเนินการ เพื่อเอื้อผลประโยชน์ให้กับตนเองมากกว่าบริษัทที่ไม่มีโอกาสในการลงทุน จึงเป็นผลให้บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนมักจะมีผลการดำเนินงานที่ลดลง ทั้งนี้เนื่องมาจาก 1) ปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็นตามแนวคิดของ Myers (1977) ที่กล่าวว่าโอกาสในการลงทุนของกิจการขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของผู้บริหาร ปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็นเพิ่มมากขึ้นเมื่อกิจการมีหนี้สิน โดยผู้บริหารที่กระทำหน้าที่รักษาผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นจะตัดสินใจไม่ลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนเป็นบวก เนื่องจากเจ้าหนี้จะมีสิทธิเรียกร้องกระแสเงินสดในโครงการลงทุนก่อนผู้ถือหุ้น ถือเป็นการถ่ายโอนมูลค่าของบริษัทจากผู้ถือหุ้นไปยังเจ้าหนี้ การตัดสินใจดังกล่าวจะทำให้

บริษัทสูญเสียโอกาสในการลงทุนเพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัท ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัท ลดลงในที่สุด 2) ปัญหาการกระจายการลงทุนที่เกิดจากตัวแทนตามแนวคิดของ Jensen (1986) และ Shleifer and Vishny (1989) โดย Jensen (1986) กล่าวว่าเมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดอิสระเป็นจำนวนมาก บริษัทอาจเกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร เนื่องจากผู้บริหารมีแรงจูงใจที่จะเพิ่มขนาดของบริษัทโดยการกระจายการลงทุนเพื่อหวังที่จะสร้างผลงานและค่าตอบแทนที่มากขึ้นให้แก่ตัวผู้บริหารเอง โดยไม่คำนึงว่าการกระจายการลงทุนนั้นจะทำให้บริษัทมีมูลค่าเพิ่มขึ้นหรือลดลง ซึ่งผลจากการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระมาก ส่วนใหญ่จะลงทุนในโครงการที่ได้รับผล ประโยชน์น้อย หรือในโครงการที่ทำให้บริษัทมีมูลค่าลดลง และการศึกษาของ Shleifer and Vishny (1989) ได้เสนอแนวคิดเช่นเดียวกับ Jensen (1986) โดยกล่าวว่าผู้บริหารมักจะประสบกับการบริหารงานภายใต้ความกดดันจากด้านต่าง ๆ เช่น การแข่งขันทางการตลาด กฎหมายทางด้านแรงงาน รวมถึงการตรวจสอบผลการดำเนินงานจากผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้บริหารพยายามที่จะรักษาผลประโยชน์ของตนอย่างเหนียวแน่น (Entrenchment) ซึ่งไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนที่เกิดขึ้น โดยเพิ่มการกระจายการลงทุนไปในธุรกิจที่ตนเองมีประสบการณ์และความชำนาญ แม้ว่าการลงทุนนั้นจะไม่ก่อให้เกิดกำไรแก่บริษัทก็ตาม แต่การกระจายการลงทุนเป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่ตัวผู้บริหารเอง หรือเพื่อเพิ่มอำนาจในการต่อรองค่าตอบแทนให้มากขึ้น อีกทั้งเพื่อเพิ่มอำนาจในการตัดสินใจเกี่ยวกับการวางกลยุทธ์ในระดับองค์กร ซึ่งเป็นการสร้างผลประโยชน์ให้แก่ผู้บริหาร ในแง่ลดความเสี่ยงจากการว่าจ้างงาน จึงสามารถตั้งเป็นสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

H1: กลุ่มของโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท

### 2.3.2 กลไกการกำกับดูแลกิจการ

จากการทบทวนงานวิจัยในอดีตพบว่ากลไกการกำกับดูแลจะถูกนำมาใช้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นในบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุน เพื่อป้องกันปัญหาที่เกิดขึ้นจากการมีตัวแทน (Agency Problem) ซึ่งได้แก่ปัญหาการกระจายการลงทุนตามแนวคิดของ Jensen (1986) และ Shleifer and Vishny (1989) และปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็นตามแนวคิดของ Myers (1977) โดยการวัดความมีประสิทธิภาพจากผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งผู้บริหารในฐานะตัวแทนของผู้ถือหุ้นได้ใช้ความสามารถและดุลยพินิจในการตัดสินใจลงทุนในโครงการต่าง ๆ เพื่อเพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริง โดยไม่ถ่ายเทความมั่งคั่งจากผู้ถือหุ้นมายังตนเอง กลไกการกำกับดูแลกิจการที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วย 3 กลไก ได้แก่

#### 2.3.2.1 สัดส่วนกรรมการอิสระ

เนื่องจากกรรมการอิสระจะทำการตรวจสอบและควบคุมการตัดสินใจและการบริหารงานของผู้บริหารได้มีประสิทธิภาพมากกว่ากรรมการที่ไม่มีคามอิสระ ซึ่งกรรมการอิสระจะ

คอยทำหน้าที่ปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทุกกลุ่ม ดังนั้นบริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระสูง จะช่วยให้ประสิทธิภาพในการตรวจสอบผลการดำเนินงานของผู้บริหารเพิ่มขึ้นโดยปราศจากอิทธิพลของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดย Hermalin และ Weisbach (1991) มองว่ากรรมการอิสระซึ่งวัดได้จากการเป็นกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกจะมีแนวโน้มที่จะไม่ขึ้นต่อผู้บริหารระดับสูงสุด และตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากกรรมการเหล่านี้ต้องการรักษาชื่อเสียงของตน ดังนั้นกรรมการอิสระของบริษัทก็ยังคงเป็นเครื่องมือสำคัญในการกำกับดูแลกิจการที่คาดว่าจะสามารถลดปัญหาที่เกิดจากตัวแทนได้ และจากการศึกษาของ Hutchinson and Gul (2004) พบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระอยู่ในคณะกรรมการบริษัทสูงจะส่งผลให้บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูงมีผลการดำเนินงานสูงกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนต่ำ จึงสามารถตั้งเป็นสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

**H2:** บริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระอยู่ในคณะกรรมการบริษัทสูงจะมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท

### 2.3.2.2 การให้สัดส่วนการถือหุ้นแก่ผู้บริหาร

Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่าทำให้ผู้บริหารมีส่วนได้เสียในบริษัท

โดยผ่านการให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทแก่คณะผู้บริหาร ซึ่งเป็นการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารมีความสนใจในการเพิ่มความมั่งคั่งให้แก่เจ้าของบริษัทมากขึ้น ถือเป็น การปรับผล ประโยชน์ของ ผู้บริหารให้สอดคล้องกับผู้ถือหุ้น ดังนั้นการที่บริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารอยู่ในระดับสูงแล้วจะทำให้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทนลดลง จากการศึกษาของ Hutchinson and Gul (2004) พบความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุน กับผลการดำเนินงานลดลง เมื่อผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทที่สูง ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงได้ทำการทดสอบความมีประสิทธิภาพของการมอบสัดส่วนการถือหุ้นให้แก่ผู้บริหารว่ามีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานได้หรือไม่ จึงสามารถตั้งเป็นสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

**H3:** บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในอัตราที่สูงจะมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท

### 2.3.2.3 การจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหาร

Jensen and Murphy (1990) ได้กล่าวว่าระดับค่าตอบแทนที่ให้แก่ผู้บริหารในระดับต่ำจะทำให้ผู้บริหารบริหารงานอย่างไม่มีประสิทธิภาพ หรือบริหารงานเพื่อถ่ายเทความมั่งคั่งจากผู้ถือหุ้นมายังตนเอง เนื่องจากผลประโยชน์ของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นมีความขัดแย้งกัน ดังนั้นเพื่อลดขัดแย้งดังกล่าวลง บริษัทจะต้องจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารให้สูงขึ้น เพื่อให้ผู้บริหารทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นในที่สุด นอกจากนี้ Jensen and

Murphy (1990) ยังกล่าวอีกว่าความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารเป็นผลเนื่องมาจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และความขัดแย้งดังกล่าวมักจะเพิ่มมากขึ้นในบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสาเหตุเนื่องมาจากผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าในอนาคตของโครงการลงทุน จึงทำให้ผู้บริหารสามารถตัดสินใจลงทุนในโครงการต่าง ๆ โดยยึดถือผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก ดังนั้นบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนควรจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในระดับที่สูง เพื่อลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารลง และจะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้นในที่สุด และจากการศึกษาของ Hutchinson and Gul (2004) พบว่าบริษัทที่จ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในระดับสูงเพื่อจูงใจผู้บริหารให้ดำเนินการโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นส่งผลให้บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูงมีผลการดำเนินงานสูงกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนต่ำ จึงสามารถตั้งเป็นสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

H4: บริษัทที่จ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในอัตราที่สูงจะมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท

## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

#### 3.1 รูปแบบงานวิจัย

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ที่มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงาน และศึกษาผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงาน โดยกลไกการกำกับดูแลที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จะประกอบไปด้วย 1) สัดส่วนกรรมการอิสระ 2) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และ 3) ค่าตอบแทนของผู้บริหาร

#### 3.2 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยฉบับนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ไม่รวมถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ และกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน เพราะไม่สามารถระบุกลุ่มอุตสาหกรรมได้ชัดเจน โดยบริษัทที่นำมาศึกษาจะพิจารณาความครบถ้วนของข้อมูลแบบแสดงข้อมูลประจำปี (56-1) ของปี 2549 และปี 2548 สาเหตุที่เลือกทำการศึกษาในปี 2549 และ ปี 2548 เนื่องจากเป็นข้อมูลที่มีความทันสมัยเหมาะสมกับสภาพปัจจุบันมากที่สุด อีกทั้งข้อมูลปี 2549 ได้รับผลกระทบจากปัญหาทางการเงินและสภาพเศรษฐกิจ จึงอาจทำให้ผลที่ได้จากงานวิจัยไม่ได้เกิดจากสภาพเหตุการณ์ปกติ ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการเก็บข้อมูลปี 2548 เพื่อเปรียบเทียบกับข้อมูลปี 2549 ว่าผลที่ได้จากการศึกษามีความแตกต่างกันหรือไม่ โดยวิธีการเก็บข้อมูลในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้แบ่งเป็น

- ข้อมูลเกี่ยวกับกลไกการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ สัดส่วนกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และค่าตอบแทนของผู้บริหาร โดยแหล่งข้อมูลได้มาจากการทบทวนเอกสารรายงานประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) เว็บไซต์และสื่อข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์
- ข้อมูลเกี่ยวกับกลุ่มของโอกาสในการลงทุนและผลการดำเนินงาน เป็นข้อมูลจากงบการเงินรวม หรืองบการเงินเฉพาะในกรณีที่ไม่มีบริษัทย่อย โดยนำข้อมูลทางการเงินและข้อมูลอื่น ๆ ที่เก็บรวบรวมไว้อยู่ในระบบเผยแพร่ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART)

### 3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย และการวัดค่า

งานวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงาน และศึกษาผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าว จึงได้นำตัวแปรต่าง ๆ มาทดสอบสมมติฐาน โดยใช้ตัวแบบวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบบริดจ์ ซึ่งแตกต่างจากเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุวิธีกำลังสองน้อยที่สุดตรงที่สามารถแก้ไขปัญหาพหุสัมพันธ์ โดยไม่ต้องตัดตัวแปรออกจากตัวแบบและยังสามารถประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยได้ถูกต้องมากกว่าเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบบริดจ์ใช้ทดสอบทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท และนำกลไกการกำกับดูแลกิจการมาศึกษาร่วมกับโอกาสในการลงทุนเพื่อพิจารณาว่ากลไกการกำกับดูแลจะสามารถเปลี่ยนแปลงทิศทางหรือลดระดับความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบเป็นดังนี้

$$\begin{aligned} ROE_{it} = & \alpha + \beta_1(IOS_{it}) + \beta_2(IND_{it}) + \beta_3(MOWN_{it}) + \beta_4(MREM_{it}) + \beta_5(IOS_{it} * IND_{it}) + \\ & \beta_6(IOS_{it} * MOWN_{it}) + \beta_7(IOS_{it} * MREM_{it}) + \beta_8(SIZE_{it}) + \beta_9(LEVERAGE_{it}) + \\ & \beta_{10}(ROE_{it-1}) + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

กำหนดให้

|                    |   |                                  |
|--------------------|---|----------------------------------|
| ROE <sub>t</sub>   | = | ผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน        |
| IOS                | = | กลุ่มของโอกาสในการลงทุน          |
| IND                | = | สัดส่วนกรรมการบริษัทที่เป็นอิสระ |
| MOWN               | = | สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร    |
| MREM               | = | ค่าตอบแทนของผู้บริหาร            |
| SIZE               | = | ขนาดกิจการ                       |
| LEVERAGE           | = | ระดับความเสี่ยง                  |
| ROE <sub>t-1</sub> | = | ผลการดำเนินงานงวดก่อน            |

สาเหตุที่กลไกการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุน และผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการกำกับดูแลจะเข้ามาควบคุมการบริหารงานของผู้บริหารให้มีประสิทธิภาพ โดยป้องกันปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น และปัญหาการกระจายการลงทุนในธุรกิจที่ผู้บริหารมีความชำนาญ เพื่อเพิ่มอำนาจในการต่อรองค่าตอบแทน และอำนาจในการตัดสินใจเกี่ยวกับการวางแผนกลยุทธ์ในระดับองค์กรในการลดความเสี่ยงจากการ

ว่าจ้างงาน แม้ว่าการลงทุนในธุรกิจนั้นจะไม่ก่อให้เกิดกำไรแก่บริษัทก็ตาม ดังนั้นการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จึงนำตัวแปรกลไกการกำกับดูแลกิจการมาศึกษาในลักษณะของตัวแปรก่อกับกลุ่มของโอกาสในการลงทุน ต่อไปจะกล่าวถึงรายละเอียดการวัดค่าของแต่ละตัวแปรโดยจำแนกตามชนิดของตัวแปรดังต่อไปนี้

### 3.3.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาผลกระทบของการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งการวัดผลการดำเนินงานจะช่วยให้ประเมินผลกำไรหรือขาดทุนจากการตัดสินใจลงทุนของผู้บริหาร โดย Hutchinson and Gul (2004) กล่าวว่า การวัดผลการดำเนินงานเป็นการสะท้อนความมีประสิทธิภาพของการกำกับดูแลที่ช่วยให้บริษัทสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กรในการสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นได้ ซึ่งการวัดผลการดำเนินงานที่มักจะทำให้ในการวิจัยสามารถแบ่งได้เป็น 2 เกณฑ์ คือ เกณฑ์การวัดด้วยตัวเลขทางบัญชี (Accounting-based) และ เกณฑ์การวัดด้วยมูลค่าตลาด (Market-based) โดยงานวิจัยที่ศึกษาทางด้านค่าตอบแทนของผู้บริหารในอดีต อาทิเช่น Gomez-Mejia and Balkin (1992); Hunt (1985) และ Varrecchia (1995) กล่าวว่าผู้บริหารมักจะชอบวิธีวัดผลการดำเนินงานโดยใช้เกณฑ์ตัวเลขทางบัญชีมากกว่า เนื่องจากผู้บริหารสามารถจะควบคุมผลการวัดได้ดีกว่า โดยควบคุมค่าใช้จ่ายหรือทำการเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชี เป็นต้น แต่อย่างไรก็ดีเกณฑ์การวัดผลการดำเนินงานโดยใช้มูลค่าตลาดนั้นอาจเกิดจากปัจจัยทางเศรษฐกิจภายนอก (Elitzur and Yaari, 1995) จึงทำให้ไม่สามารถสะท้อนผลจากการตัดสินใจลงทุนของผู้บริหารได้อย่างชัดเจน ดังนั้นในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จึงใช้เกณฑ์การวัดผลการดำเนินงานด้วยตัวเลขทางบัญชีซึ่งสามารถสะท้อนผลให้เห็นผลจากการบริหารงานของผู้บริหารได้ดีกว่า อีกทั้งในงานวิจัยครั้งนี้ต้องการพิจารณาผลการดำเนินงานในการสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น จึงเลือกใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นถัวเฉลี่ย (Return on Equity :ROE) ใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งคำนวณจากกำไรสุทธิหลังภาษีแต่ก่อนรายการพิเศษ (Net profit after tax before ordinary item)หารด้วยราคาตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นถัวเฉลี่ย

### 3.3.2 ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variable)

กลุ่มของโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set : IOS) การที่บริษัทมีโอกาสดำเนินงานในโครงการต่าง ๆ ซึ่งผู้บริหารจะใช้ดุลยพินิจในการตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสุทธิเป็นบวกนั้น (Net Present Value : NPV) ส่งผลให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นที่สะท้อนอยู่ในรูปของราคาหุ้นเพิ่มขึ้นเนื่องจากผลประโยชน์ที่มาจากกำไรสุทธิของผู้บริหาร สำหรับการวัดโอกาสในการลงทุนของแต่ละบริษัทนั้นได้มีแนวคิดของ Kallapur and Trombley (1999) ที่กล่าวว่าโอกาสในการลงทุนของบริษัทจะขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย เช่น รายจ่ายการลงทุนที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจ



ของผู้บริหาร (discretionary expenditure) หรือเรียกว่าการลงทุนเพื่อขยายกำลังการผลิตนั่นเอง การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร และทรัพยากรมนุษย์เพื่อรักษากำลังการผลิตเดิม กลุ่มอุตสาหกรรม รวมไปถึงปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์มหภาคด้วย ดังนั้นการที่จะใช้ตัวแทนเพียงตัวเดียวเพื่อวัดโอกาสในการลงทุนของบริษัทจึงไม่เหมาะสม ซึ่ง Kallapur and Trombley (1999) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนนโยบายทางการเงิน และเงินปันผล กับการเจริญเติบโตของบริษัท โดยตัวแทนที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ 1.ตัวแทนตามเกณฑ์ราคา 2.ตัวแทนตามเกณฑ์การลงทุน และ 3.การวัดความแปรปรวน ซึ่งผลที่ได้จากการศึกษาพบว่าตัวแทนที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนตามเกณฑ์ราคาเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่งานวิจัยครั้งนี้ได้เลือก ใช้ตัวแทนตามเกณฑ์ราคาเท่านั้นเป็นตัววัดโอกาสในการลงทุนเนื่องจากเป็นตัวแทนที่มีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโต ซึ่งจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ดีกว่าตัววัดอื่นที่ไม่มีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโต ตามแนวคิดของ Kallapur and Trombley (1999) ซึ่งสามารถสรุปตัวแทนดังกล่าวได้ในตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 สรุปตัวแทนที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนตามเกณฑ์ราคา

| ตัวแทนที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุน  | รายละเอียดของตัวแทน  | ทิศทางความสัมพันธ์กับโอกาสในการลงทุน |
|---|--|--------------------------------------|
| <b>เกณฑ์ราคา</b> มองว่าโอกาสในการลงทุนของกิจการจะถูกสะท้อนอยู่ในราคาหุ้นตามทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficiency Market Hypothesis) เนื่องจากนักลงทุนได้เล็งเห็นแล้วว่าผู้บริหารมีความสามารถในการจัดสรรทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดของบริษัทในการลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนกลับมาให้ผู้ถือหุ้นในอนาคต ทำให้ราคาตลาดของหุ้นที่นักลงทุนทำการซื้อขายสูงกว่าราคาตามบัญชีของกิจการ (Kallapur and Trombley, 1999) |  |                                      |
| 1. อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA)  | อัตราส่วนนี้เป็นการเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าตลาดกับราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ ซึ่งสะท้อนให้เห็นความสามารถของฝ่ายจัดการการค้า หรือสิทธิบัตร ผลักดันให้สินทรัพย์ของกิจการมีมูลค่าตลาดสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี ถ้าอัตราส่วนมีค่า $> 1$ แสดงว่าฝ่ายจัดการมีความสามารถและสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีอยู่สามารถก่อให้เกิดรายได้กลับมายังบริษัท สะท้อนถึงโอกาสในการลงทุนของบริษัทที่นักลงทุนมองเห็น แต่ถ้า $< 1$ แสดงว่าบริษัทมีสินทรัพย์ที่ตกยุคหรือมีสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้แสดงอยู่ในบัญชี จึงทำให้ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สูงกว่าราคาตลาดของสินทรัพย์นั่นเอง | +                                    |

ตารางที่ 3.1 (ต่อ) สรุปตัวแทนที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนตามเกณฑ์ราคา

| ประเภทของตัวแทนที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุน                                  | คำอธิบายตัวแทน  | ทิศทางความสัมพันธ์กับโอกาสในการลงทุน |
|--|---|--------------------------------------|
| 2. อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE)            | อัตราส่วนนี้เป็นการเปรียบเทียบระหว่างผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสะท้อนให้เห็นการบริหารและการจัดองค์การของบริษัท ถ้าอัตราส่วนมีค่า > 1 แสดงว่านักลงทุนสังเกตเห็นว่าผู้บริหารสามารถสร้างแนวโน้มผลประกอบการในอนาคตที่สดใส โดยลงทุนโครงการใหม่ หรือขยายการลงทุนในกิจการที่มีศักยภาพในการสร้างรายได้และผลกำไรให้กับบริษัท จึงทำให้ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับสูงกว่าต้นทุนของเงินทุนสะท้อนถึงโอกาสในการลงทุนของบริษัทที่นักลงทุนมองเห็น แต่ถ้า < 1 ผลจะเกิดในทิศทางตรงกันข้าม  | +                                    |
| 3. อัตราส่วนราคาตามบัญชีของที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ต่อมูลค่ากิจการ (PPEV) | อัตราส่วนนี้เป็นการเปรียบเทียบระหว่างราคาตามบัญชี ณ วันที่ได้มาของสินทรัพย์หลักที่กิจการมีไว้เพื่อใช้ในการดำเนินงานกับมูลค่าตลาดของกิจการ ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงศักยภาพของสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้และผลกำไรที่สามารถสร้างมูลค่ากิจการในสายตาของนักลงทุนได้มากน้อยเพียงใด นอกจากนี้ยังสะท้อนให้เห็นอีกว่าบริษัทอาจมีสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนแต่สามารถสร้างรายได้และผลกำไรให้บริษัทได้อย่างมากมายในอนาคต ถ้าอัตราส่วนมีค่าน้อย แสดงว่านักลงทุนคาดว่าสินทรัพย์ที่กิจการใช้ในการดำเนินงานก่อให้เกิดรายได้และผลกำไรได้เป็นจำนวนมากในอนาคต หรือบริษัทอาจจะมีสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนแต่สามารถสร้างรายได้และผลกำไรให้บริษัทได้อย่างมากมายในอนาคต สะท้อนถึงโอกาสในการลงทุนของบริษัทที่นักลงทุนมองเห็น แต่ถ้าอัตราส่วนนี้มีค่ามาก ผลจะเกิดในทิศทางตรงกันข้าม | +                                    |

จากตารางที่ 3.1 ตัวแทนที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนตามเกณฑ์ราคาสามารถวัดค่าได้ 3 ลักษณะดังต่อไปนี้

1) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market -to- Book value of assets ratios)

$$MBVA = \frac{(\text{สินทรัพย์รวม} - \text{ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญรวม}) + (\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว ณ วันสิ้นปี} \times \text{ราคาปิด ณ วันสิ้นปี})}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

2) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (Market -to- Book value of equity ratios)

$$MBVE = \frac{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว ณ วันสิ้นปี} \times \text{ราคาปิด ณ วันสิ้นปี}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญรวม}}$$

3) อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (Gross plant, property and equipment to market value of the firm ratios)

$$PPEV = \frac{\text{ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์}}{(\text{สินทรัพย์รวม} - \text{ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญรวม}) + (\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว ณ วันสิ้นปี} \times \text{ราคาปิด ณ วันสิ้นปี})}$$

สำหรับการวิจัยในครั้งนี้ได้ตั้งสมมติฐานว่า กลุ่มของโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_1$  ใช้แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับโอกาสในการลงทุน และเนื่องจากกลุ่มของโอกาสในการลงทุนประกอบด้วยตัวแปร 3 ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้เกิดข้อจำกัดในขั้นตอนการวิเคราะห์ความถดถอย เนื่องจากเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยกำหนดไว้ว่าตัวแปรอิสระ  $X_i$  และ  $X_j$  ต้องเป็นอิสระต่อกัน ดังนั้นผู้ศึกษาจำเป็นต้องใช้วิธีการทางสถิติในการรวมกลุ่มตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันไว้ในกลุ่มเดียวกัน โดยการสร้างตัวแปรใหม่ หรือเรียกว่าปัจจัย แล้วนำปัจจัยดังกล่าวไปเป็นตัวแปรอิสระในการวิเคราะห์ความถดถอยต่อไปได้โดยไม่เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) ซึ่งวิธีดังกล่าวเรียกว่า การวิเคราะห์ปัจจัย หรือวิเคราะห์ส่วนประกอบ (Factor Analysis) จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต อาทิเช่น Baber et. al. (1996); Dhaliwat et. al. (1999); Gul (1999); Ho et. al. (2004); Hutchinson and Gul (2004); และ Smith and Watts (1992) ได้ใช้การวิเคราะห์ปัจจัยในการหาค่ากลุ่มของโอกาสในการลงทุน (Factor Score of IOS) ที่เกิดจากตัวแทนที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนหลาย ๆ ตัวประกอบกัน

Factor Analysis หรือ การวิเคราะห์ปัจจัย หรือบางครั้งเรียกว่าการวิเคราะห์ตัวประกอบ เป็นเทคนิคที่จะจับกลุ่มหรือรวมตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันไว้ในกลุ่มหรือ Factor เดียวกัน ตัวแปรที่

อยู่ใน Factor เดียวกันจะมีความสัมพันธ์กันมาก โดยความสัมพันธ์นั้นอาจจะเป็นในทิศทางบวก (ไปในทางเดียวกัน) หรือทิศทางลบ (ไปในทางตรงกันข้าม) ก็ได้ ส่วนตัวแปรที่อยู่คนละ Factor จะไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือมีความสัมพันธ์กันน้อยมาก (กัลยา, 2546)

#### วัตถุประสงค์ของเทคนิคการวิเคราะห์ตัวประกอบ มีดังนี้

1. เพื่อลดจำนวนตัวแปร โดยรวมตัวแปรหลาย ๆ ตัวให้อยู่ในกลุ่มหรือปัจจัย (Factor) เดียวกัน โดยที่จำนวนปัจจัยจะน้อยกว่าจำนวนตัวแปร โดยการนำตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันไว้ในปัจจัยเดียวกัน

2. เพื่อตรวจสอบความถูกต้อง (Confirmatory) ในงานวิจัยบางเรื่อง ผู้วิจัยต้องกำหนดความสำคัญหรือน้ำหนักให้กับตัวแปร ซึ่งกรณีที่ผู้วิจัยกำหนดน้ำหนักให้กับตัวแปรเองอาจจะไม่ถูกต้อง ดังนั้นผู้วิจัยสามารถใช้เทคนิค Factor Analysis ในการตรวจสอบความถูกต้องของน้ำหนักดังกล่าวได้

สำหรับรายละเอียดเกี่ยวกับการวิเคราะห์ปัจจัย (Factor Analysis) จะกล่าวไว้ในส่วนของภาคผนวก

### 3.3.3 ตัวแปรก่ด (Moderating Variables): กลไกการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วย 3 กลไก ดังนี้

#### 3.3.3.1 สัดส่วนกรรมการอิสระในกรรมการบริษัท (Proportion of Independent Director)

การมีกรรมการที่ไม่อิสระอยู่ในคณะกรรมการบริษัทมาก ก็อาจทำให้เกิดความเสี่ยงเนื่องจากผู้บริหารสามารถดำเนินการทุกอย่างโดยไม่ถูกตรวจสอบ ซึ่งอาจทำให้ผู้บริหารบริหารงานเพื่อเอื้อผลประโยชน์ให้แก่ตนเองโดยไม่คำนึงถึงความเสี่ยงที่จะเกิดกับผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงควรมีกรรมการที่เป็นอิสระเข้ามาช่วยถ่วงดุลเพื่อลดปัญหาดังกล่าว นอกจากนี้กรรมการอิสระยังได้รับการคาดหวังว่าจะช่วยทำหน้าที่กำกับดูแลการทำงานของฝ่ายบริหารแทนผู้ถือหุ้นรายย่อย จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตพบว่าคณะกรรมการบริษัทที่มีความเป็นอิสระจะสามารถปฏิบัติหน้าที่ด้วยความมีประสิทธิภาพมากกว่าคณะกรรมการบริษัทที่ขาดความเป็นอิสระ เนื่องจากคณะกรรมการบริษัทเหล่านี้จะเข้ามามีส่วนในการถ่วงดุลการทำงานของฝ่ายบริหารได้มากกว่า เพราะไม่ตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของฝ่ายบริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ งานวิจัยในอดีต อาทิเช่น Beasley (1996) และ Beasley et al. (2000) ได้สะท้อนให้เห็นว่ากิจการที่มีการทุจริตเกิดขึ้นเนื่องจากมีคณะกรรมการบริษัทที่ขาดความเป็นอิสระ ซึ่งกรรมการอิสระสามารถวัดได้หลายรูปแบบจากการทบทวนวรรณกรรมและข้อกำหนดของหน่วยงานกำกับดูแลดังแสดงอยู่ในตารางที่ 3.2

ตารางที่ 3.2 เกณฑ์ในการพิจารณาความเป็นอิสระของงานวิจัยในอดีต

| ผู้วิจัย   | เกณฑ์ในการพิจารณาความเป็นอิสระ   |
|--|--|
| Conyon and Peck (1998); Hutchinson and Gul (2004); Weir (1997) | เป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (Non-Executive Director)  |
| Beasley (1996); Vafeas (2000)                                  | ให้ความสำคัญกับกรรมการจากภายนอก (Outside Director) วัดค่าโดยพิจารณาจากการที่กรรมการคนดังกล่าวต้องไม่ได้เป็นพนักงานของบริษัท  |
| Anderson et. al. (2003); Weisbach (1988)                       | เป็นบุคคลที่ไม่มีความสัมพันธ์ใด ๆ กับบริษัทนอกเหนือจากการได้รับการแต่งตั้งให้เป็นกรรมการ ความสัมพันธ์ดังกล่าว คือ ไม่ได้เป็นหรือเคยเป็นพนักงานของบริษัท ไม่มีความสัมพันธ์กับผู้บริหาร และไม่มีผลประโยชน์ทางธุรกิจกับบริษัท   |
| Klein (2002); Xie et al. (2003)                                | เป็นบุคคลที่ได้รับการแต่งตั้งให้เป็นกรรมการเท่านั้น มิได้ดำรงตำแหน่งอื่น ๆ ในบริษัท  |
| คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>● ถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 5 ของทุนจดทะเบียนที่รับชำระแล้วของบริษัท บริษัทใหญ่ บริษัทย่อยและบริษัทร่วม</li> <li>● ไม่มีผลประโยชน์หรือส่วนได้เสียทั้งในด้านการเงินและบริหารงาน โดยต้องไม่ได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินเดือน ตลอดจนไม่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน โดยไม่มีตำแหน่งเป็นกรรมการบริหาร ผู้บริหารหรือกรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันของบริษัท รวมถึงไม่มีตำแหน่งใด ๆ ที่มีอำนาจในการตัดสินใจหรือบริหารงาน อาทิเช่น กรรมการบริษัท ผู้บริหารหรือกรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันของบริษัทในเครือ บริษัทใหญ่ บริษัทย่อย บริษัทร่วม และบริษัทที่เกี่ยวข้อง</li> <li>● ไม่เป็นตัวแทนจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่<sup>3</sup> โดยไม่มีตำแหน่งใด ๆ ที่มีอำนาจในการตัดสินใจหรือมีส่วนร่วมในการบริหารงาน อาทิเช่น กรรมการบริษัท ผู้บริหารหรือกรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันในกิจการของผู้ถือหุ้นรายใหญ่</li> </ul> |

<sup>3</sup> ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หมายความว่า ผู้ถือหุ้นในบริษัทที่ออกหลักทรัพย์เกินกว่าร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ อ้างอิงตาม ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ.44/2543 เรื่อง การยื่นและการยกเว้นการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์

สำหรับงานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ ต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นการวัดความเป็นอิสระของกรรมการจึงควรพิจารณาว่าเป็นกรรมการที่เป็นอิสระตามหลักเกณฑ์ของ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จะเหมาะสมกว่าการวัดโดยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร เนื่องจากกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารอาจจะประกอบด้วยกรรมการอิสระและไม่อิสระ เพียงแต่ไม่เป็นผู้บริหารเท่านั้น ดังนั้นกรรมการที่เป็นอิสระจะสะท้อนให้เห็นความเป็นอิสระจากผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือบุคคลอื่นที่มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัทได้ดีกว่ากรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร อีกทั้งการวัดด้วยวิธีดังกล่าวพิจารณาได้จากข้อมูลที่เปิดเผยในแบบแสดงรายการประจำปี ดังนั้นในงานวิจัยครั้งนี้จึงเลือกใช้กรรมการที่เป็นอิสระตามหลักเกณฑ์ดังกล่าวของ ก.ล.ต. วัดความเป็นอิสระของกรรมการบริษัท

สำหรับการวิจัยในครั้งนี้ได้ตั้งสมมติฐานว่าสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นเพื่อแสดงถึงผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เกิดจาก กลไกการกำกับดูแลกิจการในตัวแบบการวิจัย โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_1$  ใช้แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับโอกาสในการลงทุน สำหรับค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_2$  จะแสดงถึงความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงาน และใน ส่วนของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_5$  จะเป็นการพิจารณาถึงผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท เมื่อนำปัจจัยสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระใน คณะกรรมการบริษัทเข้ามาพิจารณาร่วมด้วย ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_5$  จะมีค่า เป็นบวกเพื่อแสดงให้เห็นผลกระทบของสัดส่วนกรรมการอิสระที่ช่วยบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูง มีผลการดำเนินงานดีกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนต่ำ

### 3.3.3.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of managers' share ownership)

เป็นเครื่องมือในการลดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต อาทิเช่น Gul and Tsui (1998) และ Hutchinson and Gul (2004) พบว่าบริษัทที่ผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นสูงจะดำเนินการเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และพยายามแสวงหาโอกาสในการลงทุนเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทอีกด้วย ส่งผลให้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 44/2543 เรื่อง การยื่นและการยกเว้นการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ ได้ให้คำนิยามของผู้บริหารเกี่ยวกับการเปิดเผยสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทไว้

เช่นเดียวกับเรื่องการเปิดเผยข้อมูลค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของผู้บริหาร โดยผู้บริหาร หมายถึง ผู้จัดการและผู้บริหาร 4 รายแรกต่อจากผู้จัดการลงมา และผู้บริหารที่อยู่ในระดับเดียวกันกับผู้บริหาร รายที่ 4 ทุกราย และให้หมายความรวมถึงผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารในสายงานบัญชีหรือการเงินที่เป็นระดับผู้จัดการฝ่ายขึ้นไปหรือเทียบเท่า ซึ่งในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) ได้กำหนดให้บริษัทเปิดเผยสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและผู้มีอำนาจควบคุมในเอกสารแนบ 1 ตรงหัวข้อรายละเอียดเกี่ยวกับผู้บริหารและผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัท ดังนั้นในงานวิจัยครั้งนี้จึงวัดสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารโดยรวมสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารตามคำนิยามของประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 44/2543 ซึ่งได้เปิดเผยไว้ในแบบ 56-1 ของแต่ละบริษัท

สำหรับการวิจัยในครั้งนี้ได้ตั้งสมมติฐานว่า การที่ผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นสูงมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นเพื่อแสดงถึงผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เกิดจากกลไกการกำกับดูแลกิจการในตัวแบบการวิจัย โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_1$  ใช้แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับโอกาสในการลงทุน สำหรับค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_3$  ใช้แสดงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน และในส่วนของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_6$  จะเป็นการพิจารณาผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท เมื่อนำปัจจัยสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเข้ามาพิจารณาร่วมด้วย ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_6$  จะมีค่าเป็นบวกเพื่อแสดงให้เห็นผลกระทบต่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่ช่วยให้บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูงมีผลการดำเนินงานดีกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนต่ำ

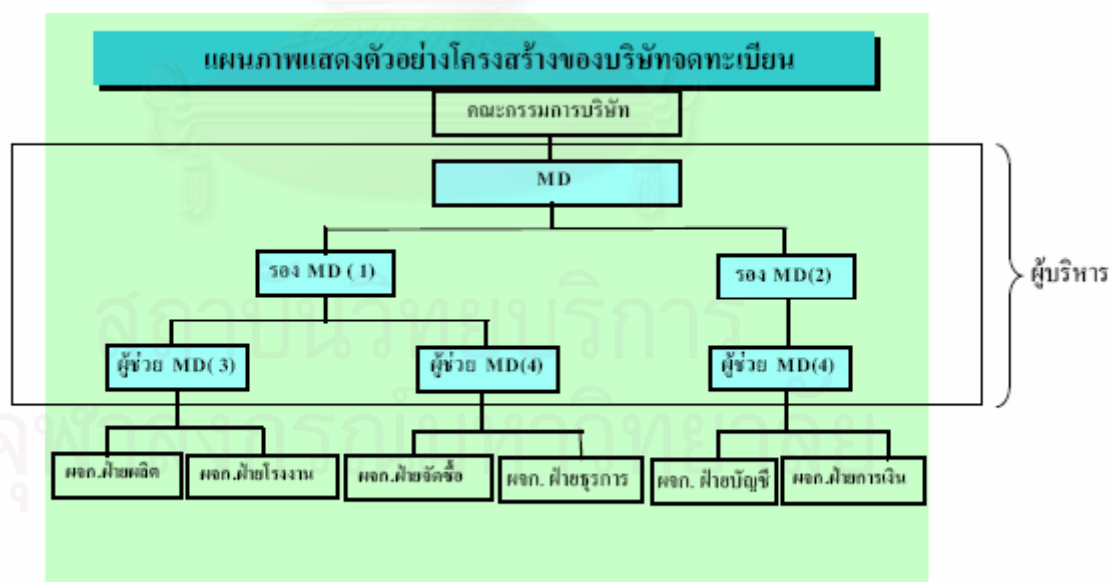
### 3.3.3.3 ค่าตอบแทนของผู้บริหาร (Managers' remuneration)

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีตพบว่านโยบายการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารสามารถลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนได้ โดยการปรับผลประโยชน์ของผู้บริหารให้สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นมากยิ่งขึ้น ซึ่ง Smith and Watts (1982) กล่าวว่า การกำหนดค่าตอบแทนของผู้บริหารในสัญญาว่าจ้างจะช่วยลดความขัดแย้งในผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นได้ โดยโครงการค่าตอบแทนจะต้องถูกออกแบบเพื่อสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารเพื่อดำเนินการโดยสร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดให้กับบริษัท ซึ่งค่าตอบแทนของผู้บริหารสามารถวัดได้หลายรูปแบบจากการทบทวนวรรณกรรมดังแสดงอยู่ในตารางที่ 3.3

ตารางที่ 3.3 วิธีการวัดมูลค่าค่าตอบแทนผู้บริหารของงานวิจัยในอดีต

| ผู้ทำการวิจัย  | วิธีการวัดมูลค่าที่ใช้   |
|--|--|
| Hutchinson and Gul (2004); Kato and Long (2004);                   | ค่าเฉลี่ยของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อคนต่อปีที่เป็นตัวเงิน                               |
| Angbazo and Narayanan (1997); Core, Holthausen and Larcker (1999); | ค่าตอบแทนของCEO ทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน                                  |
| วันชัย (2545)  | ค่าเฉลี่ยของผู้บริหารในรูปเงินเดือน/ค่าเบี้ยประชุมและอื่นๆ ต่อปีต่อคน ที่เป็นตัวเงิน |

ตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 40/2540 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการรายงานการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ได้อธิบายข้อมูลค่าตอบแทนของผู้บริหาร คือ ผลรวมของค่าตอบแทนที่จ่ายให้แก่กรรมการบริหารและผู้บริหาร โดยให้ระบุจำนวนรายและลักษณะของค่าตอบแทนด้วย (ผู้บริหาร ให้หมายถึง ผู้จัดการ ผู้บริหาร 4 รายแรกต่อจากผู้จัดการลงมา และผู้บริหารที่อยู่ในระดับเดียวกันกับผู้บริหารรายที่ 4 ทุกราย) จากตัวอย่างตามแผนภาพที่ 3.1 ผู้บริหารในระดับผู้ช่วย MD ทั้งหมดถือว่าอยู่ในข่ายผู้บริหารดังกล่าว



แผนภาพที่ 3.1 แสดงนิยามคำว่าผู้บริหารของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2549)



ข้อมูลค่าตอบแทนของผู้บริหารที่เปิดเผยโดยยึดตามหลักเกณฑ์ข้างต้นทำให้เกิดข้อจำกัดในการนำข้อมูลค่าตอบแทนของผู้บริหารมาเปรียบเทียบกันระหว่างบริษัท เนื่องจากจำนวนผู้บริหารแต่ละบริษัทที่เข้าหลักเกณฑ์ดังกล่าวไม่เท่ากัน อีกทั้งแนวโน้มผู้วิจัยส่วนใหญ่จะใช้ค่าตอบแทนของผู้บริหารทั้งหมดเพื่อประเมินผลการดำเนินงานของกิจการมากกว่าค่าตอบแทนของ CEO เพียงคนเดียว เพราะเห็นว่าเป็นตัวแทนที่เหมาะสมกว่า นอกจากนี้บริษัทที่จ่ายค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวแทนในรูปของใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ (warrant), stock option, หุ้นที่มอบให้ทั้งกรรมการและผู้บริหารมีเพียง 3 – 5% ของบริษัทจดทะเบียนที่ระบุประเภทของค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวแทนไว้เท่านั้น ซึ่งถือว่าไม่มีนัยสำคัญต่อผลการศึกษา (เกศชนก, 2548) ดังนั้นผู้ทำการศึกษาจึงเลือกใช้ Logarithm ของค่าเฉลี่ยค่าตอบแทนของผู้บริหารต่อคนต่อปีเฉพาะที่เป็นตัวแทนเป็นตัวแปรในการวัดค่าตอบแทนของผู้บริหาร

สำหรับการวิจัยในครั้งนี้ได้ตั้งสมมติฐานว่า การที่บริษัทจ่ายค่าตอบแทนให้กับผู้บริหารในอัตราที่สูงจะสามารถสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหาร ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นเพื่อแสดงถึงผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เกิดจากกลไกการกำกับดูแลกิจการในตัวแบบการวิจัย ซึ่งตัวแบบการวิจัยจะกล่าวต่อจากการวัดค่าตัวแปรควบคุมโดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_1$  ใช้แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับโอกาสในการลงทุน สำหรับค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_4$  ใช้แสดงความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน และในส่วนของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_7$  จะเป็นการพิจารณาถึงผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท เมื่อนำปัจจัยค่าตอบแทนของผู้บริหารเข้ามาพิจารณาร่วมด้วย ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_7$  จะมีค่าเป็นบวกเพื่อแสดงให้เห็นผลกระทบของค่าตอบแทนของผู้บริหารที่ช่วยให้บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูงมีผลการดำเนินงานดีกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนต่ำ

### 3.3.4 ตัวแปรอิสระ: ตัวแปรควบคุม (Control Variable)

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่า มีตัวแปรอิสระบางตัวที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตาม ดังนั้นเพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่อาจส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ตัวแปรควบคุมจึงประกอบด้วย

3.3.4.1 ขนาดของบริษัท (SIZE) จากการศึกษานี้ของ Smith and Watts (1992); Hutchinson and Gul (2004) กล่าวว่าขนาดของบริษัทมีผลต่อการประหยัดต่อขนาดทั้งในแง่ของการผลิต และการบริหารจัดการ รวมไปถึงอำนาจการต่อรองทางธุรกิจ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน โดยบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะสามารถใช้ต้นทุนการผลิตและค่าใช้จ่ายในการบริหารได้

คุ้มค่า และมีอำนาจในการต่อรองทางธุรกิจได้สูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ดังนั้นขนาดบริษัทจึงมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_8$  ที่ปรากฏอยู่ในตัวแบบงานวิจัยใช้แสดงความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างขนาดกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งขนาดของบริษัทวัดค่าโดยใช้ Logarithm ของยอดสินทรัพย์รวม<sup>4</sup>

3.3.4.2 ระดับความเสี่ยงของบริษัท (LEVERAGE) จากการศึกษาของ Hutchinson and Gul (2004) กล่าวว่าความเสี่ยงของบริษัทถือเป็นกลไกภายนอกในการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากเจ้าหนี้จะเข้ามาปกป้องผลประโยชน์ของตน เมื่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มาจากการก่อหนี้อยู่ในระดับสูง โดยจะเข้ามาควบคุมการดำเนินงานเพื่อหลีกเลี่ยงโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง ดังนั้นระดับความเสี่ยงของบริษัทจึงมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_9$  ที่ปรากฏอยู่ในตัวแบบงานวิจัยใช้แสดงความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างระดับความเสี่ยงกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งระดับความเสี่ยงของบริษัทวัดค่าโดยเงินกู้ยืมระยะสั้นบวกด้วยเงินกู้ยืมระยะยาวหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอัตราส่วนนี้จะสะท้อนให้เห็นระดับความเสี่ยงของบริษัท Skinner (1993) กล่าวว่า ตัวแทนที่ใช้ในการวัดระดับความเสี่ยงจะต้องใช้ราคาตามบัญชีซึ่งตรงกับหนี้สินตามสัญญา เนื่องจากสามารถสะท้อนถึงความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ได้ดีกว่าราคาตลาด

3.3.4.3 ผลการดำเนินงานในอดีต จากการศึกษาของ Hutchinson and Gul (2004) พบว่าผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานในงวดก่อน เมื่อมีการศึกษาผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันถึงควรควบคุมผลการดำเนินงานในอดีตด้วย ดังนั้นผลการดำเนินงานในอดีตของบริษัทจึงมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันของบริษัท โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์  $\beta_{10}$  ที่ปรากฏอยู่ในตัวแบบงานวิจัยใช้แสดงความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตกับผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันของบริษัท ซึ่งผลการดำเนินงานในอดีตวัดค่าด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นถ่วงเฉลี่ยงวดก่อน ( $ROE_{t-1}$ )

<sup>4</sup> การใช้ log มีสาเหตุเนื่องจากมูลค่าสินทรัพย์ของแต่ละบริษัทจะมีค่าที่ต่างกันมาก ดังนั้นจึงต้องปรับให้ตัวเลขอยู่ในฐานที่ใกล้เคียงกันมากขึ้น

จากการวัดค่าตัวแปรตามและตัวแปรอิสระดังที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น แต่ละตัวแปรมีบทบาทและการวัดค่าที่แตกต่างกัน สรุปดังตารางที่ 3.4

ตารางที่ 3.4 สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด

| ตัวแปร   | ตัวย่อ           | การวัดค่า  | สัญลักษณ์ที่คาดหวัง |
|--|------------------|--|---------------------|
| <b>ตัวแปรตาม</b>   |                  |  |                     |
| ผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบัน                                      | ROE <sub>t</sub> | กำไรสุทธิหลังภาษีแต่ก่อนรายการพิเศษหารด้วย ส่วนของผู้ถือหุ้นงวดปัจจุบันถัวเฉลี่ย   | N/A                 |
| <b>ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variable)</b>         |                  |  |                     |
| กลุ่มของโอกาสในการลงทุน  | IOS              | Factor score ของกลุ่มของโอกาสในการลงทุน ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (MBVA) และส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE) อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEV)  | -                   |
| <b>ตัวแปรกีด (Moderating variables) : กลไกการกำกับดูแลกิจการ</b> |                  |  |                     |
| 1. สัดส่วนกรรมการบริษัทที่เป็นอิสระ                              | IND              | จำนวนกรรมการที่เป็นอิสระหารด้วยจำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด ณ วันสิ้นปี  | +                   |
| 2. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร                                 | MOWN             | สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ วันสิ้นปี โดยผู้บริหาร หมายถึง ผู้จัดการ ผู้บริหาร 4 รายแรกต่อจากผู้จัดการลงมา และผู้บริหารที่อยู่ในระดับเดียวกันกับผู้บริหารรายที่ 4 ทุกราย และให้หมายความรวมถึงผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารในสายงานบัญชีหรือการเงินที่เป็นระดับผู้จัดการฝ่ายขึ้นไปหรือเทียบเท่า | +                   |
| 3. ค่าตอบแทนของผู้บริหาร   | MREM             | Logarithm ของค่าตอบแทนที่บริษัทจ่ายให้ผู้บริหารต่อคน ต่อปี ทั้งนี้ค่าตอบแทนไม่รวมถึงมูลค่าหุ้นและสิทธิซื้อหุ้นที่บริษัทมอบให้แก่ผู้บริหาร โดยผู้บริหาร ให้หมายถึง ผู้จัดการ ผู้บริหาร 4 รายแรกต่อจากผู้จัดการลงมา และผู้บริหารที่อยู่ในระดับเดียวกันกับผู้บริหารรายที่ 4 ทุกราย                | +                   |

ตารางที่ 3.4 (ต่อ) สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด

| ตัวแปร  | ตัวย่อ             | การวัดค่า   | สัญลักษณ์ที่คาดหวัง |
|---|--------------------|---|---------------------|
| <b>Interaction Terms</b>                                      |                    |   |                     |
| 1. กลุ่มของโอกาสในการลงทุน x สัดส่วนกรรมการบริษัทที่เป็นอิสระ | IOS * IND          | Factor score ของกลุ่มของโอกาสในการ คุณ กับ (จำนวนกรรมการที่เป็นอิสระหารด้วย จำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด ณ วันสิ้นปี)   | +                   |
| 2. กลุ่มของโอกาสในการลงทุน x สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร    | IOS * MOWN         | Factor score ของกลุ่มของโอกาสในการ คุณ กับ (จำนวนหุ้นที่ผู้บริหารถืออยู่ ณ วันสิ้นปี หาร ด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ออกจำหน่ายและชำระ ค่าหุ้นครบแล้ว ณ วันสิ้นปี)                                       | +                   |
| 3. กลุ่มของโอกาสในการลงทุน x ค่าตอบแทนของผู้บริหาร            | IOS * MREM         | Factor score ของกลุ่มของโอกาสในการ คุณ กับ (จำนวนค่าตอบแทนที่บริษัทจ่ายให้ผู้บริหาร ทั้งหมด หารด้วยจำนวนผู้บริหาร) ทั้งนี้ ค่าตอบแทนไม่รวมถึงมูลค่าหุ้นและสิทธิซื้อหุ้นที่ บริษัทมอบให้แก่ผู้บริหาร | +                   |
| <b>ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรควบคุม (Control Variable)</b>          |                    |   |                     |
| 1. ขนาดของบริษัท  | SIZE               | Logarithm ของยอดสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี  | +                   |
| 2. ระดับความเสี่ยงของบริษัท                                   | LEVERAGE           | เงินกู้ยืมระยะสั้นบวกด้วยเงินกู้ยืมระยะยาวหาร ด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น   | +                   |
| 3. ผลการดำเนินงานงวดก่อน                                      | ROE <sub>t-1</sub> | กำไรสุทธิหลังภาษีแต่ก่อนรายการพิเศษงวดก่อน หารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นงวดก่อนถัวเฉลี่ย   | +                   |

### 3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยในครั้งนี้เพื่อศึกษาผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งประกอบด้วย สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหาร ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อให้สามารถสรุปผลการวิจัยในครั้งนี้ จะนำผลจากการเก็บรวบรวมข้อมูลดังกล่าว มาทำการประมวลด้วยเครื่องคอมพิวเตอร์โปรแกรม SPSS for Windows และ The SAS system

for windows โดยใช้สถิติต่าง ๆ ในการวัดค่าข้อมูล ซึ่งการวัดค่าข้อมูลโดยใช้สถิติในการวิเคราะห์ สามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ดังนี้

### 3.4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

วิเคราะห์ข้อมูลในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน ประเภทร้อยละ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน การแจกแจงความถี่ โดยนำเสนอข้อมูลเกี่ยวกับข้อมูลทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงค่าตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ซึ่งประกอบด้วย ผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบัน อัตราส่วนที่แสดงถึงโอกาสในการลงทุน สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ค่าตอบแทนของผู้บริหาร ขนาดของกิจการ ระดับความเสี่ยง และผลการดำเนินงานในงวดก่อน

### 3.4.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติอนุมานในงานวิจัยฉบับนี้ จะแบ่งเป็น 2 ส่วน ดังนี้

3.4.2.1 การวิเคราะห์ปัจจัย (Factor Analysis) เพื่อลดจำนวนตัวแปรที่วัดโอกาสในการลงทุน (ตัวแปรอิสระ) ซึ่งประกอบด้วย 3 อัตราส่วนดังนี้ 1) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวม 2) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น 3) อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ โดยการรวมตัวแปรทั้ง 3 ดังกล่าวของแต่ละบริษัท เพื่อสร้างตัวแปรใหม่โดยการรวมตัวแปรเดิมที่มีความสัมพันธ์กันมากไว้ เพื่อป้องกันปัญหาในขั้นตอนการวิเคราะห์ความถดถอยเรื่องที่ว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง ซึ่งค่าของตัวแปรใหม่ เรียกว่า Factor Score ของกลุ่มของโอกาสในการลงทุน

3.4.2.2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบบริดจ์ (Ridge regression analysis)<sup>5</sup> ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม และแก้ปัญหาการเกิดพหุสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระโดยไม่ต้องตัดตัวแปรอิสระออกจากตัวแบบ ซึ่งสมการความถดถอยเชิงพหุแบบบริดจ์มีรูปแบบดังนี้

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_9 X_9 + e_t$$

<sup>5</sup> ฉันทยากร (2539) กล่าวว่าหลักการของวิธีนี้ คือ การบวกค่าคงที่ซึ่งมากกว่าศูนย์กับสมาชิกทุกตัวบนเส้นทแยงมุมของเมทริกซ์  $X'X$  ทำให้ค่าความคลาดเคลื่อนกำลังสองเฉลี่ยของสัมประสิทธิ์การถดถอยมีค่าต่ำกว่าวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ซึ่งตัวประมาณสัมประสิทธิ์การ

ถดถอยพหุคูณด้วยวิธี Ridge regression อยู่ในรูปของ  $\hat{\beta}^R = (X'X + kI)^{-1} X'Y; k > 0$  ส่วนการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยพหุคูณวิธีกำลังสองน้อยที่สุดจะอยู่ในรูปของ  $\hat{\beta} = (X'X)^{-1} X'Y$

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้มุ่งศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงาน และผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้จากงบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) เว็บไซต์และสื่อข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ได้ถูกนำมาทำการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาซึ่งได้อธิบายถึงลักษณะพื้นฐานต่าง ๆ ของข้อมูลที่น่ามาศึกษา และสถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระ ซึ่งได้แบ่งเนื้อหาในบทนี้ออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ 4.1) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลของจำนวนบริษัทที่น่ามาศึกษา 4.2) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของตัวแปรที่ศึกษา และ 4.3) ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

#### 4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลของจำนวนบริษัทที่น่ามาศึกษา

ข้อมูลที่น่ามาศึกษาได้เก็บรวบรวมมาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2548 และปี 2549 โดยไม่รวมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ และกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน ซึ่งประกอบไปด้วยบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม 8 กลุ่ม ได้แก่ 1) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2) กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค 3) กลุ่มธุรกิจการเงิน 4) กลุ่มวัสดุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม 5) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 6) กลุ่มทรัพยากร 7) กลุ่มบริการ และ 8) กลุ่มเทคโนโลยี ซึ่งได้แสดงจำนวนบริษัทที่น่ามาศึกษาโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมดังตารางที่ 4.1

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.1 จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

| กลุ่มอุตสาหกรรม               | บริษัทที่นำมาศึกษา |              | จำนวนบริษัททั้งหมด     |
|-------------------------------|--------------------|--------------|------------------------|
|                               | จำนวน              | ร้อยละ       |                        |
| 1.เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร     | 76                 | 85.39        | 89                     |
| 2.สินค้าอุปโภคและบริโภค       | 59                 | 71.95        | 82                     |
| 3.ธุรกิจการเงิน               | 112                | 94.12        | 119                    |
| 4.วัสดุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม | 107                | 76.43        | 140                    |
| 5.อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง  | 128                | 67.73        | 189                    |
| 6.ทรัพยากร                    | 34                 | 82.93        | 41                     |
| 7.บริการ                      | 143                | 85.63        | 167                    |
| 8.เทคโนโลยี                   | 56                 | 70.00        | 80                     |
| <b>รวม</b>                    | <b>715</b>         | <b>78.83</b> | <b>907<sup>6</sup></b> |

จากตารางที่ 4.1 พบว่าบริษัทที่นำมาใช้ในการศึกษาหลังจากตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน บริษัทไม่มีรอบบัญชีเริ่มต้นวันที่ 1 มกราคม สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม และบริษัทที่มีค่าสูงหรือต่ำผิดปกติ (Outlier) ซึ่งพิจารณาจากค่า Cook's Distance โดยกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนทั้งสิ้น 715 บริษัท หรือคิดเป็นร้อยละ 78.83 ของจำนวนบริษัททั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถือเป็นสัดส่วนที่สูงซึ่งสามารถใช้ผลที่ได้จากการศึกษาเป็นตัวแทนในการอ้างอิงถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดได้

#### 4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของตัวแปรที่ศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาแบ่งออกเป็น 4 ประเภท ดังนี้ 1) ตัวแปรอธิบาย คือ กลุ่มของโอกาสในการลงทุน 2) ตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบัน 3) ตัวแปรกด ประกอบด้วย สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และค่าตอบแทนผู้บริหาร และ 4) ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดกิจการ ระดับความเสี่ยง และผลการดำเนินงานในงวดก่อน ซึ่งสามารถสรุปสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรดังกล่าวดังต่อไปนี้

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งจะวิเคราะห์จำแนกตามปีที่ศึกษา และจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม โดยจะอธิบายตามชนิดของตัวแปรประกอบด้วย

<sup>6</sup> จำนวนรวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2548 เท่ากับ 435 บริษัท และในปี 2549 เท่ากับ 472 บริษัท รวมทั้งหมดเท่ากับ 907 บริษัท

### 1. ตัวแปรอธิบาย คือ กลุ่มของโอกาสในการลงทุน

จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของอัตราส่วนที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนซึ่งจะปรากฏอยู่ในตารางที่ 4.2 โดยอัตราส่วนที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุน ประกอบด้วย 1) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) จากการวิเคราะห์พบว่าปี 2548 บริษัทจดทะเบียนมีอัตราส่วน MBVA ต่ำสุดและสูงที่สุดเท่ากับ 0.316 และ 4.278 ตามลำดับ ส่วนในปี 2549 บริษัทจดทะเบียนมีอัตราส่วน MBVA ต่ำสุดและสูงที่สุดเท่ากับ 0.442 และ 5.983 ตามลำดับ สำหรับการวิเคราะห์แบบรวมปีพบว่าบริษัทจดทะเบียนมีอัตราส่วน MBVA ต่ำสุดและสูงที่สุดเท่ากับ 0.316 และ 5.983 ตามลำดับ และหากพิจารณาในภาพรวมพบว่าอัตราส่วน MBVA โดยเฉลี่ยของปี 2548 ปี 2549 และแบบรวมปี เท่ากับ 1.200, 1.194 และ 1.197 ตามลำดับ 2) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE) จากการวิเคราะห์พบว่าปี 2548 บริษัทจดทะเบียนมีอัตราส่วน MBVE ต่ำสุดและสูงที่สุดเท่ากับ 0.089 และ 7.970 ตามลำดับ ส่วนในปี 2549 บริษัทจดทะเบียนมีอัตราส่วน MBVE ต่ำสุดและสูงที่สุดเท่ากับ 0.197 และ 7.426 ตามลำดับ สำหรับการวิเคราะห์แบบรวมปีพบว่าบริษัทจดทะเบียนมีอัตราส่วน MBVE ต่ำสุดและสูงที่สุดเท่ากับ 0.089 และ 7.970 ตามลำดับ และหากพิจารณาในภาพรวมพบว่าอัตราส่วน MBVE โดยเฉลี่ยของปี 2548 ปี 2549 และรวมปี เท่ากับ 1.415, 1.395 และ 1.405 ตามลำดับ และ 3) อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEVA) ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบราคาบัญชีกับมูลค่าตลาด ดังนั้นถ้าอัตราส่วนดังกล่าวมีค่าสูงจะสะท้อนให้เห็นโอกาสในการลงทุนที่ไม่ดีของบริษัท จากการวิเคราะห์พบว่าปี 2548 บริษัทจดทะเบียนมีอัตราส่วน PPEVA ต่ำสุดและสูงที่สุดเท่ากับ 0.003 และ 3.226 ตามลำดับ ส่วนในปี 2549 บริษัทจดทะเบียนมีอัตราส่วน PPEVA ต่ำสุดและสูงที่สุดเท่ากับ 0.005 และ 3.660 ตามลำดับ สำหรับการวิเคราะห์แบบรวมปีพบว่าบริษัทจดทะเบียนมีอัตราส่วน PPEVA ต่ำสุดและสูงที่สุดเท่ากับ 0.003 และ 3.660 ตามลำดับ และหากพิจารณาในภาพรวมพบว่าอัตราส่วน PPEVA โดยเฉลี่ยของปี 2548 ปี 2549 และรวมปี เท่ากับ 0.603, 0.611 และ 0.607 ตามลำดับ



ตารางที่ 4.2 สถิติเชิงพรรณนาอัตราส่วนที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนโดยจำแนกตามปีการศึกษา

| ตัวแปร   | หน่วย | ค่าต่ำสุด                                    | ค่าสูงสุด                                   | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน |
|--|-------|--|---|-----------|----------------------|
| <b>อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA)</b>           |       |  |   |           |                      |
| ● ปี 2548  | เท่า  | 0.316<br>(บมจ.โรงพยาบาล<br>ตะวันออก)         | 4.278<br>(บมจ.โรงพยาบาล<br>บำรุงราษฎร์)     | 1.200     | 0.611                |
| ● ปี 2549  | เท่า  | 0.442<br>(บมจ.เทพานีกรีธา)                   | 5.983<br>(บมจ. บีซีซี เวิลด์)               | 1.194     | 0.608                |
| ● รวมปี  | เท่า  | 0.316<br>(บมจ. โรงพยาบาล<br>ตะวันออก)        | 5.983<br>(บมจ. บีซีซี เวิลด์)               | 1.197     | 0.609                |
| <b>อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของผู้ถือหุ้น (MBVE)</b>          |       |  |   |           |                      |
| ● ปี 2548  | เท่า  | 0.089<br>(บมจ.โรงพยาบาล<br>ตะวันออก)         | 7.970<br>(บมจ.โรงพยาบาล<br>บำรุงราษฎร์)     | 1.415     | 1.111                |
| ● ปี 2549  | เท่า  | 0.197<br>(บมจ.ธนาคาร<br>สแตนดาร์ดชาร์เตอร์ด) | 7.426<br>(บมจ.โรงพยาบาล<br>บำรุงราษฎร์)     | 1.395     | 1.097                |
| ● รวมปี  | เท่า  | 0.089<br>(บมจ.โรงพยาบาล<br>ตะวันออก)         | 7.970<br>(บมจ.โรงพยาบาล<br>บำรุงราษฎร์)     | 1.405     | 1.103                |
| <b>อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEVA)</b> |       |  |   |           |                      |
| ● ปี 2548  | เท่า  | 0.003<br>(บมจ.ธนาคารธนชาติ)                  | 3.226<br>(บมจ.โรงพยาบาล<br>ตะวันออก)        | 0.603     | 0.515                |
| ● ปี 2549  | เท่า  | 0.005<br>(บมจ.อยุธยา ออโต้ ลีส)              | 3.660<br>(บมจ.ยูเนี่ยน<br>อุตสาหกรรมสิ่งทอ) | 0.611     | 0.504                |
| ● รวมปี  | เท่า  | 0.003<br>(บมจ.ธนาคารธนชาติ)                  | 3.660<br>(บมจ.ยูเนี่ยน<br>อุตสาหกรรมสิ่งทอ) | 0.607     | 0.509                |

จากการที่ผู้วิจัยได้ใช้อัตราส่วนทั้งสามในการวัดกลุ่มของโอกาสในการลงทุน จึงก่อให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง ดังนั้นผู้วิจัยได้นำการวิเคราะห์ปัจจัยมาใช้ในการวัดกลุ่มของโอกาสในการลงทุนที่มาจากตัวแปรหลายตัว ดังที่กล่าวไปแล้วในบทที่ 3 หลังจากทำการวิเคราะห์ปัจจัยของตัวแปรที่ใช้วัดกลุ่มของโอกาสในการลงทุน ซึ่งประกอบไปด้วย 3 ตัวแปร ได้แก่ 1) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ 2) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น 3) อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ ผลของการวิเคราะห์ปัจจัยปรากฏตามตารางที่ 4.3

ตารางที่ 4.3 การวิเคราะห์ปัจจัยของกลุ่มของโอกาสในการลงทุน (n=715)

| รายละเอียด  | MBVA  | MBVE  | PPEVA     |
|---|-------|-------|-----------|
| ● สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้วัดกลุ่มของโอกาสในการลงทุน    |       |       |           |
| ค่าเฉลี่ย   | 1.197 | 1.405 | 0.607     |
| ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน  | 0.609 | 1.103 | 0.509     |
| ● การวิเคราะห์เกี่ยวกับปัจจัยของตัววัดกลุ่มของโอกาสในการลงทุน |       |       |           |
| Extraction Communality  | 0.900 | 0.894 | 0.323     |
| Component Matrix  | 0.949 | 0.946 | -0.568    |
| ● การวิเคราะห์ปัจจัยของกลุ่มของโอกาสในการลงทุน                |       |       |           |
| Eigenvalue  |       |       |           |
| Total   |       |       | 2.117     |
| % of Variance   |       |       | 70.57%    |
| KMO and Bartlett's test                                       |       |       |           |
| KMO   |       |       | 0.561     |
| Chi-Square  |       |       | 1,390.827 |
| Sig.  |       |       | 0.000     |

โดยที่ MBVA = อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์  
 MBVE = อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น  
 PPEVA = อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ

จากตารางที่ 4.3 จะแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ส่วน โดยส่วนแรกจะเป็นการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้วัดกลุ่มของโอกาสในการลงทุนพบว่า MBVE มีค่าเฉลี่ยสูงสุด เท่ากับ

1.405 ส่วนที่สองจะเป็นการวิเคราะห์ปัจจัยของตัวแปรที่ใช้วัดกลุ่มของโอกาสในการลงทุน โดยค่า Extraction Communality หมายถึง ค่าสัดส่วนของความแปรปรวนของตัวแปรที่สามารถอธิบายได้โดยปัจจัยหลังจากทำการสกัดปัจจัยแล้ว ซึ่งพบว่าปัจจัยของกลุ่มของโอกาสในการลงทุนสามารถอธิบายความผันแปรของ MBVA ได้สูงถึง 0.900 ซึ่งสามารถอธิบายความผันแปรได้สูงกว่า MBVE และ PPEVA สำหรับค่า Component Matrix หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรกับปัจจัย พบว่า MBVA มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับปัจจัยมากที่สุดถึง 0.949 รองลงมาคือ MBVE เท่ากับ 0.946 และอันดับสุดท้ายคือ PPEVA เท่ากับ -0.568 นั้นหมายความว่า MBVA ถูกดึงรายละเอียดไปอยู่ในค่า Factor Score สูงที่สุด รองลงมาคือ MBVE และ PPEVA ตามลำดับ

ส่วนสุดท้าย คือ การวิเคราะห์ปัจจัยของกลุ่มของโอกาสในการลงทุน เริ่มด้วยค่า Eigenvalue หมายถึง ค่าความผันแปรทั้งหมดในตัวแปรเดิมที่สามารถอธิบายได้โดยปัจจัย โดยแบ่งออกเป็นค่า Total Eigenvalue จะมีค่าต่ำสุดเป็น 0 และสูงสุดเท่ากับจำนวนตัวแปร และ ค่า% of Variance Eigenvalue จะมองเป็นเปอร์เซ็นต์ที่ปัจจัยสามารถอธิบายความผันแปรได้ ซึ่งผลการวิเคราะห์พบว่า ความผันแปรในตัวแปรเดิมสามารถอธิบายได้โดยปัจจัยถึง 2.117 จาก 3.000 เนื่องจากการศึกษามีเพียง 3 ตัวแปร และหากมองเป็นเปอร์เซ็นต์พบว่าปัจจัยสามารถอธิบายความผันแปรทั้งหมดได้เท่ากับ 70.57% ลำดับต่อมาจะเป็นการวิเคราะห์ความเหมาะสมของข้อมูลในการใช้เทคนิคการวิเคราะห์ปัจจัย เนื่องจากตัวแปรต่าง ๆ จะต้องมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นก่อนที่จะใช้เทคนิคการวิเคราะห์ปัจจัยผู้วิจัยจำเป็นต้องทดสอบและผ่านเงื่อนไขทั้งสองข้อดังต่อไปนี้ 1) ทดสอบค่า KMO เพื่อวัดความเหมาะสมของข้อมูล ซึ่งจะต้องได้ค่ามากกว่า 0.5 ขึ้นไป และ 2) ใช้ Bartlett's Test of Sphericity ในการทดสอบสมมติฐานที่ว่า ตัวแปรต่าง ๆ ไม่มีความสัมพันธ์กัน โดยใช้สถิติทดสอบ Chi-Square ซึ่งผลการวิเคราะห์พบว่า ค่า KMO เท่ากับ 0.561 โดยมีค่ามากกว่า 0.5 จึงผ่านเงื่อนไขข้อที่ 1 ต่อมาเงื่อนไขข้อที่ 2 พบว่าข้อมูลมีการแจกแจงโดยประมาณแบบ Chi-Square เท่ากับ 1,390.827 และมีค่า Significance เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธ  $H_0$  ที่ว่าตัวแปรต่าง ๆ ไม่มีความสัมพันธ์กัน นั่นคือ ตัวแปรต่าง ๆ มีความสัมพันธ์กัน ดังนั้นจึงผ่านเงื่อนไขทั้งสองข้อในการทดสอบความเหมาะสมของข้อมูลที่จะใช้เทคนิคการวิเคราะห์ปัจจัย

เนื่องจากตัวแปรที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนเป็นอัตราส่วนที่เปรียบเทียบกันระหว่างมูลค่าตลาดกับราคาตามบัญชี หรือราคาตามบัญชีกับมูลค่าตลาด ซึ่งการวิเคราะห์ปัจจัยจะทำการรวมอัตราส่วนทั้งสามไว้ด้วยกันโดยอัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEVA) จะเป็นตัวปรับลดอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของผู้ถือหุ้น (MBVE) เพราะฉะนั้นถ้า Factor score

ของโอกาสในการลงทุนมีค่ามากเท่าใด ยิ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทมีโอกาสในการลงทุนมากขึ้นเท่านั้น

โดยผลการวิเคราะห์สถิติขั้นพื้นฐานของค่า Factor score ของกลุ่มของโอกาสในการลงทุน จำแนกตามปีที่ศึกษาซึ่งแสดงอยู่ในตารางที่ 4.4 เมื่อพิจารณาในแต่ละปีพบว่าปี 2548 บริษัทจดทะเบียนมีโอกาสในการลงทุนต่ำสุดและสูงที่สุดเท่ากับ -2.355 และ 5.263 ตามลำดับ ส่วนในปี 2549 บริษัทจดทะเบียนมีโอกาสในการลงทุนต่ำสุดและสูงที่สุดเท่ากับ -2.175 และ 6.110 ตามลำดับ สำหรับการทดสอบแบบรวมปีพบว่าบริษัทจดทะเบียนมีโอกาสในการลงทุนต่ำสุดและสูงที่สุดเท่ากับ -2.355 และ 6.110 ตามลำดับ ซึ่งถือว่าโอกาสในการลงทุนของแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกันอย่างมาก สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมองเห็นโอกาสในการลงทุนแต่ละบริษัทแตกต่างกันอย่างสิ้นเชิง เนื่องจากตัวแปรที่ใช้วัดกลุ่มของโอกาสในการลงทุนพิจารณาจากเกณฑ์ราคาตามทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด ซึ่งนักลงทุนได้สังเกตเห็นแล้วว่าผู้บริหารมีความสามารถในการจัดสรรทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดของบริษัทในการลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนกลับมาให้ผู้ถือหุ้นในอนาคต ดังนั้นโอกาสในการลงทุนของกิจการจะถูกสะท้อนอยู่ในราคาหุ้นทำให้ราคาตลาดของหุ้นที่นักลงทุนทำการซื้อขายสูงกว่าราคาตามบัญชีของกิจการ

หากพิจารณาในภาพรวมพบว่าโอกาสในการลงทุนโดยเฉลี่ยของแต่ละปีมีความแตกต่างกัน โดยแบบรวมปี เท่ากับ 0.000 ปี 2548 เท่ากับ 0.0074 ส่วนปี 2549 เท่ากับ -0.007 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า ปี 2549 ได้รับผลกระทบจากการเมืองส่งผลให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนลดลงและเลื่อนการลงทุนออกไป และตัวแปรที่วัดโอกาสในการลงทุนสะท้อนมาจากราคาหุ้น ณ วันสิ้นปีของบริษัทซึ่งปลายปี 49 ตลาดหลักทรัพย์ได้รับผลกระทบจากมาตรการสำรอง 30% ของธนาคารแห่งประเทศไทยเพื่อสกัดกั้นการเข้ามาเก็งกำไรค่าเงินบาทโดยนักลงทุนต่างชาติ ทำให้ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ลดลงอย่างมากจากการเทขายหุ้นของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนภายในประเทศ เนื่องจากความไม่มั่นใจต่อนโยบายดังกล่าวที่กระทบต่อเม็ดเงินที่จะเข้ามาลงทุนภายในประเทศ ทำให้โอกาสในการลงทุนของปี 2549 มีค่าลดลงจากปี 2548 จนติดลบในที่สุด อีกทั้งผลการจากวิเคราะห์ดังกล่าวสอดคล้องกับสมมติฐานของผู้วิจัยที่คาดว่าข้อมูลปี 2549 จะได้รับผลกระทบจากปัญหาทางด้านการเมืองและสภาพเศรษฐกิจจึงอาจทำให้ผลที่ได้จากงานวิจัยไม่ได้สะท้อนให้เห็นข้อเท็จจริงในสภาวะปกติ

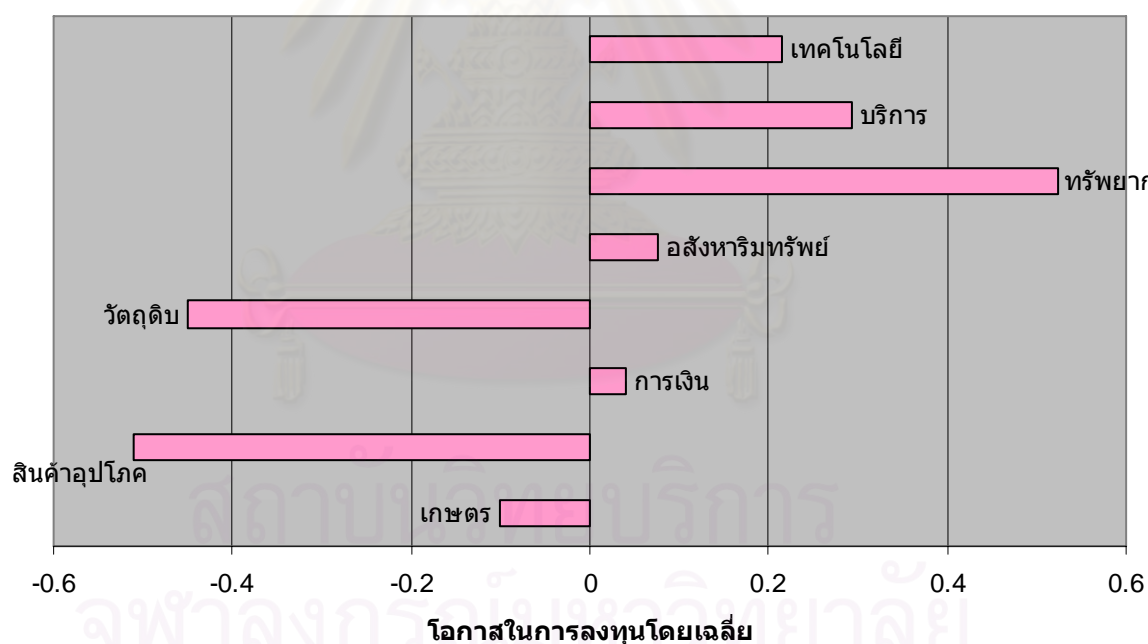
ตารางที่ 4.4 สถิติเชิงพรรณนากลุ่มของโอกาสในการลงทุนโดยจำแนกตามปีที่ศึกษา

| ตัวแปร                         | หน่วย | ค่าต่ำสุด                                    | ค่าสูงสุด                               | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน |
|--------------------------------|-------|--|---|-----------|----------------------|
| <u>กลุ่มของโอกาสในการลงทุน</u> |       |  |   |           |                      |
| ● ปี 2548                      | เท่า  | -2.355<br>(บมจ.โรงพิมพ์<br>ตะวันออก)         | 5.263<br>(บมจ.โรงพยาบาล<br>บำรุงราษฎร์) | 0.0074    | 1.007                |
| ● ปี 2549                      | เท่า  | -2.175<br>(บมจ.ยูเนี่ยน<br>อุตสาหกรรมสิ่งทอ) | 6.110<br>(บมจ.บีอีซี เวิลด์)            | -0.007    | 0.995                |
| ● รวมปี                        | เท่า  | -2.355<br>(บมจ.โรงพิมพ์<br>ตะวันออก)         | 6.110<br>(บมจ.บีอีซี เวิลด์)            | 0.000     | 1.000                |

หลังจากทำการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนากลุ่มของโอกาสในการลงทุนโดยจำแนกตามปีที่ศึกษาแล้วผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์กลุ่มของโอกาสในการลงทุนโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อสะท้อนให้เห็นโอกาสการลงทุนในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งผลการวิเคราะห์แสดงอยู่ในตารางที่ 4.5 และแผนภาพที่ 4.1 พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่มีโอกาสในการลงทุนโดยเฉลี่ยทั้งอุตสาหกรรมสูงสุดได้แก่ กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ เท่ากับ 0.524 และ 0.293 ตามลำดับ และกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีโอกาสในการลงทุนโดยเฉลี่ยน้อยที่สุดได้แก่ กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค และกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม ที่มีค่าต่ำถึง -0.510 และ -0.450 ตามลำดับ แต่หากพิจารณาเป็นรายบริษัทกลับพบว่าบริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด(มหาชน) ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีโอกาสในการลงทุนสูงที่สุด เท่ากับ 6.110 และบริษัท โรงพิมพ์ตะวันออก จำกัด (มหาชน) ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการเช่นกันที่มีโอกาสในการลงทุนต่ำที่สุด เท่ากับ -2.355

ตารางที่ 4.5 สถิติเชิงพรรณนากลุ่มของโอกาสในการลงทุนโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

| อุตสาหกรรม                    | จำนวน<br>ตัวอย่าง | Factor score กลุ่มของโอกาสในการลงทุน |           |           | ส่วนเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน |
|-------------------------------|-------------------|--------------------------------------|-----------|-----------|--------------------------|
|                               |                   | ค่าต่ำสุด                            | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย |                          |
| 1.เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร     | 76                | - 1.259                              | 4.456     | - 0.101   | 1.013                    |
| 2.สินค้าอุปโภคและบริโภค       | 59                | - 2.175                              | 4.325     | - 0.510   | 0.958                    |
| 3.ธุรกิจการเงิน               | 112               | - 0.812                              | 2.896     | 0.040     | 0.553                    |
| 4.วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม | 107               | - 1.501                              | 1.195     | - 0.450   | 0.623                    |
| 5.อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง  | 128               | -1.464                               | 3.968     | 0.075     | 0.978                    |
| 6.ทรัพยากร                    | 34                | - 0.953                              | 2.879     | 0.524     | 0.912                    |
| 7.บริการ                      | 143               | - 2.355                              | 6.110     | 0.293     | 1.299                    |
| 8.เทคโนโลยี                   | 56                | - 1.523                              | 4.860     | 0.215     | 1.018                    |



แผนภาพที่ 4.1 โอกาสในการลงทุนโดยเฉลี่ยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

2. ตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นในงวดปัจจุบัน จากผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาโดยจำแนกตามปีที่ศึกษาซึ่งแสดงอยู่ในตารางที่ 4.6 พบว่า ปี 2548 ปี 2549 และแบบรวมปี บริษัทจดทะเบียนที่เป็นกลุ่มตัวอย่างมีผลการดำเนินงานงวดนี้โดยเฉลี่ย เท่ากับ 0.106, 0.077 และ 0.091 ตามลำดับ สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียน

ทะเบียนโดยเฉลี่ยมีผลกำไรจากการดำเนินงานทั้งสองปีจึงทำให้การศึกษาแบบรวมปีมีผลกำไรจากการดำเนินงานเช่นกัน แต่ในปี 2548 บริษัทดังกล่าวจะมีผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันโดยเฉลี่ยดีกว่าปี 2549 และหากพิจารณาเป็นรายบริษัทพบว่าปี 2548 บริษัทจดทะเบียนมีผลการดำเนินงานในงวดนี้ต่ำสุดและสูงสุดเท่ากับ -2.064 และ 0.976 เท่า ตามลำดับ สำหรับปี 2549 พบว่าบริษัทจดทะเบียนที่มีผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันต่ำสุดและสูงสุด เท่ากับ -1.094 และ 0.935 เท่า ตามลำดับ และผลการทดสอบแบบรวมปีพบว่าบริษัทจดทะเบียนมีผลการดำเนินงานในงวดนี้ต่ำสุดและสูงสุดเท่ากับ -2.064 และ 0.976 เท่า ตามลำดับ

ตารางที่ 4.6 สถิติเชิงพรรณนาผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันโดยจำแนกตามปีที่ศึกษา

| ตัวแปร                             | หน่วย | ค่าต่ำสุด                            | ค่าสูงสุด                            | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน |
|------------------------------------|-------|--------------------------------------|--------------------------------------|-----------|----------------------|
| <u>ผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน</u>   |       |                                      |                                      |           |                      |
| <u>(อัตราส่วน ROE<sub>t</sub>)</u> |       |                                      |                                      |           |                      |
| ● ปี 2548                          | เท่า  | -2.064                               | 0.976                                | 0.106     | 0.213                |
|                                    |       | (บมจ. ทราฟฟิคคอร์ปอเรชั่น โฮลดิ้งส์) | (บมจ. โรงแรมโอเรียนเต็ล (ประเทศไทย)) |           |                      |
| ● ปี 2549                          | เท่า  | -1.094                               | 0.935                                | 0.077     | 0.206                |
|                                    |       | (บมจ. ปิกนิก คอร์ปอเรชั่น)           | (บมจ. โรงแรมโอเรียนเต็ล (ประเทศไทย)) |           |                      |
| ● รวมปี                            | เท่า  | -2.064                               | 0.976                                | 0.091     | 0.210                |
|                                    |       | (บมจ. ทราฟฟิคคอร์ปอเรชั่น โฮลดิ้งส์) | (บมจ. โรงแรมโอเรียนเต็ล (ประเทศไทย)) |           |                      |

3. ตัวแปรทด คือ กลไกการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วย 3 ตัวแปร ได้แก่ 1) สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ 2) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร และ 3) ค่าตอบแทนของผู้บริหาร ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ห้ตัวแปรดังกล่าวโดยจำแนกตามปีที่ศึกษา และตามกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

### 3.1 สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ

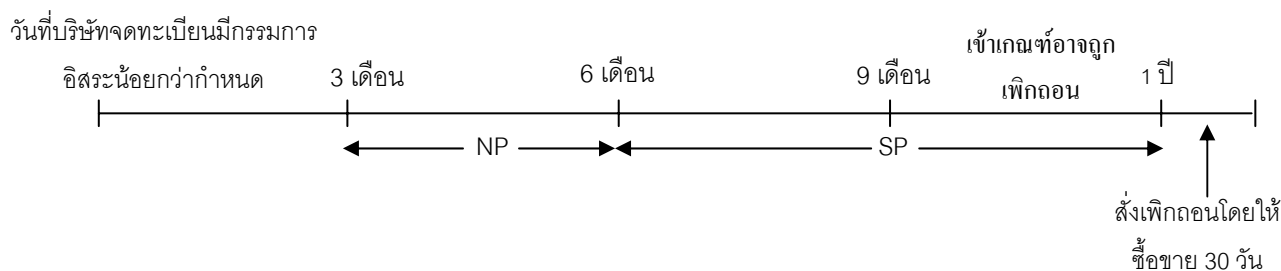
จากการวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งแสดงอยู่ในตารางที่ 4.7 พบว่าส่วนใหญ่บริษัทดังกล่าวมีสัดส่วนกรรมการอิสระสูงกว่าจำนวนที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด<sup>7</sup>ไว้เพียง 318 บริษัท หรือคิดเป็นร้อยละ 44.48 อย่างไรก็ตามก็ตีกลับพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระต่ำกว่าจำนวนที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้มีสูงถึง 277 บริษัท หรือคิดเป็นร้อยละ 38.74 ซึ่งบริษัทดังกล่าวจะต้องดำเนินการแต่งตั้งกรรมการที่เป็นอิสระให้ครบถ้วนภายใน 3 เดือน นับแต่วันที่บริษัทจดทะเบียนมีกรรมการดังกล่าว น้อยกว่าที่กำหนดไว้ หากบริษัทไม่สามารถดำเนินการแต่งตั้งภายในระยะเวลาที่กำหนดตลาดหลักทรัพย์จะขึ้นเครื่องหมาย NP (Notice Pending) ในระหว่าง 3 เดือนแรกนับจากวันที่ครบกำหนดให้ดำเนินการแต่งตั้งกรรมการอิสระ หากขึ้นเครื่องหมาย NP แล้วบริษัทยังไม่สามารถดำเนินการแต่งตั้งให้ครบถ้วนได้ ตลาดหลักทรัพย์จะขึ้นเครื่องหมาย SP (Suspension) ห้ามทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท หากขึ้นเครื่องหมาย SP ครบ 3 เดือนแล้ว บริษัทยังไม่สามารถดำเนินการแต่งตั้งได้อีก ตลาดหลักทรัพย์จะประกาศให้บริษัทจดทะเบียนเข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนจากตลาดหลักทรัพย์ หากบริษัทยังไม่สามารถดำเนินการแต่งตั้งกรรมการดังกล่าวได้ภายใน 3 เดือน นับจากวันที่บริษัทเข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน บริษัทจะต้องถูกเพิกถอนออกจากตลาดโดยให้ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ภายใน 30 วัน รายละเอียดมาตรการที่ดำเนินการต่อบริษัทที่ไม่สามารถแต่งตั้งกรรมการอิสระที่ได้กล่าวไปในข้างต้นสามารถสรุปได้ตามแผนภาพที่ 4.2

ตารางที่ 4.7 สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ

| สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ | จำนวนบริษัท | ร้อยละ     |
|----------------------------|-------------|------------|
| 0 - 0.32                   | 277         | 38.74      |
| 0.33                       | 120         | 16.78      |
| 0.33 ขึ้นไป                | 318         | 44.48      |
| <b>รวม</b>                 | <b>715</b>  | <b>100</b> |

<sup>7</sup> บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนและบริษัทจดทะเบียนต้องมีกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของสัดส่วนคณะกรรมการทั้งหมด และไม่น้อยกว่า 3 คน ตามข้อกำหนดว่าด้วยการดำรงสถานะภาพการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ฉบับลงวันที่ 4 ตุลาคม พ.ศ. 2539 และวันที่ 19 มกราคม พ.ศ. 2541





แผนภาพที่ 4.2 มาตรการดำเนินการต่อบริษัทที่ไม่สามารถแต่งตั้งกรรมการอิสระตามเวลาที่กำหนด

เมื่อทำการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระตามปีที่ศึกษา ซึ่งแสดงอยู่ในตารางที่ 4.8 พบว่าปี 2548 บริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนกรรมการดังกล่าวต่ำสุดและสูงสุดเท่ากับ 0.136 เท่า และ 0.800 ส่วนปี 2549 พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนกรรมการดังกล่าวต่ำสุดและสูงสุดเท่ากับ 0.136 และ 0.786 เท่า ตามลำดับ เมื่อวิเคราะห์แบบรวมปีพบว่าบริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนกรรมการดังกล่าวต่ำสุดและสูงสุดเท่ากับ 0.136 และ 0.800 เท่า ตามลำดับ หากมองในภาพรวมในปี 2548 ปี 2549 และแบบรวมปี พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนกรรมการอิสระโดยเฉลี่ย เท่ากับ 0.351, 0.357 และ 0.354 เท่า ตามลำดับ ซึ่งเกินกว่าจำนวนที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้เพียงเล็กน้อย สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ยังไม่ค่อยให้ความสำคัญกับกลไกการตรวจสอบโดยกรรมการที่เป็นอิสระมากเท่าใดนัก เพียงแต่แต่งตั้งกรรมการดังกล่าวตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้เท่านั้น

ตารางที่ 4.8 สถิติเชิงพรรณนาสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระโดยจำแนกตามปีที่ศึกษา

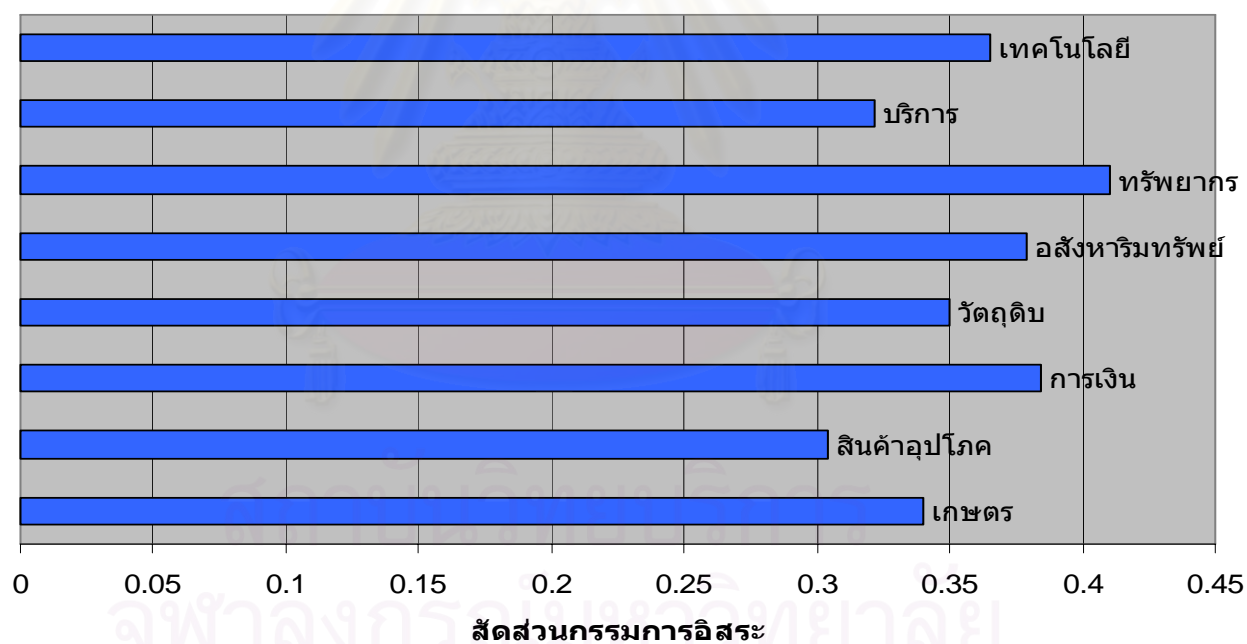
| ตัวแปร                            | หน่วย | ค่าต่ำสุด                                   | ค่าสูงสุด                             | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน |
|-----------------------------------|-------|---|---------------------------------------|-----------|----------------------|
| <u>สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ</u> |       |   |                                       |           |                      |
| ● ปี 2548                         | เท่า  | 0.136<br>(บมจ.ยูเนี่ยน<br>อุตสาหกรรมสิ่งทอ) | 0.800<br>(บมจ.ไทยรับ<br>ประกันภัยต่อ) | 0.351     | 0.104                |
| ● ปี 2549                         | เท่า  | 0.136<br>(บมจ.ยูเนี่ยน<br>อุตสาหกรรมสิ่งทอ) | 0.786<br>(บมจ.ไทยรับ<br>ประกันภัยต่อ) | 0.357     | 0.104                |
| ● รวมปี                           | เท่า  | 0.136<br>(บมจ.ยูเนี่ยน<br>อุตสาหกรรมสิ่งทอ) | 0.800<br>(บมจ.ไทยรับ<br>ประกันภัยต่อ) | 0.354     | 0.104                |

หลังจากทำการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาจำแนกตามปีที่ศึกษาแล้วผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อสะท้อนให้เห็นสัดส่วนกรรมการดังกล่าวในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งแสดงอยู่ในตารางที่ 4.9 และแผนภาพที่ 4.3 พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระโดยเฉลี่ยสูงสุดได้แก่ กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มธุรกิจการเงิน เท่ากับ 0.410 และ 0.384 ตามลำดับ สาเหตุเนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มทรัพยากรเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งให้ความสำคัญกับการตรวจสอบโดยกรรมการอิสระก่อให้เกิดความโปร่งใสในการบริหารงาน เพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน นอกจากนี้บริษัทในกลุ่มทรัพยากรเป็นรัฐวิสาหกิจที่มีกระทรวงการคลังเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จึงต้องเน้นธรรมาภิบาลเนื่องจากเป็นกิจการของรัฐ และมักเชิญบุคคลภายนอกที่มีชื่อเสียงมาทำการตรวจสอบมากกว่าบริษัทโดยทั่วไป และสาเหตุที่กลุ่มธุรกิจการเงินมีสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระโดยเฉลี่ยสูงสุดเป็นอันดับสองเนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวต้องอยู่ภายใต้การควบคุมอย่างเข้มงวดของหน่วยงานกำกับดูแล เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย กรมประกันภัย เป็นต้น สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระโดยเฉลี่ยต่ำสุด ได้แก่ กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค และกลุ่มบริการ เท่ากับ 0.304 และ 0.322 ตามลำดับ สาเหตุเนื่องจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งสองมักจะมีขนาดเล็ก และมีลักษณะการบริหารธุรกิจแบบครอบครัว จึงไม่ให้ความสำคัญกับกลไกการตรวจสอบโดยบุคคลที่เป็นอิสระมากเท่าใดนัก แต่หากพิจารณาเป็นรายบริษัทพบว่าบริษัท ไทยรับประกันภัยต่อ จำกัด (มหาชน) ในกลุ่มธุรกิจการเงิน มีสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระสูงสุด เท่ากับ 0.800 ส่วนบริษัท โมเดิร์นฟาร์มกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ในกลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภคมีสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระต่ำที่สุด เท่ากับ 0.136 ซึ่งสัดส่วนดังกล่าวไม่เป็นไปตามข้อกำหนดว่าด้วยการดำรงสถานะภาพการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ฉบับลงวันที่ 4 ตุลาคม พ.ศ. 2539 และวันที่ 19 มกราคม พ.ศ. 2541 ของสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.9 สถิติเชิงพรรณนาสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

| อุตสาหกรรม                    | จำนวน<br>ตัวอย่าง | สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ |           |           | ส่วนเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน |
|-------------------------------|-------------------|----------------------------|-----------|-----------|--------------------------|
|                               |                   | ค่าต่ำสุด                  | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย |                          |
| 1.เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร     | 76                | 0.167                      | 0.583     | 0.340     | 0.094                    |
| 2.สินค้าอุปโภคและบริโภค       | 59                | 0.136                      | 0.667     | 0.304     | 0.104                    |
| 3.ธุรกิจการเงิน               | 112               | 0.214                      | 0.800     | 0.384     | 0.123                    |
| 4.วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม | 107               | 0.182                      | 0.667     | 0.350     | 0.088                    |
| 5.อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง  | 128               | 0.214                      | 0.714     | 0.379     | 0.103                    |
| 6.ทรัพยากร                    | 34                | 0.250                      | 0.667     | 0.410     | 0.113                    |
| 7.บริการ                      | 143               | 0.158                      | 0.600     | 0.322     | 0.089                    |
| 8.เทคโนโลยี                   | 56                | 0.176                      | 0.667     | 0.365     | 0.089                    |



แผนภาพที่ 4.3 สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระโดยเฉลี่ยจำแนกตามอุตสาหกรรม

### 3.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

จากผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารจำแนกตามปีที่ศึกษา ซึ่งแสดงอยู่ในตารางที่ 4.10 พบว่าในปี 2548 ปี 2549 และรวมปี บริษัทจดทะเบียนที่เป็นกลุ่มตัวอย่างมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารโดยเฉลี่ย เท่ากับ ร้อยละ 12.394, 13.672 และ

13.076 ตามลำดับ แต่หากพิจารณาเป็นรายบริษัทพบว่า ในปี 2548 ปี 2549 และรวมปี มีบริษัทจดทะเบียนหลายบริษัทที่ไม่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นดังกล่าวสูงสุดเท่ากับ ร้อยละ 81.49, 94.97 และ 94.97 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.10 สถิติเชิงพรรณนาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารโดยจำแนกตามปีที่ศึกษา

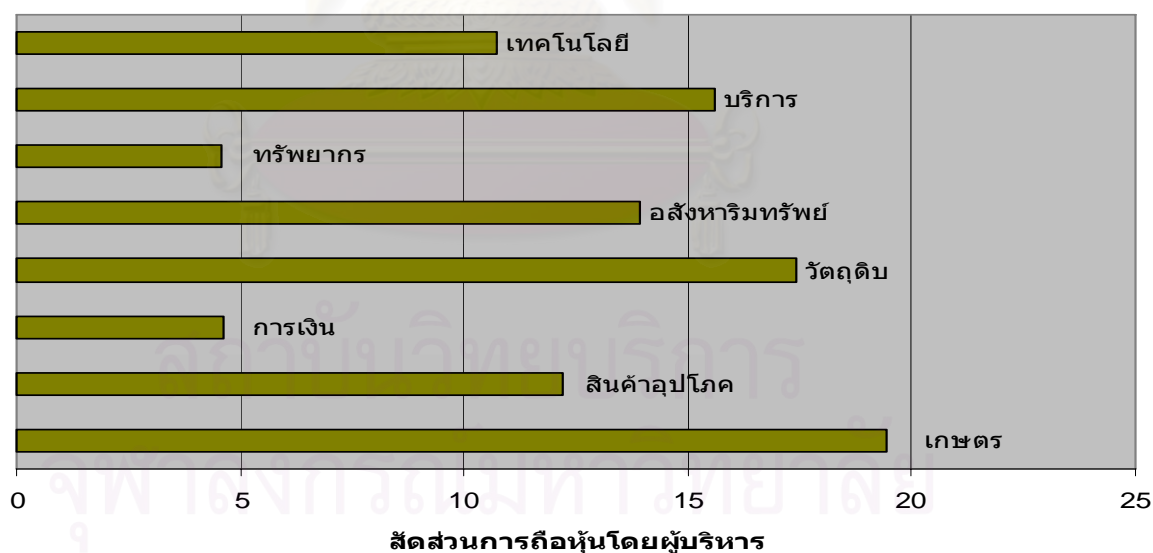
| ตัวแปร                               | หน่วย  | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด                   | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน |
|--------------------------------------|--------|-----------|-----------------------------|-----------|----------------------|
| <u>สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร</u> |        |           |                             |           |                      |
| ● ปี 2548                            | ร้อยละ | 0.000     | 81.490                      | 12.394    | 17.556               |
|                                      |        |           | (บมจ.เพิ่มสิน<br>สตีลเวคส์) |           |                      |
| ● ปี 2549                            | ร้อยละ | 0.000     | 94.970                      | 13.672    | 18.908               |
|                                      |        |           | (บมจ.ซีฮอर्स)               |           |                      |
| ● รวมปี                              | ร้อยละ | 0.000     | 94.970                      | 13.076    | 18.275               |
|                                      |        |           | (บมจ.ซีฮอर्स)               |           |                      |

หลังจากทำการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารจำแนกตามปีที่ศึกษาต่อมาจะเป็นการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของสัดส่วนการถือหุ้นดังกล่าวโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อสะท้อนให้เห็นสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งแสดงอยู่ในตารางที่ 4.11 และแผนภาพที่ 4.4 พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่ผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทโดยเฉลี่ยในเปอร์เซ็นต์ที่สูงที่สุด ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารเท่ากับร้อยละ 19.450 และ ร้อยละ 17.397 ตามลำดับ และกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งสองมีการกระจายตัวของสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารอยู่ในระดับสูงสุดด้วยเช่นกัน ซึ่งจะพิจารณาจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ ร้อยละ 20.948 และร้อยละ 22.796 ตามลำดับ หากพิจารณารายบริษัทพบว่าบริษัทในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ได้แก่ บริษัท ซีฮอर्स จำกัด(มหาชน) มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารอยู่ในระดับสูงสุดถึงร้อยละ 94.970 ซึ่งถือว่าเป็นธุรกิจแบบครอบครัวที่ผู้ถือหุ้นเป็นบุคคลกลุ่มเดียวกันกับผู้บริหาร และบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งพิจารณาจากค่าสูงสุดและค่าเฉลี่ยของสัดส่วนการถือหุ้น ได้แก่บริษัทในกลุ่มทรัพยากรที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยเฉลี่ยเพียงร้อยละ 4.593 และสัดส่วนการถือหุ้นสูงสุดภายในกลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ บริษัท เอเชียนอินชูลเตอร์ จำกัด (มหาชน) มีเพียงร้อยละ 54.200 สาเหตุอาจเป็นเพราะบริษัทในกลุ่มทรัพยากรมักเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ทำให้มีการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นอยู่ในระดับสูงจึงทำให้ผู้ถือหุ้นในแต่ละ

กลุ่มมีสัดส่วนการถือหุ้นอยู่ในระดับต่ำ อีกทั้งบริษัทในกลุ่มดังกล่าวส่วนหนึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจที่มีกระทรวงการคลังเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และมักจะถือหุ้นเกินร้อยละ 50 ทำให้ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย

ตารางที่ 4.11 สถิติเชิงพรรณนาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

| อุตสาหกรรม                    | จำนวน<br>ตัวอย่าง | สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร <sup>8</sup> (ร้อยละ) |           |           |                          |
|-------------------------------|-------------------|---|-----------|-----------|--------------------------|
|                               |                   | ค่าต่ำสุด   | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน |
| 1.เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร     | 76                | 0.000   | 94.970    | 19.450    | 20.995                   |
| 2.สินค้าอุปโภคและบริโภค       | 59                | 0.000   | 57.470    | 12.198    | 15.757                   |
| 3.ธุรกิจการเงิน               | 112               | 0.000   | 59.200    | 4.637     | 9.559                    |
| 4.วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม | 107               | 0.000   | 81.490    | 17.397    | 22.796                   |
| 5.อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง  | 128               | 0.000   | 77.000    | 13.940    | 15.931                   |
| 6.ทรัพยากร                    | 34                | 0.000   | 54.200    | 4.593     | 12.711                   |
| 7.บริการ                      | 143               | 0.000   | 78.967    | 15.598    | 19.547                   |
| 8.เทคโนโลยี                   | 56                | 0.000   | 64.820    | 10.745    | 17.654                   |



แผนภาพที่ 4.4 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารโดยเฉลี่ยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

<sup>8</sup> สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร วัตถุประสงค์จากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ วันสิ้นปีซึ่งได้เปิดเผยในเอกสารแนบ 1 ของแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี โดยผู้บริหาร หมายถึง ผู้จัดการ ผู้บริหาร 4 รายแรกต่อจากผู้จัดการลงมา และผู้บริหารที่อยู่ในระดับเดียวกันกับผู้บริหารรายที่ 4 ทุกราย และให้หมายความรวมถึงผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารในสายงานบัญชีหรือการเงินที่เป็นระดับผู้จัดการฝ่ายขึ้นไปหรือเทียบเท่า

### 3.3 ค่าตอบแทนของผู้บริหาร

จากผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของค่าตอบแทนของผู้บริหารจำแนกตามปีที่ศึกษา ซึ่งแสดงอยู่ในตารางที่ 4.12 จากข้อมูลบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างของปี 2548 ปี 2549 และรวมปี พบว่ามีการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารต่อคนโดยเฉลี่ย เท่ากับ 3.316, 3.449 และ 3.385 ล้านบาท ตามลำดับ หากพิจารณาเป็นรายบริษัทพบว่า ในปี 2548 บริษัทจดทะเบียนมีการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารต่อคนต่ำสุด และสูงสุด เท่ากับ 0.355 และ 33.310 ล้านบาท ตามลำดับ ส่วนปี 2549 บริษัทจดทะเบียนมีการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารต่อคนต่ำสุดและสูงสุด เท่ากับ 0.250 และ 29.092 ล้านบาท ตามลำดับ สำหรับการวิเคราะห์แบบรวมปีพบว่าบริษัทจดทะเบียนมีการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารต่อคนต่ำสุดและสูงสุด เท่ากับ 0.250 และ 33.310 ล้านบาท ตามลำดับ

ตารางที่ 4.12 สถิติเชิงพรรณนาค่าตอบแทนของผู้บริหารโดยจำแนกตามปีที่ศึกษา

| ตัวแปร                       | หน่วย   | ค่าต่ำสุด                               | ค่าสูงสุด                    | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน |
|------------------------------|---------|---|------------------------------|-----------|----------------------|
| <u>ค่าตอบแทนของผู้บริหาร</u> |         |   |                              |           |                      |
| ● ปี 2548                    | ล้านบาท | 0.355<br>(บมจ.อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์) | 33.310<br>(บลจ.กิมเ็ง)       | 3.316     | 3.183                |
| ● ปี 2549                    | ล้านบาท | 0.250<br>(บมจ.เคปเปล ไทย หรือเพอร์ตี)   | 29.092<br>(บมจ.ทีพีไอ โพลีน) | 3.449     | 3.275                |
| ● รวมปี                      | ล้านบาท | 0.250<br>(บมจ.เคปเปล ไทย หรือเพอร์ตี)   | 33.310<br>(บลจ.กิมเ็ง)       | 3.385     | 3.230                |

หลังจากทำการวิเคราะห์ค่าตอบแทนของผู้บริหารโดยจำแนกตามปีที่ศึกษาต่อมาจะเป็นการวิเคราะห์ค่าตอบแทนดังกล่าวจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อสะท้อนให้เห็นการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งแสดงอยู่ในตารางที่ 4.13 และแผนภาพที่ 4.5 พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่จ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารต่อคนโดยเฉลี่ยสูงสุด ได้แก่ กลุ่มธุรกิจการเงิน และกลุ่มทรัพยากร ซึ่งจ่ายค่าตอบแทนดังกล่าวโดยเฉลี่ย เท่ากับ 4.712 ล้านบาท และ 4.476 ล้านบาท ตามลำดับ หากมองการกระจายตัวของค่าตอบแทนผู้บริหารพบว่ากลุ่มธุรกิจ

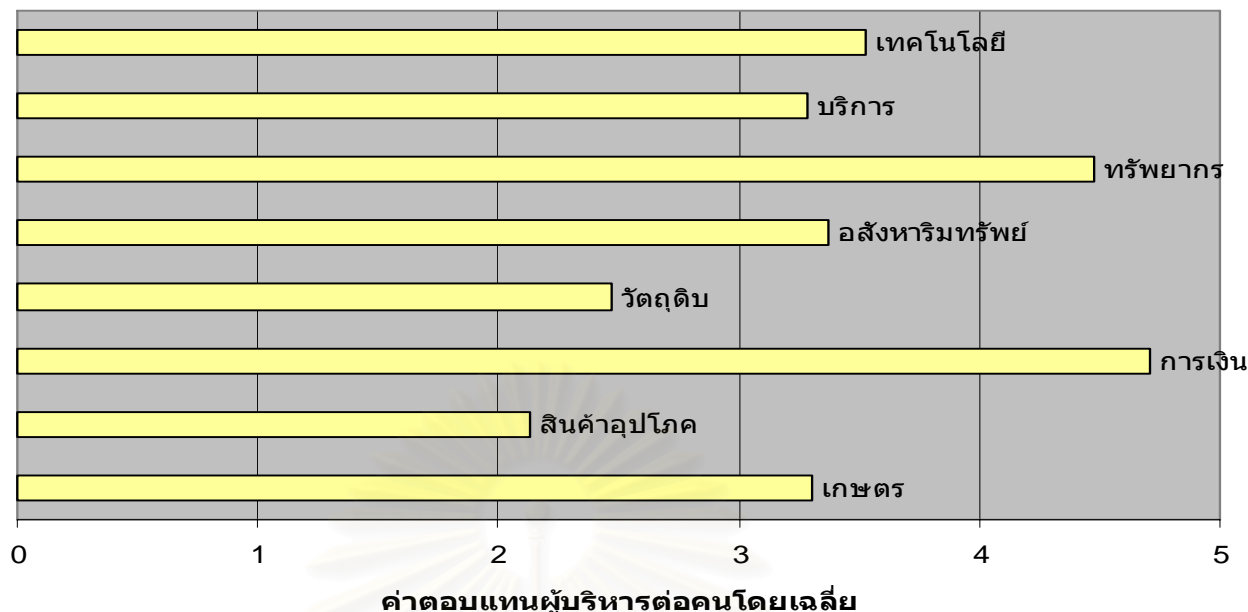
การเงินมีการกระจายตัวดังกล่าวสูงถึง 4.810 ล้านบาท และหากพิจารณาเป็นรายบริษัทพบว่า บริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินเช่นเดิมที่มีการจ่ายค่าตอบแทนสูงสุดถึง 33.310 ล้านบาท ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) และบริษัทที่มีการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารต่ำที่สุดคือ บริษัท เคปเปล ไทย พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่มีการจ่ายค่าตอบแทนดังกล่าวเพียง 0.250 ล้านบาท

ตารางที่ 4.13 สถิติเชิงพรรณนาค่าตอบแทนของผู้บริหารโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

| อุตสาหกรรม                    | จำนวน<br>ตัวอย่าง | ค่าตอบแทนของผู้บริหารเฉลี่ยต่อคน <sup>9</sup> (ล้านบาท) |           |           | ส่วนเบี่ยงเบน<br>มาตรฐาน |
|-------------------------------|-------------------|---|-----------|-----------|--------------------------|
|                               |                   | ค่าต่ำสุด   | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย |                          |
| 1.เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร     | 76                | 0.518   | 18.840    | 3.301     | 3.148                    |
| 2.สินค้าอุปโภคและบริโภค       | 59                | 0.373   | 5.899     | 2.136     | 1.382                    |
| 3.ธุรกิจการเงิน               | 112               | 0.761   | 33.310    | 4.712     | 4.810                    |
| 4.วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม | 107               | 0.430   | 8.661     | 2.467     | 1.563                    |
| 5.อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง  | 128               | 0.250   | 29.092    | 3.376     | 3.461                    |
| 6.ทรัพยากร                    | 34                | 0.638   | 10.974    | 4.476     | 2.715                    |
| 7.บริการ                      | 143               | 0.410   | 14.157    | 3.286     | 2.742                    |
| 8.เทคโนโลยี                   | 56                | 0.355   | 18.212    | 3.524     | 3.048                    |

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

<sup>9</sup> Logarithm ของค่าตอบแทนที่บริษัทจ่ายให้ผู้บริหารต่อคน ต่อปี ทั้งนี้ค่าตอบแทนไม่รวมถึงมูลค่าหุ้นและสิทธิซื้อหุ้นที่บริษัทมอบให้แก่ผู้บริหาร โดยผู้บริหาร ให้หมายถึง ผู้จัดการ ผู้บริหาร 4 รายแรกต่อจากผู้จัดการลงมา และผู้บริหารที่อยู่ในระดับเดียวกันกับผู้บริหารรายที่ 4 ทุกสาย



แผนภาพที่ 4.5 ค่าตอบแทนผู้บริหารต่อคนโดยเฉลี่ยจำแนกตามอุตสาหกรรม

4. ตัวแปรควบคุม ซึ่งผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนาจะแสดงอยู่ในตารางที่ 4.14 โดยตัวแปรแรก คือ ขนาดกิจการ วัดด้วยสินทรัพย์รวม จากข้อมูลที่ได้นำมาศึกษาพบว่าปี 2548 บริษัทจดทะเบียนมียอดสินทรัพย์รวมต่ำสุด และสูงสุด เท่ากับ 121.288 และ 1,398,654.04 ล้านบาท ตามลำดับ ส่วนปี 2549 พบว่าบริษัทดังกล่าวมียอดสินทรัพย์รวมต่ำสุด และสูงสุด เท่ากับ 86.638 และ 1,493,598.52 ล้านบาท ตามลำดับ สำหรับการวิเคราะห์แบบรวมปีพบว่าบริษัทดังกล่าวมียอดสินทรัพย์รวมต่ำสุด และสูงสุด เท่ากับ 86.638 และ 1,493,598.52 ล้านบาท ตามลำดับ หากพิจารณาในภาพรวมของปี 2548 ปี 2549 และ รวมปี พบว่าบริษัทที่เป็นตัวอย่างมีสินทรัพย์รวมโดยเฉลี่ย เท่ากับ 31,269.86, 31,969.78 และ 31,633.04 ล้านบาท ตามลำดับ

ต่อมาเป็นตัวแปรที่วัดระดับความเสี่ยง ซึ่งพิจารณาจากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ในปี 2548 พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีระดับความเสี่ยงต่ำสุด และสูงสุด เท่ากับ 0.001 และ 30.505 เท่า ตามลำดับ ส่วนในปี 2549 พบว่า บริษัทจดทะเบียนมีระดับความเสี่ยงต่ำสุด และสูงสุด เท่ากับ 0.008 และ 49.798 เท่า ตามลำดับ สำหรับการวิเคราะห์แบบรวมปีพบว่า บริษัทจดทะเบียนมีระดับความเสี่ยงต่ำสุด และสูงสุด เท่ากับ 0.001 และ 49.798 เท่า ตามลำดับ หากมองภาพรวมในปี 2548 ปี 2549 และแบบรวมปี พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีระดับความเสี่ยงโดยเฉลี่ยทั้งตลาดเท่ากับ 1.672, 1.676 และ 1.674 เท่า ตามลำดับ

ตัวแปรสุดท้าย คือ ผลการดำเนินงานงวดก่อน ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นงวดก่อน พบว่าในปี 2548 ปี 2549 และแบบรวมปี พบว่าบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างมีผลการดำเนินงานในงวดก่อนโดยเฉลี่ย เท่ากับ 0.142, 0.118 และ 0.129 เท่า ตามลำดับ หากพิจารณาเป็น



รายบริษัทในปี 2548 พบว่า บริษัทจดทะเบียนมีผลการดำเนินงานในงวดก่อนต่ำสุด และสูงสุด เท่ากับ -1.218 และ 1.471 เท่า ตามลำดับ สำหรับปี 2549 พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีผลการดำเนินงานในงวดก่อนต่ำสุดและสูงสุด เท่ากับ -1.210 และ 0.976 เท่า ตามลำดับ ส่วนการวิเคราะห์แบบรวมปีพบว่าบริษัทจดทะเบียนมีผลการดำเนินงานในงวดก่อนต่ำสุดและสูงสุด เท่ากับ -1.218 และ 1.471 เท่า ตามลำดับ



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.14 สถิติเชิงพรรณนาตัวแปรควบคุมโดยจำแนกตามปีที่ศึกษา

| ตัวแปร  | หน่วย   | ค่าต่ำสุด   | ค่าสูงสุด                                       | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน |
|---|---------|---|---|-----------|----------------------|
| <u>ขนาดกิจการ</u>   |         |   |   |           |                      |
| ● ปี 2548   | ล้านบาท | 121.288   | 1,398,654.04                                    | 31,269.86 | 135,383.72           |
| ● ปี 2549   | ล้านบาท | 86.638  | 1,493,598.52                                    | 31,969.78 | 141,828.05           |
| ● รวมปี   | ล้านบาท | 86.638  | 1,493,598.52                                    | 31,633.04 | 138,667.44           |
|   |         | (บมจ.ทีไอ-ไทย รีซอร์<br>เชส ดีเวลลอปเม้นท์)       | (บมจ.ธนาคารกรุงเทพ)                             |           |                      |
| <u>ความเสี่ยง (อัตราส่วน D/E)</u>                         |         |   |   |           |                      |
| ● ปี 2548   | เท่า    | 0.001<br>(บมจ.บ้านปู)                             | 30.505<br>(บมจ.ธนาคารไทย<br>ธนาคาร)             | 1.672     | 3.078                |
| ● ปี 2549   | เท่า    | 0.008<br>(บมจ.เทพธานี<br>กรีธา)                   | 49.798<br>(บมจ.ธนาคารไทย<br>ธนาคาร)             | 1.676     | 3.639                |
| ● รวมปี   | เท่า    | 0.001<br>(บมจ.บ้านปู)                             | 49.798<br>(บมจ.ธนาคารไทย<br>ธนาคาร)             | 1.674     | 3.378                |
| <u>ผลการดำเนินงานงวดก่อน(อัตราส่วน ROE<sub>t-1</sub>)</u> |         |   |   |           |                      |
| ● ปี 2548   | เท่า    | -1.218<br>(บมจ.ทราฟฟิก<br>คอร์ปอเรชั่น โฮลดิ้งส์) | 1.471<br>(บมจ.สมบุญ<br>แฉิดวานิช เทคโนโลยี)     | 0.142     | 0.211                |
| ● ปี 2549   | เท่า    | -1.210<br>(บมจ.ไลฟ์อินคอร์<br>ปอเรชั่น)           | 0.976<br>(บมจ.โรงแรมโอเรียน<br>เต็ล(ประเทศไทย)) | 0.118     | 0.172                |
| ● รวมปี   | เท่า    | -1.218<br>(บมจ.ทราฟฟิก<br>คอร์ปอเรชั่น โฮลดิ้งส์) | 1.471<br>(บมจ.สมบุญ<br>แฉิดวานิช เทคโนโลยี)     | 0.129     | 0.192                |

### 4.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงาน และศึกษาผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันของบริษัท ในการวัดความสัมพันธ์ดังกล่าวจำเป็นต้องใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบบริดจ์ ซึ่งก่อนที่จะใช้เทคนิคดังกล่าวได้นั้น ผู้วิจัยจำเป็นต้องทดสอบสมมติฐานของการวิเคราะห์ความถดถอยเสียก่อน ทำให้ผลที่ได้จากการวิเคราะห์มีความถูกต้องแม่นยำ เพื่อให้ผลงานวิจัยมีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น โดยการทดสอบสมมติฐานมีดังต่อไปนี้

1. ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเท่ากับศูนย์
2. ค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า
3. ค่าคลาดเคลื่อนต้องมีการแจกแจงแบบปกติ
4. ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระจากกัน
5. ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกัน

#### 1. การตรวจสอบค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อน

การหาค่า  $a$  และ  $b$  โดยทำให้ผลบวกกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมีค่าต่ำสุด จะทำให้

$$\sum e_i = 0 \text{ ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อน} = E(e) = \frac{\sum e_i}{n} = \frac{0}{n} = 0 \text{ ดังนั้นเงื่อนไขข้อนี้จึงเป็นจริง}$$

เสมอทุกกรณี โดยที่  $a$  = ค่าที่ได้จากการประมาณค่าพารามิเตอร์ของค่าคงที่  $b$  = ค่าที่ได้จากการประมาณค่าพารามิเตอร์ของตัวแปรอิสระ และ  $e$  = ค่าความคลาดเคลื่อนจากการใช้ข้อมูลตัวอย่างในการประมาณค่าพารามิเตอร์

#### 2. การตรวจสอบค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อน

เป็นการทดสอบเพื่อพิจารณาว่ามีความแตกต่างของค่าแปรปรวนของประชากรทั้ง 2 กลุ่มหรือไม่ ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้ข้อมูลถูกแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ตามปีที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ปี 2548 และปี 2549 สถิติที่ใช้ในการทดสอบความแตกต่างดังกล่าวคือ Levene's Test โดยมีสมมติฐาน คือ

$$H_0 : \text{ค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนเท่ากัน}$$

$$H_1 : \text{ค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่เท่ากัน}$$

ผลการทดสอบจะพิจารณาได้จากค่า Levene และ ค่า p-value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0$  นั่นคือ ค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่เท่ากัน จากผลการทดสอบพบว่า ค่า Levene Statistic และ ค่า p-value เท่ากับ 0.385 และ 0.535

ตามลำดับ ซึ่งค่า p-value มากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด จึงยอมรับสมมติฐาน  $H_0$  นั่นคือ ค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนเท่ากัน ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย

### 3. ค่าคลาดเคลื่อนต้องมีการแจกแจงแบบปกติ

การตรวจสอบว่าค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่นั้น จะใช้สถิติทดสอบ Kolmogorov-Smirnov Test โดยมีสมมติฐาน คือ

$H_0$  : ค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงปกติ

$H_1$  : ค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงไม่ปกติ

ผลการทดสอบจะพิจารณาได้จากค่า Kolmogorov-Smirnov statistic และ ค่า p-value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0$  นั่นคือ ค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงไม่ปกติ จากผลการทดสอบพบว่า ค่า Kolmogorov-Smirnov statistic และ ค่า p-value เท่ากับ 0.153 และ 0.000 ตามลำดับ ซึ่งค่า p-value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด จึงยอมรับสมมติฐาน  $H_1$  นั่นคือ ค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงไม่ปกติ จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต (สุพล, 2549) พบว่าการแก้ไขปัญหาค่าคลาดเคลื่อนแจกแจงไม่ปกติจะสามารถทำได้โดยการเพิ่มจำนวนข้อมูลให้มากขึ้น และการแปลงข้อมูลตัวแปรตาม ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการใส่ค่า Logarithm ให้กับตัวแปรตามในขั้นตอนการวิเคราะห์ความถดถอย เพื่อใช้ในการแก้ปัญหาค่าคลาดเคลื่อนแจกแจงไม่ปกติโดยวิธีแปลงข้อมูลตัวแปรตาม

### 4. ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระจากกัน

การทดสอบว่าค่า  $e_i$  และ  $e_j$  เป็นอิสระกันหรือไม่ จะใช้สถิติทดสอบ Durbin-Watson โดยถ้าค่า Durbin-Watson มีค่าใกล้ 2 คือมีค่าในช่วง 1.5 ถึง 2.5 จะสรุปว่า  $e_i$  และ  $e_j$  เป็นอิสระกัน และจากผลการทดสอบพบว่า ค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 2.114 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกัน ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย

### 5. ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกัน

เงื่อนไขที่สำคัญมากในการวิเคราะห์ความถดถอย คือ ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระจากกัน แต่ในการศึกษาทางด้านสังคมศาสตร์มักจะเจอกับปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง หรือเรียกว่า พหุสัมพันธ์ (Multicollinearity) ทำให้การประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงพหุไม่ถูกต้อง การตรวจสอบเงื่อนไขนี้จะทำโดยการให้ตัวแปรอิสระตัวหนึ่งเป็นตัวแปรตาม ส่วนตัวแปรอิสระที่เหลือเป็นตัวแปรอิสระ ค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบ ประกอบด้วย ค่า VIF (Variance Inflation Factor) และ ค่า Tolerance ถ้าค่า VIF มากกว่า 10 และ Tolerance มีค่าใกล้ 0 แสดงว่าตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระที่เหลือ จากการตรวจสอบเงื่อนไขโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเชิงเส้น (Linear Multiple Regression) พบว่าค่า VIF และค่า Tolerance ปรากฏดังในตารางที่ 4.15

ตารางที่ 4.15 การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณเชิงเส้น

| ตัวแปร  | Tolerance | VIF     |
|---|-----------|---------|
| กลุ่มของโอกาสในการลงทุน                                 | 0.003     | 384.628 |
| สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ                              | 0.949     | 1.053   |
| สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร                           | 0.896     | 1.116   |
| ค่าตอบแทนของผู้บริหาร                                   | 0.529     | 1.890   |
| กลุ่มของโอกาสในการลงทุน x สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ    | 0.087     | 11.450  |
| กลุ่มของโอกาสในการลงทุน x สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร | 0.003     | 1.804   |
| กลุ่มของโอกาสในการลงทุน x ค่าตอบแทนของผู้บริหาร         | 0.554     | 332.991 |
| ขนาดกิจการ  | 0.447     | 2.237   |
| ระดับความเสี่ยง   | 0.758     | 1.319   |
| ผลการดำเนินงานงวดก่อน                                   | 0.889     | 1.125   |

จากตารางที่ 4.15 พบว่าตัวแปรกลุ่มของโอกาสในการลงทุน และ Interaction term ของกลุ่มของโอกาสในการลงทุน x สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ และกลุ่มของโอกาสในการลงทุน x ค่าตอบแทนของผู้บริหาร มีความสัมพันธ์กันเองในระดับที่สูงมากหากพิจารณาที่ค่า VIF เท่ากับ 384.628, 11.450 และ 332.991 ตามลำดับ จากผลดังกล่าวทำให้ไม่สามารถใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเชิงเส้นในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามได้ ผู้วิจัยจึงได้ทำการศึกษาวิธีการแก้ไขปัญหาดังกล่าวพบว่าเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบริดจ์ (Ridge Regression Analysis) สามารถใช้ประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงพหุกรณีที่เกิดพหุสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยไม่ต้องตัดตัวแปรอิสระออกจากตัวแบบ ซึ่งทำให้ค่าความคลาดเคลื่อนกำลังสองเฉลี่ยของสัมประสิทธิ์การถดถอยมีค่าต่ำกว่าวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (วรรัตน์, 2547) ซึ่งผลการศึกษาจากใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบริดจ์พบว่าค่า VIF (Variance Inflation Factor) เป็นดังนี้

ตารางที่ 4.16 การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบบริดจ์

| ตัวแปร  | VIF   |
|---|-------|
| กลุ่มของโอกาสในการลงทุน                               | 0.272 |
| สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ                            | 0.701 |
| สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร                         | 0.727 |
| ค่าตอบแทนของผู้บริหาร                                 | 0.841 |
| กลุ่มของโอกาสในการลงทุน*สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ    | 0.768 |
| กลุ่มของโอกาสในการลงทุน*สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร | 0.871 |
| กลุ่มของโอกาสในการลงทุน*ค่าตอบแทนของผู้บริหาร         | 0.342 |
| ขนาดกิจการ  | 0.877 |
| ระดับความเสี่ยง                                       | 0.756 |
| ผลการดำเนินงานงวดก่อน                                 | 0.734 |

จากตารางที่ 4.16 พบว่าค่า VIF มีค่าอยู่ระหว่าง 0 – 1 ทำให้สามารถแก้ไขปัญหาคอสัมพันธ์ โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบบริดจ์แทน ดังนั้นจึงเป็นไปตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอย

หลังจากตรวจสอบเงื่อนไขตรวจสอบเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยแล้ว จะนำข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรอธิบาย คือ กลุ่มของโอกาสในการลงทุน ตัวแปรกด ประกอบด้วย 1) สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ 2) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และ 3) ค่าตอบแทนของผู้บริหาร ตัวแปร Interaction term ประกอบด้วย 1) กลุ่มของโอกาสในการลงทุน x สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ 2) กลุ่มของโอกาสในการลงทุน x สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และ 3) กลุ่มของโอกาสในการลงทุน x ค่าตอบแทนของผู้บริหาร และตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย 1) ขนาดกิจการ 2) ระดับความเสี่ยง และ 3) ผลการดำเนินงานงวดก่อน มาประมวลผลเพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันของบริษัท โดยผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ดังกล่าวได้แสดงแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 ซึ่งปรากฏในตารางที่ 4.17 และ 4.18

ตารางที่ 4.17 ผลการประมาณค่าและค่าสถิติต่างๆจากสมการถดถอยเชิงพหุแบบบริดจ์

| Model   | R <sup>2</sup> | Adjusted R <sup>2</sup> | Root Mean Square Error | F Value | Sig. F Value | Durbin-Watson |
|---------|----------------|-------------------------|------------------------|---------|--------------|---------------|
| รวมปี   | 0.438          | 0.430                   | 0.1601                 | 54.929  | 0.000        | 2.114         |
| ปี 2548 | 0.385          | 0.366                   | 0.1882                 | 20.828  | 0.000        | 2.107         |
| ปี 2549 | 0.544          | 0.531                   | 0.1736                 | 42.922  | 0.000        | 2.146         |

จากตารางที่ 4.17 พบว่า ค่าสถิติทดสอบ F เป็นการทดสอบสมมติฐานที่ว่าตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญ ถ้ายอมรับสมมติฐานในขั้นนี้ ก็จะทำให้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบบริดจ์ในขั้นต่อไป แบบจำลองโดยรวมทั้งสามมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 จึงสามารถสรุปได้ว่าผลการดำเนินงานของบริษัทขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร และสำหรับค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่พิจารณาจากค่า Adj.  $R^2$  พบว่าตัวแปรอิสระในแบบจำลองรวมปี ปี 2548 และปี 2549 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันได้ 43.00% 36.60% และ 53.10% ตามลำดับ

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยแสดงอยู่ในตารางที่ 4.18 เมื่อพิจารณาระดับความเชื่อมั่นที่ 95% พบว่า ปี 2548 กลุ่มของโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันของบริษัท ส่วนตัวแปรกตมมีเพียงค่าตอบแทนของผู้บริหารเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน สำหรับ Interaction term ของกลุ่มของโอกาสในการลงทุน x ค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ส่วนตัวแปรควบคุมพบว่าผลการดำเนินงานงวดก่อนมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน

สำหรับผลการวิเคราะห์ข้อมูลปี 2549 พบว่ามีเพียงค่าตอบแทนของผู้บริหารเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน สำหรับตัวแปรควบคุมได้แก่ ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน และผลการดำเนินงานงวดก่อนมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน จึงทำให้เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลแบบรวมปี พบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน สำหรับตัวแปรควบคุมพบว่า ระดับความเสี่ยงมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ในขณะที่ผลการดำเนินงานงวดก่อนมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน จะเห็นได้ว่าเมื่อวิเคราะห์ข้อมูลแยกตามปีที่ศึกษาสะท้อนให้เห็นสภาพที่แท้จริงของแต่ละปีมากยิ่งขึ้น ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ให้ข้อสังเกตไว้ว่าปี 2549 เป็นปีที่ได้รับผลกระทบจากปัญหาทางด้านการเมืองและเศรษฐกิจส่งผลให้ข้อมูลปี 2549 อาจมิได้สะท้อนให้เห็นสภาพเหตุการณ์ปกติ ซึ่งผลการวิเคราะห์ข้อมูลจะกล่าวไว้ในรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 4.18 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยแบบพหุคูณระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปร

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1(IOS_{it}) + \beta_2(IND_{it}) + \beta_3(MOWN_{it}) + \beta_4(MREM_{it}) + \beta_5(IOS_{it} * IND_{it}) + \beta_6(IOS_{it} * MOWN_{it}) + \beta_7(IOS_{it} * MREM_{it}) + \beta_8(SIZE_{it}) + \beta_9(LEVERAGE_{it}) + \beta_{10}(ROE_{it-1}) + \epsilon_{it}$$

| ตัวแปร             | ทิศทาง<br>ความสัมพันธ์ที่<br>คาดหวัง | รวมปี (n=715)                  |                                |         | ปี 2548 (n=344) |                           |         | ปี 2549(n=371) |                           |         |
|--------------------|--------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|---------|-----------------|---------------------------|---------|----------------|---------------------------|---------|
|                    |                                      | ค่าสัมประสิทธิ์                | ค่าผิดพลาด                     | p-value | β               | ค่า<br>ผิดพลาด<br>มาตรฐาน | p-value | β              | ค่า<br>ผิดพลาด<br>มาตรฐาน | p-value |
|                    |                                      | สหสัมพันธ์<br>โดยประมาณ<br>(β) | มาตรฐาน<br>(Standard<br>Error) |         |                 |                           |         |                |                           |         |
| Constant           | N/A                                  | 0.4929                         | 0.0000                         | 0.000   | -0.2648         | 0.0000                    | 0.059   | -0.2322        | 0.0000                    | 0.000   |
| IOS                | -                                    | 0.0095                         | 0.0451                         | 0.187   | 0.0065          | 0.0301                    | 0.013** | 0.0085         | 0.0408                    | 0.645   |
| IND                | +                                    | -0.0548                        | -0.0271                        | 0.260   | 0.0097          | 0.0048                    | 0.694   | -0.0177        | -0.0048                   | 0.214   |
| MOMN               | +                                    | -0.0016                        | -0.0014                        | 0.959   | -0.0026         | -0.0021                   | 0.993   | 0.0021         | 0.0019                    | 0.956   |
| MREM               | +                                    | 0.0732                         | 0.1137                         | 0.001** | 0.0387          | 0.0591                    | 0.030** | 0.0383         | 0.0606                    | 0.007** |
| IOS*IND            | +                                    | 0.0038                         | 0.0063                         | 0.759   | 0.0157          | 0.0270                    | 0.294   | 0.0198         | 0.0326                    | 0.143   |
| IOS*MOWN           | +                                    | -0.0227                        | 0.0347                         | 0.365   | 0.0001          | 0.0001                    | 0.261   | 0.0001         | 0.0003                    | 0.528   |
| IOS*MREM           | +                                    | 0.0020                         | 0.0625                         | 0.096   | 0.0012          | 0.0353                    | 0.009** | 0.0014         | 0.0423                    | 0.887   |
| SIZE               | +                                    | 0.0087                         | 0.0285                         | 0.596   | 0.0097          | 0.0313                    | 0.533   | 0.0054         | 0.0181                    | 0.423   |
| LEV                | +                                    | -0.0093                        | -0.1493                        | 0.000** | -0.0009         | -0.0128                   | 0.816   | -0.0051        | -0.0892                   | 0.000** |
| ROE <sub>t-1</sub> | +                                    | 0.5137                         | 0.4700                         | 0.000** | 0.1993          | 0.1975                    | 0.000** | 0.2194         | 0.1826                    | 0.000** |

\*\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05



โดยที่

|                    |   |                                  |
|--------------------|---|----------------------------------|
| IOS                | = | กลุ่มของโอกาสในการลงทุน          |
| IND                | = | สัดส่วนกรรมการบริษัทที่เป็นอิสระ |
| MOWN               | = | สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร    |
| MREM               | = | ค่าตอบแทนของผู้บริหาร            |
| SIZE               | = | ขนาดกิจการ                       |
| LEV                | = | ระดับความเสี่ยง                  |
| ROE <sub>t-1</sub> | = | ผลการดำเนินงานงวดก่อน            |

### กลุ่มของโอกาสในการลงทุน

เป็นตัวแปรที่วัดจากค่า Factor score ของตัวแปรวัดโอกาสในการลงทุน ซึ่งประกอบไปด้วย 1) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ 2) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของผู้ถือหุ้น และ 3) อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ จากตารางที่ 4.18 ผลการทดสอบแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 พบว่ากลุ่มของโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.0095, 0.0065 และ 0.0085 ตามลำดับ ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่หากพิจารณาค่า p-value เท่ากับ 0.187, 0.013 และ 0.645 ตามลำดับ จะเห็นได้ว่ามีเพียงผลการทดสอบปี 2548 เท่านั้นที่ค่า p-value น้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 แสดงว่ากลุ่มของโอกาสในการลงทุนปี 2548 มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนผลการทดสอบแบบรวมปี และปี 2549 พบว่ากลุ่มของโอกาสในการลงทุนไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อาจเนื่องมาจากปี 2549 เป็นปีที่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยทางด้านการเมืองและเศรษฐกิจจนทำให้โอกาสในการลงทุนไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ดังนั้นเมื่อทำการทดสอบแบบรวมปีที่อิทธิพลของปี 2549 อาจมีมากกว่าปี 2548 ซึ่งพิจารณาจากค่า p-value ทำให้กลุ่มของโอกาสในการลงทุนแบบรวมปีไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิตินั่นเอง

### สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ

เป็นตัวแปรที่วัดจากจำนวนกรรมการที่เป็นอิสระหารด้วยจำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด ณ วันสิ้นปี จากผลการทดสอบแบบรวมปี และปี 2549 พบว่าสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.0548 และ -0.0177 ตามลำดับ แต่ผลการทดสอบปี 2548 กลับพบว่าสัดส่วนกรรมการดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.0097 ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปตามที่คาดไว้ แต่หากพิจารณาค่า p-value ของการ

ทดสอบแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 เท่ากับ 0.260, 0.694 และ 0.214 ตามลำดับ สะท้อนให้เห็นว่าสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

#### **สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร**

เป็นตัวแปรที่วัดจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ วันสิ้นปี จากผลการทดสอบแบบรวมปี และปี 2548 พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ -0.0016 และ -0.0026 ตามลำดับ แต่ผลการทดสอบปี 2549 กลับพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดดังกล่าว ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปตามที่คาดไว้ แต่หากพิจารณาค่า p-value ของการทดสอบแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 เท่ากับ 0.959, 0.993 และ 0.956 ตามลำดับ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

#### **ค่าตอบแทนของผู้บริหาร**

เป็นตัวแปรที่วัดจาก Logarithm ของค่าตอบแทนที่บริษัทจ่ายให้ผู้บริหารต่อคน ต่อปี ทั้งนี้ค่าตอบแทนไม่รวมถึงมูลค่าหุ้นและสิทธิซื้อหุ้นที่บริษัทมอบให้แก่ผู้บริหาร จากผลการทดสอบแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 พบว่าค่าตอบแทนดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และ p-value โดยแบบรวมปี เท่ากับ 0.0732 และ 0.001 ตามลำดับ ปี 2548 เท่ากับ 0.0387 และ 0.030 ตามลำดับ ส่วนปี 2549 เท่ากับ 0.0383 และ 0.007 ตามลำดับ ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปตามที่คาดไว้ สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในอัตราที่สูงมักจะมีผลการดำเนินงานที่ดี

#### **กลุ่มของโอกาสในการลงทุน\*สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ**

เป็นตัวแปรที่เกิดจากการคูณกันระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ จากผลการทดสอบแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 พบว่า Interaction term ดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ 0.0038, 0.0157 และ 0.0198 ตามลำดับ ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปตามที่คาดไว้ แต่หากพิจารณาค่า p-value เท่ากับ 0.759, 0.294 และ 0.143 ตามลำดับ สะท้อนให้เห็นว่าสัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

### กลุ่มของโอกาสในการลงทุน\*สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

เป็นตัวแปรที่เกิดจากการคูณกันระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร จากผลการทดสอบแบบรวมปี พบว่า Interaction term ดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ  $-0.0227$  ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามที่คาดไว้ แต่ผลการทดสอบปี 2548 และปี 2549 พบว่า Interaction term ดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ  $0.0001$  และ  $0.0001$  ตามลำดับ ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปตามที่คาดไว้ แต่หากพิจารณาค่า p-value ของการทดสอบแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 เท่ากับ  $0.365$ ,  $0.261$  และ  $0.528$  ตามลำดับ สะท้อนให้เห็นว่าสัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

### กลุ่มของโอกาสในการลงทุน\*ค่าตอบแทนของผู้บริหาร

เป็นตัวแปรที่เกิดจากการคูณกันระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับค่าตอบแทนของผู้บริหาร จากผลการทดสอบแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 พบว่า Interaction term ดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ  $0.0020$ ,  $0.0012$  และ  $0.0014$  ตามลำดับ แต่หากพิจารณาค่า p-value เท่ากับ  $0.096$ ,  $0.009$  และ  $0.887$  ตามลำดับ สะท้อนให้เห็นว่า Interaction term ดังกล่าวของการทดสอบปี 2548 มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าบริษัทที่จ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในอัตราที่สูงจะมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท แต่สำหรับ Interaction term ดังกล่าวของการทดสอบแบบรวมปี และปี 2549 ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจากผลการศึกษาปี 2548 สะท้อนให้เห็นว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารมีผลกระทบทำให้เกิดความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ดังนั้นบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนควรจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในระดับที่สูง เพื่อลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร

### ขนาดกิจการ

เป็นตัวแปรที่วัดจาก Logarithm ของยอดสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี จากผลการทดสอบแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 พบว่าขนาดกิจการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เท่ากับ  $0.0087$ ,  $0.0097$  และ  $0.0054$  ตามลำดับ แต่หากพิจารณาค่า p-value เท่ากับ  $0.596$ ,  $0.533$  และ  $0.423$  ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าขนาดกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

### ระดับความเสี่ยง

เป็นตัวแปรที่วัดจากเงินกู้ยืมระยะสั้นบวกด้วยเงินกู้ยืมระยะยาวหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น จากผลการทดสอบแบบรวมปี และปี 2549 พบว่าระดับความเสี่ยงมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และค่า p-value จากผลการทดสอบแบบรวมปี เท่ากับ -0.0093 และ 0.000 ตามลำดับ และปี 2549 เท่ากับ -0.0051 และ 0.000 ตามลำดับ แต่ผลการทดสอบปี 2548 พบว่าระดับความเสี่ยงไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และค่า p-value เท่ากับ -0.0009 และ 0.816 ตามลำดับ ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าวทั้งสามแบบจำลองไม่เป็นไปตามที่คาดไว้

### ผลการดำเนินงานงวดก่อน

เป็นตัวแปรที่วัดจากกำไรสุทธิหลังภาษีแต่ก่อนรายการพิเศษงวดก่อนหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นงวดงวดก่อน จากผลการทดสอบแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 พบว่าผลการดำเนินงานงวดก่อนมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และ p-value ของผลการทดสอบแบบรวมปี เท่ากับ 0.5137 และ 0.000 ตามลำดับ ปี 2548 เท่ากับ 0.1993 และ 0.000 ตามลำดับ และปี 2549 เท่ากับ 0.2194 และ 0.000 ตามลำดับ ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าวเป็นไปตามที่คาดไว้

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม และการทดสอบสมมติฐานแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 สามารถสรุปผลได้ตามตารางที่ 4.19

ตารางที่ 4.19 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

| สมมติฐาน  | ทิศทาง<br>ความสัมพันธ์<br>ที่คาดไว้ | ผลการทดสอบรวมปี         |                                | ผลการทดสอบปี 2548     |  | ผลการทดสอบปี 2549     |                                |
|---|-------------------------------------|-------------------------|--------------------------------|-----------------------|--|-----------------------|--------------------------------|
|   |                                     | ทิศทาง<br>ความสัมพันธ์  | สมมติฐาน                       | ทิศทาง                | สมมติฐาน   | ทิศทาง                | สมมติฐาน                       |
| 1.กลุ่มของโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงาน   | ทิศทางตรงกันข้าม<br>(-)             | ทิศทางเดียวกัน<br>(+)   | ปฏิเสธ H1<br>ไม่มีความสัมพันธ์ | ทิศทางเดียวกัน<br>(+) | ปฏิเสธ H1<br>มีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับทิศทางที่คาดไว้ | ทิศทางเดียวกัน<br>(+) | ปฏิเสธ H1<br>ไม่มีความสัมพันธ์ |
| 2.บริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระอยู่ในคณะกรรมการบริษัทสูงจะช่วยลดความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงาน | ทิศทางเดียวกัน<br>(+)               | ทิศทางเดียวกัน<br>(+)   | ปฏิเสธ H2<br>ไม่มีความสัมพันธ์ | ทิศทางเดียวกัน<br>(+) | ปฏิเสธ H2<br>ไม่มีความสัมพันธ์                       | ทิศทางเดียวกัน<br>(+) | ปฏิเสธ H2<br>ไม่มีความสัมพันธ์ |
| 3.บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในอัตราที่สูงจะช่วยลดความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงาน   | ทิศทางเดียวกัน<br>(+)               | ทิศทางตรงกันข้าม<br>(-) | ปฏิเสธ H3<br>ไม่มีความสัมพันธ์ | ทิศทางเดียวกัน<br>(+) | ปฏิเสธ H3<br>ไม่มีความสัมพันธ์                       | ทิศทางเดียวกัน<br>(+) | ปฏิเสธ H3<br>ไม่มีความสัมพันธ์ |
| 4.บริษัทที่จ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในอัตราที่สูงจะช่วยลดความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงาน      | ทิศทางเดียวกัน<br>(+)               | ทิศทางเดียวกัน<br>(+)   | ปฏิเสธ H4<br>ไม่มีความสัมพันธ์ | ทิศทางเดียวกัน<br>(+) | ยอมรับ H4<br>มีความสัมพันธ์                          | ทิศทางเดียวกัน<br>(+) | ปฏิเสธ H4<br>ไม่มีความสัมพันธ์ |

p-value < 0.05 = ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติจึงยอมรับสมมติฐาน

p-value > 0.05 = ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติจึงปฏิเสธสมมติฐาน

## บทสรุป อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาสองข้อ คือ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงาน และเพื่อศึกษาผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท

สำหรับรูปแบบงานวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ไม่รวมถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ และกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน เพราะไม่สามารถระบุกลุ่มอุตสาหกรรมได้ชัดเจน โดยบริษัทที่นำมาศึกษาจะพิจารณาความครบถ้วนของข้อมูลแบบแสดงข้อมูลประจำปี (56-1) ของปี 2549 และปี 2548 เมื่อพิจารณาประชากรเบื้องต้นพบว่ามีจำนวน 907<sup>10</sup> บริษัท แต่หลังจากตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน บริษัทที่ไม่มีรอบบัญชีเริ่มต้นวันที่ 1 มกราคม สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม และบริษัทที่มีข้อมูลสูงหรือต่ำกว่าปกติ (Outlier) มีจำนวนทั้งสิ้น 715 บริษัท หรือคิดเป็นร้อยละ 78.83 ของจำนวนบริษัททั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้โปรแกรม Statistical Package for the Social Science (SPSS for Windows) และโปรแกรม The SAS system for Windows สาเหตุที่ใช้สองโปรแกรมเนื่องจาก โปรแกรม SPSS ไม่สามารถแก้ไขปัญหาการสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระได้ ผู้วิจัยจึงได้นำโปรแกรม SAS มาใช้เพื่อแก้ปัญหาดังกล่าว ส่วนเทคนิคทางสถิติที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งนี้ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา เป็นการนำเสนอข้อมูลในรูปของตารางแจกแจงความถี่ ร้อยละ ค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุด ทั้งนี้เพื่อใช้อธิบายผลการวิจัยในเบื้องต้นเกี่ยวกับข้อมูลของกลุ่มตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ ส่วนสถิติเชิงอนุมานที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลในครั้งนี้ประกอบด้วย การวิเคราะห์ปัจจัย เพื่อจำแนกตัวแปรที่ใช้วัดกลุ่มของโอกาสในการลงทุน ซึ่งประกอบไปด้วย อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ และเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบบริดจ์ เพื่อใช้ในการอธิบายผลการวิจัย

---

<sup>10</sup> จำนวนรวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2548 เท่ากับ 435 บริษัท และในปี 2549 เท่ากับ 472 บริษัท รวมทั้งหมดเท่ากับ 907 บริษัท

เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ซึ่งผลการวิจัยสามารถสรุปและอภิปรายได้ดังนี้

### 5.1 อภิปรายผลการวิจัย

จากการเก็บรวบรวมข้อมูลและทำการวิเคราะห์โอกาสในการลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้อัตราส่วนต่าง ๆ ในการวัดโอกาสในการลงทุน ซึ่งประกอบไปด้วย 1) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ 2) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น และ 3) อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ ทั้งนี้เพื่อป้องกันอัตราส่วนทั้งสามเกิดความสัมพันธ์กันเอง หรือปัญหาพหุสัมพันธ์ในขั้นตอนของการวิเคราะห์ความถดถอย ผู้วิจัยจึงได้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ปัจจัยในการรวมอัตราส่วนทั้งสามไว้ในปัจจัยเดียวกันซึ่งเป็นตัวแทนในการวัดโอกาสในการลงทุนของแต่ละบริษัท โดยค่าที่ได้เรียกว่า Factor score ของกลุ่มของโอกาสในการลงทุน ถ้าค่าดังกล่าวมีค่ามากเท่าใดยิ่งสะท้อนให้เห็นโอกาสในการลงทุนตามเกณฑ์ราคาได้มากเท่านั้น เนื่องจาก Factor score ของกลุ่มของโอกาสในการลงทุนเป็นการเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าตลาดของกิจการที่นักลงทุนมองเห็นและสะท้อนออกมาในรูปของราคาหุ้นกับราคาตามบัญชีของกิจการ

การศึกษาในครั้งนี้พบว่าอัตราส่วนที่สามารถอธิบายโอกาสในการลงทุนของแต่ละบริษัท โดยเรียงจากมากไปหาน้อย ได้แก่ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ ตามลำดับ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยอื่น ๆ ในอดีตที่กล่าวว่าอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สามารถอธิบายโอกาสในการลงทุนได้มากกว่าอัตราส่วนอื่น ๆ เช่น Hutchinson and Gul (2004); Smith and Watts (1992) เป็นต้น

เมื่อวิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้นของโอกาสในการลงทุนพบว่าโอกาสในการลงทุนโดยเฉลี่ยของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมแตกต่างกันอย่างชัดเจน โดยกลุ่มทรัพยากรมีโอกาสในการลงทุนที่สูงกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ อย่างมาก เนื่องจากบริษัทในอุตสาหกรรมดังกล่าวมักจะเกี่ยวข้องกับพลังงานในรูปแบบต่าง ๆ ซึ่งหากพิจารณาแล้วในปัจจุบันพลังงานต่าง ๆ เป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้นจึงไม่แปลกที่อุตสาหกรรมดังกล่าวจะมีโอกาสในการลงทุนส่งผลให้มีการเจริญเติบโตสูงกว่าอุตสาหกรรมอื่น แต่เมื่อพิจารณาทุกอุตสาหกรรมพบว่า ปี 2548 โอกาสในการลงทุนโดยเฉลี่ยเท่ากับ 0.0074 แต่ในปี 2549 กลับพบว่าโอกาสในการลงทุนโดยเฉลี่ยเท่ากับ -0.007 สาเหตุเนื่องมาจาก ปี 2549 ได้รับผลกระทบจากการเมืองภายในประเทศซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจชะลอตัว นักลงทุนทั้งภายในและภายนอกประเทศต่างชะลอการลงทุนในโครงการขนาด

ใหญ่ อีกทั้งมาตรการสำรอง 30% ของธนาคารแห่งประเทศไทยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ จะส่งผลให้โอกาสในการลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยติดลบในที่สุด

การกำกับดูแลกิจการที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ประกอบด้วย 1) สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ 2) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร และ 3) ค่าตอบแทนที่จ่ายให้แก่ผู้บริหาร จากการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นพบว่าอุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระโดยเฉลี่ยสูงสุดได้แก่ กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มทรัพยากรเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่จึงให้ความสำคัญกับความโปร่งใสในระบบการบริหารงานและกระบวนการตรวจสอบโดยกรรมการอิสระ เพื่อสร้างภาพลักษณ์องค์กรให้มีความน่าเชื่อถือในสายตานักลงทุน นอกจากนี้บริษัทในอุตสาหกรรมดังกล่าวเป็นรัฐวิสาหกิจที่มีกระทรวงการคลังถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 50 จำเป็นต้องสร้างระบบธรรมาภิบาลเนื่องจากเป็นกิจการของรัฐ จึงให้ความสำคัญกับกระบวนการตรวจสอบโดยกรรมการที่เป็นอิสระ ส่วนกลุ่มธุรกิจการเงินมักจะมีหน่วยงานที่กำกับดูแลธุรกิจดังกล่าวอย่างใกล้ชิด เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย กรมประกันภัย เป็นต้น ทำให้กลุ่มธุรกิจการเงินมีสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระในระดับสูงนั่นเอง แต่หากพิจารณาทุกอุตสาหกรรมพบว่าปี 2548 และปี 2549 บริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนกรรมการอิสระโดยเฉลี่ย เท่ากับ 0.351 และ 0.354 เท่า ตามลำดับ ซึ่งเกินกว่าจำนวนที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้เพียงเล็กน้อย สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ยังไม่ค่อยให้ความสำคัญกับกลไกการตรวจสอบโดยกรรมการที่เป็นอิสระเท่าใดนัก เพียงแต่แต่งตั้งกรรมการดังกล่าวตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้เท่านั้น

สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารพบว่าปี 2548 และปี 2549 บริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารโดยเฉลี่ยเท่ากับ ร้อยละ 12.394 และ 13.672 ตามลำดับ หากพิจารณาสัดส่วนการถือหุ้นโดยเฉลี่ยจำแนกตามอุตสาหกรรมพบว่า อุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารสูงสุด คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และเมื่อพิจารณารายบริษัทพบว่า บริษัท ซีฮอर्स จำกัด(มหาชน) ที่อยู่ในอุตสาหกรรมดังกล่าวมีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารสูงถึง ร้อยละ 94.970 ซึ่งถือว่าเป็นธุรกิจแบบครอบครัวที่ผู้ถือหุ้นเป็นบุคคลกลุ่มเดียวกันกับผู้บริหาร และอุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนการถือหุ้นดังกล่าวในระดับต่ำสุด คือ กลุ่มทรัพยากร เนื่องจากเป็นบริษัทในกลุ่มดังกล่าวมักมีขนาดใหญ่จึงทำให้การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นอยู่ในระดับสูง

การกำกับดูแลตัวสุดท้ายที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ ค่าตอบแทนของผู้บริหาร พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินจ่ายค่าตอบแทนดังกล่าวโดยเฉลี่ยสูงกว่าอุตสาหกรรมอื่น และเมื่อพิจารณารายบริษัทพบว่าบริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ที่อยู่ในอุตสาหกรรมดังกล่าวมีการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารต่อคนสูงกว่า 33 ล้านบาท



ส่วนผลจากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบบริดจ์ซึ่งสรุปอยู่ในตารางที่ 5.1 โดยผู้วิจัยได้ทำการศึกษาไว้ 3 ลักษณะ คือ 1) วิเคราะห์ความถดถอยแบบรวมปี 2) วิเคราะห์ความถดถอยปี 2548 และ 3) วิเคราะห์ความถดถอยปี 2549 ซึ่งผลการวิเคราะห์มีดังนี้

#### 5.1.1 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอธิบายกับตัวแปรตาม

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันแบบรวมปีพบว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างไร้มีนัยสำคัญทางสถิติ อาจเนื่องมาจากการรวมข้อมูลทั้งสองปีที่มีความแตกต่างกันมาวิเคราะห์รวมกันทำให้ผลที่ได้จากการศึกษาไม่เป็นไปตามสภาพความเป็นจริง อีกทั้งอิทธิพลของปี 2549 มีมากกว่า ปี 2548 จึงทำให้ผลจากการทดสอบแบบรวมปีไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างตัวแปรดังกล่าว ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้ทำการทดสอบข้อมูลปี 2548 แยกจากปี 2549

โดยปี 2548 พบว่า กลุ่มของโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และงานวิจัยในต่างประเทศของ Hutchinson and Gul (2004) ที่พบว่ากลุ่มของโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเกิดจากปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น และปัญหากระจายการลงทุนที่ไม่เหมาะสม สาเหตุอาจเนื่องมาจากบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนใหญ่มีโครงสร้างธุรกิจแบบครอบครัว ดังนั้นผู้ถือหุ้นและผู้บริหารมักจะเป็นบุคคลกลุ่มเดียวกัน ทำให้ปัญหาที่เกิดจากการแยกการบริหารงานออกจากความเป็นเจ้าของจนส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันไม่เกิดขึ้นอย่างเช่นในต่างประเทศที่การบริหารถูกแยกออกจากความเป็นเจ้าของอย่างชัดเจนจนทำให้ผู้บริหารอาศัยช่องทางที่บริษัทมีโอกาสลงทุนในโครงการต่าง ๆ เพื่อแสวงหาผลประโยชน์ให้กับตนเองในรูปของการเรียกร้องค่าตอบแทนที่เพิ่มสูงขึ้น การลงทุนในโครงการที่บริษัทที่ตนเป็นเจ้าของได้รับผลประโยชน์โดยผลัดผลขาดทุนมาให้กับบริษัทที่ตนเป็นผู้บริหาร เป็นต้น ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Fama and Jensen (1983) ที่กล่าวว่าความสัมพันธ์ทางสายเลือดระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารสามารถลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนได้ นอกจากนี้ Fama and Jensen (1983) ยังกล่าวอีกว่าปัญหาตัวแทนระหว่างผู้บริหารระดับสูงกับผู้ถือหุ้นสามารถลดลงได้ถ้าผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารเป็นบุคคลกลุ่มเดียวกัน กล่าวคือ เมื่อความเป็นเจ้าของกับการบริหารถูกควบรวมกันจะทำให้ต้นทุนในการตรวจสอบการตัดสินใจของผู้บริหารโดยผู้ถือหุ้นภายนอกลดลงส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นในที่สุด

สำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยของข้อมูล ปี 2549 พบว่ากลุ่มของโอกาสในการลงทุนไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สาเหตุ

เนื่องมาจากสภาพเศรษฐกิจปี 2549 ทั้งจากภายในและภายนอกประเทศที่อยู่ในภาวะถดถอย และความแปรปรวนทางด้านการเมืองภายในประเทศทำให้บริษัทจดทะเบียนได้ชะลอการลงทุนในโครงการต่าง ๆ จึงทำให้ผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันที่ดีหรือไม่ดีนั้นมิได้เกิดจากโอกาสในการลงทุนของบริษัทแต่อย่างใด

#### 5.1.2 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรกอดกับตัวแปรตาม

การวิเคราะห์ความถดถอยแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 ให้ผลการวิเคราะห์ที่เหมือนกัน คือมีเพียงค่าตอบแทนของผู้บริหารเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในอัตราที่สูงจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันดีกว่าบริษัทที่มีการจ่ายค่าตอบแทนดังกล่าวในอัตราต่ำ สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต ได้แก่ Jensen and Murphy (1990); Taokao et. al. (2003); Smith and Watts (1982); และ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2548) ที่พบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งได้อธิบายผลดังกล่าวไว้ว่านโยบายการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารสามารถลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนได้ โดยการปรับผลประโยชน์ของผู้บริหารให้สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นมากยิ่งขึ้น

ส่วนตัวแปรกอดที่เหลือ ได้แก่ สัดส่วนกรรมการอิสระ และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร พบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งการวิเคราะห์ความถดถอยแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยในอดีตของ Fama and Jensen (1983) และ Hossain et. al. (2001) ที่พบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงาน อาจเนื่องมาจากกรรมการอิสระของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยไม่มีบทบาทและความเชี่ยวชาญทางด้านธุรกิจนั้น ๆ เพียงพอที่จะใช้ในการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร อีกทั้งกรรมการอิสระอาจไม่ได้มีความเป็นอิสระอย่างแท้จริง และสัดส่วนกรรมการดังกล่าวจัดตั้งขึ้นเพียงแค่นี้เป็นไปตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์เท่านั้นไม่ได้ก่อให้เกิดการถ่วงดุลอำนาจแต่อย่างใด จนส่งผลให้กลไกการตรวจสอบโดยกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในที่สุด

ส่วนตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งการวิเคราะห์ความถดถอยแบบรวมปี ปี 2548 และปี 2549 ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยในอดีตของ Jensen and Meckling (1976) และ Fama and Jensen (1983) ที่พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงาน อาจเกิดจาก 2 สาเหตุ คือ 1) ข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลที่ไม่สามารถเก็บสัดส่วนการถือหุ้นที่แท้จริงของผู้บริหารได้ ซึ่งผู้บริหารอาจจะมีการถือหุ้นทางอ้อมโดยผ่านบริษัทหรือบุคคลอื่น ๆ ที่นอกเหนือจากคู่สมรสและ

บุตร 2) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นปัจจัยภายนอกที่จะต้องได้รับการกระตุ้นจากปัจจัยภายในบริษัทจึงจะส่งผลต่อกิจการ ทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันโดยตรง ซึ่งแนวคิดดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Demsetz (1983) และ Demsetz and Lehn (1985) ที่ได้แย้งแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ที่กล่าวว่ามูลค่ากิจการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเนื่องจากสัดส่วนดังกล่าวสามารถลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนได้ โดย Demsetz and Lehn (1985) มองว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นปัจจัยภายนอกที่จะส่งผลกระทบต่อกิจการ ซึ่งระดับสัดส่วนการถือหุ้นดังกล่าวที่เหมาะสมจะขึ้นอยู่กับขนาดกิจการ และระดับความเสี่ยง และผลการศึกษาของ Demsetz and Lehn (1985) พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

### 5.1.3 ความสัมพันธ์ระหว่าง Interaction term กับตัวแปรตาม

จากการวิเคราะห์ความถดถอยปี 2548 ได้นำตัวแปรกดไปศึกษาร่วมกับกลุ่มของโอกาสในการลงทุนพบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารทำให้เกิดความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนจะมีผลการดำเนินงานที่ดีได้หากบริษัทดังกล่าวจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารในอัตราที่สูง สำหรับผลการวิเคราะห์ความถดถอยแบบรวมปีและปี 2549 พบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารไม่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากกลุ่มของโอกาสในการลงทุนของปี 2549 และแบบรวมปีไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันตั้งแต่แรก ทำให้เมื่อนำค่าตอบแทนของผู้บริหารมาศึกษาร่วมด้วยแล้วจึงไม่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานแต่อย่างใด ซึ่งผลการทดสอบปี 2548 สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และงานวิจัยในอดีต อาทิเช่น Hutchinson and Gul (2004) และ Jensen and Murphy (1990) ที่กล่าวว่าบริษัทที่จ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในอัตราที่สูงจะช่วยเปลี่ยนแปลงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท

ส่วนตัวแปรกดอื่น ๆ ไม่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันทั้งการวิเคราะห์แบบรวมปี และแบบแยกปี ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่ากลไกสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ และกลไกสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่สามารถช่วยให้บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นได้ ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากสัดส่วนกรรมการอิสระและสัดส่วนการถือหุ้นต่างไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ซึ่งสามารถแบ่งประเด็นได้ดังนี้ 1) บทบาท ความรู้ความสามารถรวมไปถึงความเชี่ยวชาญทางด้านธุรกิจนั้นๆ ของกรรมการอิสระไม่เพียงพอที่จะทำการตรวจสอบผู้บริหารได้

อีกทั้งกรรมการดังกล่าวไม่ได้มีความเป็นอิสระอย่างแท้จริง จึงทำให้ไม่สามารถวางดุลอำนาจได้

2) ไม่สามารถเก็บสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่แท้จริงได้ เนื่องจากผู้บริหารอาจจะมีการถือหุ้นทางอ้อมโดยผ่านบริษัทหรือบุคคลอื่นที่นอกเหนือจากคู่สมรสและบุตร และ 3) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นปัจจัยภายนอกที่จะต้องได้รับการกระตุ้นจากปัจจัยภายในบริษัทจึงจะส่งผลกระทบต่อกิจการ ทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันโดยตรง ดังนั้นเมื่อนำสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมาศึกษาร่วมกับกลุ่มของโอกาสในการลงทุนจึงไม่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันแต่อย่างใด

นอกจากตัวแปรอธิบายและตัวแปรทดที่ได้กล่าวถึงไปในข้างต้นที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันแล้ว ยังมีตัวแปรอื่นอีกที่มีผลต่อผลการดำเนินงานดังกล่าว จึงทำให้ต้องควบคุมตัวแปรดังกล่าวเพื่อผลที่ได้จากการศึกษาเกี่ยวกับตัวแปรอธิบายและตัวแปรทดมีความถูกต้องเหมาะสมมากยิ่งขึ้น ซึ่งตัวแปรดังกล่าวประกอบด้วยขนาดกิจการ ระดับความเสี่ยง และผลการดำเนินงานงวดก่อน จากการศึกษาแบบรวมปีพบว่าขนาดกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ส่วนระดับความเสี่ยงมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงาน ซึ่งตัวแปรควบคุมทั้งสองขัดแย้งกับงานวิจัยในอดีต และตัวแปรสุดท้ายผลการดำเนินงานงวดก่อนมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต สำหรับการศึกษาระดับปี โดยในปี 2548 พบว่า ขนาดกิจการและระดับความเสี่ยงไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ซึ่งตัวแปรควบคุมทั้งสองขัดแย้งกับงานวิจัยในอดีต และตัวแปรสุดท้ายผลการดำเนินงานงวดก่อนมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต ส่วนปี 2549 ได้ให้ผลการศึกษาเช่นเดียวกับการศึกษาแบบรวมปี

## 5.2 สรุปผลการวิจัย

จากการวิจัยในครั้งนี้สามารถสรุปผลการศึกษาที่มีความสัมพันธ์กันได้ 3 ประเด็นดังนี้

1. กลุ่มของโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สาเหตุอาจเนื่องมาจากบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนใหญ่มีโครงสร้างธุรกิจแบบครอบครัว ดังนั้นผู้ถือหุ้นและผู้บริหารมักจะเป็นบุคคลกลุ่มเดียวกัน ทำให้ปัญหาที่เกิดจากการแยกการบริหารงานออกจากความเป็นเจ้าของจนส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันไม่เกิดขึ้น ซึ่งแตกต่างจากสมมติฐานที่ตั้งไว้และงานวิจัยในต่างประเทศของ Hutchinson and Gul (2004) ที่พบว่ากลุ่มของ

โอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเกิดจากปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น และปัญหากระจายการลงทุนที่ไม่เหมาะสม

2. ค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับทิศทางที่คาดไว้ว่าบริษัทที่มีการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในอัตราที่สูงจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันดีกว่าบริษัทที่มีการจ่ายค่าตอบแทนดังกล่าวในอัตราต่ำ

3. ค่าตอบแทนของผู้บริหารทำให้เกิดความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนจะมีผลการดำเนินงานที่ดีได้หากบริษัทดังกล่าวจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารในอัตราที่สูง ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และงานวิจัยในอดีต อาทิเช่น Hutchinson and Gul (2004) และ Jensen and Murphy (1990)

### 5.3 ข้อจำกัดในงานวิจัย

1. การศึกษาในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ โดยทำการเก็บข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ สัดส่วนกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร และค่าตอบแทนของผู้บริหาร โดยจะถือว่าข้อมูลต่าง ๆ ที่เปิดเผยในรูปแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนได้จัดทำและนำเสนอไว้อย่างถูกต้องตามควร

2. การเก็บข้อมูลเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร จะไม่พิจารณาถึงการถือหุ้นทางอ้อมโดยผ่านบริษัทหรือบุคคลอื่นที่นอกเหนือจากคู่สมรสและบุตร แต่จะพิจารณาการถือหุ้นในบริษัทนั้น ๆ โดยตรงเท่านั้น เนื่องจากไม่สามารถเก็บข้อมูลการถือหุ้นทางอ้อมได้จากแหล่งข้อมูลที่มีอยู่

3. การเก็บข้อมูลเกี่ยวกับกลุ่มของโอกาสในการลงทุนโดยพิจารณาจากราคาหุ้น ณ วันสิ้นปี ซึ่งมาตรการ 30% ของธนาคารแห่งประเทศไทยส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น ณ วันสิ้นปี 2549 เป็นอย่างมากจนอาจทำให้ตัวแปรที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนของปี 2549 มิได้สะท้อนให้เห็นสภาพที่แท้จริงของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

4. สัดส่วนของกลุ่มตัวอย่างในแต่ละอุตสาหกรรมที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ไม่ได้เป็นไปตามสัดส่วนของประชากร เนื่องจากบริษัทดังกล่าวมีข้อมูลไม่ครบถ้วนจึงถูกตัดออกจากกลุ่มตัวอย่าง ทำให้กลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลครบถ้วนไม่เป็นไปตามสัดส่วนของประชากรในแต่ละอุตสาหกรรม

## 5.4 ข้อเสนอแนะ

ผลจากการศึกษาในครั้งนี้ ทำให้ได้ข้อเสนอแนะที่สามารถนำไปทำให้เป็นประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียนและหน่วยงานกำกับดูแลกิจการเกี่ยวกับการกำกับดูแลเพื่อสร้างความปลอดภัยในการบริหารงานของผู้บริหารมากยิ่งขึ้น ดังนี้

### 1. หน่วยงานกำกับดูแล

จากผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรให้ความสำคัญกับบทบาทและหน้าที่ของกรรมการอิสระมากกว่าที่จะแต่งตั้งกรรมการดังกล่าวเพื่อเป็นไปตามเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด และการแต่งตั้งกรรมการอิสระควรมีการสรรหาบุคคลที่มีความรู้ความสามารถเกี่ยวกับธุรกิจนั้น ๆ อย่างแท้จริงเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียเป็นสำคัญ และการกำหนดจำนวนกรรมการอิสระควรคำนึงถึงจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท เพื่อให้กรรมการอิสระสามารถถ่วงดุลอำนาจและปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะการตรวจสอบผู้บริหารในเรื่องต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้น

### 2. บริษัทจดทะเบียน

จากผลการศึกษาพบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนควรสร้างนโยบายการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารโดยเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานเพื่อการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ผลการศึกษายังพบอีกว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนที่มีโอกาสในการลงทุนควรที่จะจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในอัตราที่สูงเพื่อจูงใจให้ผู้บริหารสร้างผลประกอบการให้สูงมากยิ่งขึ้น

### 3. นักลงทุนและผู้ใช้งบการเงินอื่น ๆ

จากผลการศึกษาพบว่ากลุ่มของโอกาสในการลงทุนที่วัดตามเกณฑ์ราคามีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ดังนั้นนักลงทุนและผู้ใช้งบการเงินสามารถนำตัวแปรที่ใช้ในการวัดโอกาสในการลงทุนเพื่อพิจารณาร่วมกับปัจจัยชนิดอื่นในการประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อใช้ในการตัดสินใจลงทุน นอกเหนือไปจากปัจจัยอื่นที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจ

## 5.5 งานวิจัยในอนาคต

1. ผู้สนใจอาจทำการเปลี่ยนแปลงเกณฑ์ที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนนอกเหนือจากเกณฑ์ราคาที่ได้ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เช่น เกณฑ์การลงทุน การวัดความแปรปรวน เป็นต้น ซึ่งอาจได้ผลการวิจัยที่แตกต่างกันออกไป

2. ผู้สนใจอาจนำกลไกการกำกับดูแลกิจการที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานมาศึกษาเพิ่มเติม เช่น จำนวนของคณะกรรมการบริษัท การรวมตำแหน่งของประธานกรรมการ และการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ เป็นต้น ซึ่งผลที่ได้จากการวิจัยอาจมีความแตกต่างกันออกไป

3. ผู้สนใจอาจนำตัวแปรอื่น ๆ ที่จะทำให้อาณาเขตการกำกับดูแลกิจการสามารถนำมาใช้ได้ อย่างมีประสิทธิภาพนอกเหนือจากโอกาสในการลงทุนที่ได้ใช้ในการศึกษาคั้งนี้ เช่น กระแสเงินสดอิสระ กระจายการลงทุน และโครงสร้างเงินทุน เป็นต้น ซึ่งอาจได้ผลการวิจัยที่แตกต่างกันออกไป

4. ผู้สนใจอาจเปลี่ยนการวัดค่าตัวแปรตามจากผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันไปเป็นผลการดำเนินงานถัดไป 2 – 3 งวด ซึ่งอาจได้ผลการวิจัยที่แตกต่างกันออกไป



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

- กัลยา วานิชย์บัญชา. การวิเคราะห์สถิติขั้นสูงด้วย SPSS for Window. กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2546.
- กัลยา วานิชย์บัญชา. การวิเคราะห์สถิติเพื่อธุรกิจ : สถิติเพื่อการตัดสินใจทางธุรกิจ. พิมพ์ครั้งที่ 6. กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2545.
- กาญจนา ตั้งภาภรณ์. ประสิทธิผลของคณะกรรมการบริษัทที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, ภาควิชาเศรษฐศาสตร์บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2542.
- กิตติชัย สถิตมันวิวัฒน์. ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีใช้สถาบันการเงิน. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ข้อมูลค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนปี 2548. Available from: <http://www.set.or.th/> [2007, May 20]
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. นโยบายเรื่องข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียนปี 2541. Available from: <http://www.set.or.th/> [2007, Jan 17]
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. หลักการกำกับดูแลกิจการ. กรุงเทพมหานคร : บุญศิริการพิมพ์, 2544.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี. Available from: <http://www.set.or.th/th/regulation/corporate/files/CG15-THAI.PDF> [2007, Feb 3]
- ทรงเดช ประดิษฐ์สมานนท์. บทเรียนจากเอ็นร่อน. วารสารนักบัญชี (ธันวาคม 2544 – มีนาคม 2545): 46-55.
- ทองทิพภา วิริยะพันธุ์. ผู้บริหารยุคบรรษัทภิบาล. กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์อินฟอร์มีเดีย บัคส์, 2545
- ธันยากร ต้นชลจันทร์. การเปรียบเทียบการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยพหุคูณโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด, วิธีวิธีดัจรีเกรสชันและวิธีที่ใช้หลักการของริดจ์และสไตน์ในกรณีที่เกิดพหุสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, ภาควิชาสถิติ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2539



- ผกา มาศ เชื้ออุดม. ผลกระทบของขนาดของคณะกรรมการ องค์ประกอบของคณะกรรมการ และ การถือหุ้นของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, ภาควิชาการธนาคารและการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2543
- พัชชา สีสวรรณ. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, ภาควิชาการธนาคารและการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์ มหาวิทยาลัย, 2543
- วรภัทร ไตธนะเกษม. การสร้าง Good Governance ในภาคเอกชน. วารสารนักบัญชี. (เมษายน – กรกฎาคม 2541): 7 – 14.
- วันชัย อริยพุทธิพงศ์. ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารกับผล ประกอบการของธนาคารไทย. วารสารนักบริหาร. (2545): 69-75.
- ศิริพันธุ์ แซ่ซ่ง. ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดปลอดภัย ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, ภาควิชาการบัญชี คณะ พาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2549.
- สันติ ธีรพัฒน์ และวิมลพร หาญวงศ์. การกระจายการลงทุนของบริษัทไทยและปัญหาตัวแทน. วารสารพัฒนบริหารศาสตร์ 43 (2/2546): 61-89.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. การเสริมสร้าง Good Corporate Governance ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย. กรุงเทพมหานคร : สำนักงาน คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2545.

### ภาษาอังกฤษ

- Aggarwal, R.K.; and Samwick, A.A. The other side of the trade-off: the impact of risk on executive compensation. Journal of Political Economy 107, 1 (1999): 65– 106.
- Agrawal, A.; and Knoeber, C.R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. Journal of Financial and Quantitative Analysis 31, 3 (1996): 377– 397.
- Alexander, Dehaene; Veerle De Vuyst ; and Hubert Ooghe. Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies. Long Range Planning 34 (2001): 383-398.

- Anderson, D.; Francis, J.R.; and Stokes, D.J. Auditing directorship and the demand for monitoring. Journal of Accounting and Public Policy 12 (1993): 353– 375.
- Anderson, K. L.; Deli, D. N.; and Gillan, S. L. Boards of Directors, Audit Committees, and the Information Content of Earnings. Working Paper Series (2003):1-38.
- Angbazo, L.; and Narayanan, R. Top Management Compensation and the Structure of the Board of Directors in Commercial Banks. European Finance Review (1997): 239-259.
- Baber, W.R.; Janakiraman, S.N.; and Kang, S.H. Investment opportunities and the structure of executive compensation. Journal of Accounting and Economics 21, 4 (1996): 297–318.
- Beasley, M. S. An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. The Accounting Review 71, 4 (1996): 443–465.
- Beasley, M. S.; Carcello, J. V.; Hermanson, D. R.; and Lapides, P. D. 2000. Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms. Accounting Horizons 75 (December): 441–454.
- Bloom, M.; and Milkovich, G.T. Relationships among risk, incentive pay, and organizational performance. Academy of Management 41, 3 (1998): 283–296.
- Chen, Zhilan; Cheung, Yan-Leung; Stouraitis, Aris; and Wong Anita W.S. Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. Pacific-Basin Finance Journal 13 (2005): 431– 449.
- Chung, K.; Charoenwong, C. Investment options assets in place and the risk of stocks. Financial Management 20 (1991): 21-33.
- Collins, M.C.; Blackwell, D.W.; Sinkey Jr.; and J.F. The relationship between corporate compensation policies and investment opportunities: empirical evidence for large bank holding companies. Financial Management 24, 3 (1995): 40– 53.
- Canyon, M.J.; Peck, S.I. Board control, remuneration committees, and top management compensation. Academy of Management Journal 41, 2 (1998): 146–157.
- Core, J.E.; Holthausen, R.W.; and Larker, D.F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. Journal of Financial Economics 51 (1999): 371–406.

- Dalton, D.R.; Dailey, C.M.; Ellstrand, A.E.; and Johnson, J.L. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. Strategic Management Journal 19, 3 (1998): 269–290.
- Dhaliwal, D.S.; Heninger, W.G.; and Hughes II, K.E. The investment opportunity set and capitalization versus expensing methods of accounting choice. Accounting and Finance 39, 2 (1999): 155–176.
- Fama, E. Agency problems and the theory of the firm. Journal of Political Economy 88 (1980): 288-307.
- Fama, E.; Jensen, M. Agency problems and residual claims. Journal of Law and Economics 26 (1983): 301-325.
- Gaver, J.; and Gaver, K. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. Journal of Accounting and Economics 16 (1993): 125–160.
- Gomez-Mejia, L.R.; and Balkin, D.B. Compensation, Organizational Strategy and Firm Performance. Southwestern Publishing, Cincinnati. (1992)
- Gul, F. A. Government share ownership, investment opportunity set and corporate policy choice in china. Pacific-Basin Finance Journal 7 (1999): 157-172.
- Gul, F.A.; and Tsui, J. A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses: evidence from audit pricing. Journal of Accounting and Economics 24, 2 (Dec. 1998): 219– 237
- Gul, F.A.; Lynn, S.; and Tsui, J. Audit quality, management ownership and the informativeness of accounting earnings. Journal of Accounting, Auditing and Finance 17, 1 (2002): 25–49.
- Hermalin, B. E.; and Weisbach, M. B. The effect of board composition and direct incentive on firm performance. Financial Management 20 (1991): 101-112.
- Ho, S. M.; Lam, C. K.; and Sami Heibatollah. The investment opportunity set, director ownership and corporate policies: evidence from an emerging market. Journal of Corporate Finance 10 (2004): 383-408.
- Hossain, M.; Cahan, S.F.; and Adams, M.B. The investment opportunity set and the voluntary use of outside directors: New Zealand evidence. Accounting and Business Research 30, 4 (2000): 263– 273.

- Hossain, M.; Prevost, A.K.; and Rao, R.P. Corporate governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance. Pacific-Basin Finance Journal 9 (2001): 119-145.
- Hutchinson, M.; and Gul F. Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance. Journal of Corporate Finance 10 (2004): 595-614.
- Hutchinson, M.; and Gul, F. A. The effect of executive share options and investment opportunities on firms' accounting performance: some Australian evidence. The British Accounting Review 38 (2006): 277-297.
- Hunt, H.G. Potential determinants of corporate inventory accounting decisions. Journal of Accounting Research 23 (1985): 448-467.
- Jensen, Micheal, C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeover. American Economic Review 76 (1986): 323-329.
- Jensen, M.C.; and Meckling, W.H. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics 3, 4 (1976): 305-360.
- Jensen, M. C.; and Murphy, K. J. Performance pay and top management incentives. Journal of Political Economy 98 (1990): 225-264.
- Kallapur, S.; Trombley, M.A. The association between investment opportunity set proxies and realized growth. Journal of Business Finance and Accounting 26 (1999): 505-519.
- Kato, T.; and Long, C. Executive Compensation, Firm Performance, and Ownership Structure: An Empirical Study of Listed Firm in China (October 2004): 1-44.
- Kester, W.C. Today's options for tomorrow's growth. Harvard Business Review (March-April 1984): 153-160.
- Klein, A. Audit Committee, board of director characteristics, and earnings management. Journal of Accounting and Economics 33 (2002): 375-400.
- Kren, L.; and Kerr, J.K. The effect of outside directors and board shareholdings on the relation between chief executive compensation and firm performance. Accounting and Business Research 27, 4 (1997): 297-309.
- Lewellen, W. G. A pure financial rationale for the conglomerate merger. Journal of Finance 26 (1971): 521-537.

- Myers, S. C. Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics 5 (1977): 147-175.
- Morck, Randall; Andrei Shleifer; and Robert W. Vishny. Management ownership and market valuation : An empirical analysis. Journal of Financial Economics 20 (1988): 293-315.
- Rediker, K.; and Seth, A. Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. Strategic Management Journal 16, 2 (1995): 85–99.
- Shleifer, Andrei; and Robert Vishny. Managerial entrenchment: The case of manager-specific investment. Journal of Financial Economics 25 (1989): 123-139.
- Skinner, D. The investment opportunity set and accounting procedure choice. Journal of Accounting and Economics 16 (1993): 407– 445.
- Singh, H.; and Harianto, F. Management– board relationships, takeover risk and adoption of golden parachutes. Academy of Management Journal 32 (1989): 7– 24.
- Smith, C.; and Watts, R. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. Journal of Financial Economics 32 (1992): 509– 522.
- Tosi, H.L.; Katz, J.P.; and Gomez, M.L. Disaggregating the agency contract: the effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making. Academy of Management Journal 40, 3 (1997): 584– 602.
- Vafeas, N. Board structure and the informativeness of earnings. Journal of Accounting and Public Policy 19 (2000): 139-160.
- Varrecchia, R.E. Managerial discretion in the choice among financial reporting alternatives. Journal of Accounting and Economics 9 (1986): 175– 196.
- Weir, C. Corporate governance, performance, and take-overs: an empirical analysis of UK mergers. Applied Economics 29 (1997): 1465– 1475.
- Weisbach, M. Outside directors and CEO turnover. Journal of Financial Economics (January-March 1988): 431– 460.
- Xie, B.; Davidaon, W. N.; and DaDalt, P. J. Earnings Management and Corporate Governance : The Role of Board and the Audit Committee. Journal of Corporate Finance 9, 3 (2003): 295-316.



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## FACTOR ANALYSIS

Factor Analysis หรือ การวิเคราะห์ปัจจัย หรือบางครั้งเรียกว่าการวิเคราะห์ตัวประกอบ เป็นเทคนิคที่จะจับกลุ่มหรือรวมตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันไว้ในกลุ่มหรือ Factor เดียวกัน ตัวแปรที่อยู่ใน Factor เดียวกันจะมีความสัมพันธ์กันมาก โดยความสัมพันธ์นั้นอาจจะเป็นในทิศทางบวก (ไปในทางเดียวกัน) หรือทิศทางลบ (ไปในทางตรงกันข้าม) ก็ได้ ส่วนตัวแปรที่อยู่คนละ Factor จะไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือมีความสัมพันธ์กันน้อยมาก (กัลยา, 2546)

### วัตถุประสงค์ของเทคนิคการวิเคราะห์ตัวประกอบ มีดังนี้

1. เพื่อลดจำนวนตัวแปร โดยรวมตัวแปรหลาย ๆ ตัวให้อยู่ในกลุ่ม หรือปัจจัย (Factor) เดียวกัน โดยที่จำนวนปัจจัยจะน้อยกว่าจำนวนตัวแปร โดยการนำตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันไว้ในปัจจัยเดียวกัน
2. เพื่อตรวจสอบความถูกต้อง (Confirmatory) ในงานวิจัยบางเรื่อง ผู้วิจัยต้องกำหนดความสำคัญหรือนำหนักให้กับตัวแปร ซึ่งกรณีที่ผู้วิจัยกำหนดน้ำหนักให้กับตัวแปรเองอาจจะไม่ถูกต้อง ดังนั้นผู้วิจัยสามารถใช้เทคนิค Factor Analysis ในการตรวจสอบความถูกต้องของน้ำหนักดังกล่าวได้

### ประโยชน์ของเทคนิค Factor Analysis มีดังนี้

1. ลดจำนวนตัวแปร โดยการรวมตัวแปรหลาย ๆ ตัวให้อยู่ในปัจจัยเดียวกัน โดยถือว่าปัจจัยใหม่ที่สร้างขึ้นเป็นตัวแปรใหม่ ที่สามารถหาค่าของปัจจัยที่สร้างขึ้นได้ เรียกว่า Factor Score จึงสามารถนำปัจจัยดังกล่าวไปเป็นตัวแปรสำหรับการวิเคราะห์ทางสถิติต่อไป เช่น
  - 1.1 การวิเคราะห์ความถดถอย และสหสัมพันธ์ (Regression and Correlation Analysis)
  - 1.2 การวิเคราะห์ความแปรปรวน (ANOVA)
  - 1.3 การทดสอบสมมติฐาน t-test, Z-test
  - 1.4 การวิเคราะห์จำแนกกลุ่ม (Discriminant Analysis) เป็น
2. ใช้ในการแก้ปัญหาตัวแปรอิสระของเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยที่มีความสัมพันธ์กัน (Multicollinearity<sup>1</sup>) โดยการรวมตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กันไว้ด้วยกัน โดย

<sup>1</sup> Multicollinearity เกิดขึ้นเนื่องจากข้อกำหนดในการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณระบุว่าตัวแปรอิสระจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน แต่ในทางปฏิบัติจะพบว่าตัวแปรอิสระมักจะมีมีความสัมพันธ์กันเอง ซึ่งจะทำให้ผลลัพธ์ของการวิเคราะห์ความถดถอยผิดพลาดได้

การสร้างเป็นตัวแปรใหม่ หรือเรียกว่าปัจจัย โดยใช้เทคนิค Factor Analysis แล้วนำปัจจัยดังกล่าวไปเป็นตัวแปรอิสระในการวิเคราะห์ความถดถอยต่อไป เนื่องจากปัจจัยดังกล่าวจะไม่มีความสัมพันธ์กัน จึงเป็นการแก้ปัญหา Multicollinearity

3. ทำให้เห็นโครงสร้างความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ศึกษา เนื่องจากเทคนิค Factor Analysis จะหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation) ของตัวแปรทีละคู่แล้วรวมตัวแปรที่สัมพันธ์กันมากไว้ในปัจจัยเดียวกัน จึงสามารถวิเคราะห์ถึงโครงสร้างที่แสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ที่อยู่ในปัจจัยเดียวกันได้

4. ทำให้สามารถอธิบายความหมายของแต่ละปัจจัยได้ ตามความหมายของตัวแปรต่าง ๆ ที่อยู่ในปัจจัยนั้น ทำให้สามารถนำไปใช้ในการวางแผนได้

### ขั้นตอนการวิเคราะห์ของเทคนิค Factor Analysis ประกอบด้วย 4 ขั้นตอน ดังนี้

1. การตรวจสอบว่าตัวแปรต่าง ๆ มีความสัมพันธ์กันหรือไม่ ถ้าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันมาก หรือมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญจะสามารถใช้เทคนิค Factor Analysis ได้ ถ้าตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือมีความสัมพันธ์กันน้อย ไม่ควรใช้เทคนิค Factor Analysis

2. การสกัดปัจจัย (Factor Extraction) มีวัตถุประสงค์เพื่อ หาจำนวน Factor ที่สามารถใช้แทนตัวแปรทั้งหมดทุกตัวได้ หรือเป็นการดึงรายละเอียดจากตัวแปรมาไว้ใน Factor วิธีในการสกัดปัจจัยสามารถแบ่งออกเป็น 2 วิธีใหญ่ คือ

2.1 Principal Component Analysis (PCA) เป็นเทคนิคที่มีวัตถุประสงค์ที่จะนำรายละเอียดของตัวแปรที่มีจำนวนตัวแปรมาก ๆ มาไว้ในปัจจัยที่มีเพียงไม่กี่ปัจจัย โดยจะพิจารณาจากรายละเอียดทั้งหมดจากแต่ละตัวแปร

2.2 Common Factor Analysis (CFA) เป็นเทคนิคที่มีวัตถุประสงค์เหมือนเทคนิค PCA คือจะสร้าง Factor เพื่อลดจำนวนตัวแปร แต่หลักเกณฑ์ของ CFA จะพยายามทำให้ค่าแปรปรวนเฉพาะส่วนของ Common Factor มากที่สุด โดยไม่พิจารณาถึงค่า Unique Factor (ค่า error จากการประมาณค่าปัจจัย หรือค่า Factor นั้นเอง) ซึ่งในการศึกษาคั้งนี้จะใช้การสกัดปัจจัยวิธี Common Factor Analysis ในการแยกบริษัทที่ไม่มีโอกาสในการเจริญเติบโต ออกจากบริษัทที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตนั่นเอง

3. การหมุนแกนปัจจัย (Factor Rotation) มีวัตถุประสงค์ของการหมุนแกนปัจจัยเพื่อ จัดกลุ่มตัวแปรให้อยู่ใน Factor ที่เหมาะสม

4. การคำนวณค่า Factor Score เมื่อสามารถจัดตัวแปรที่มีอยู่จำนวนมากเหลือเป็นกลุ่มตัวแปรไม่กี่กลุ่ม สามารถคำนวณหาค่า Factor Score ของแต่ละ case ได้ เช่น ถ้ามี 2 factor ก็



สามารถคำนวณหาค่า Factor score ของทั้ง 2 factor ได้ และถือว่าทั้ง 2 factor เป็นตัวแปรใหม่ที่นำไปวิเคราะห์ต่อไปได้

### ความหมายของค่าผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ปัจจัย (Factor Analysis)

Communality เป็นค่าสัดส่วนของค่าแปรปรวนของตัวแปรที่สามารถอธิบายได้โดย Common Factor (Factor ทั้งหมด :  $F_1, F_2, \dots, F_m$ ) หรือคือค่า (Multiple Correlation) ของตัวแปร กับ Factor โดยที่  $0 \leq \text{Communality} \leq 1$  ถ้า Communality = 0 แสดงว่า common factor ไม่สามารถอธิบายความผันแปร (ค่าแปรปรวน) ของตัวแปร แต่ถ้าค่า Communality = 1 แสดงว่า common factor สามารถอธิบายความผันแปรได้ทั้งหมด

Eigenvalues หมายถึง ค่าความผันแปร หรือความแปรปรวนทั้งหมดในตัวแปรเดิมที่สามารถอธิบายได้ โดย Factor หรือ Eigenvalue คือ ผลบวกค่าของ Factor loading<sup>2</sup> ยกกำลังสองของแต่ละตัวแปรใน Factor หนึ่ง ๆ โดยค่า Eigenvalue จะมีค่าต่ำสุดเป็น 0 และสูงสุดเท่ากับจำนวนตัวแปร กรณีที่ Factor ใดมีค่า Eigenvalue เป็น 0 แสดงว่า Factor นั้นไม่สามารถดึงรายละเอียดของข้อมูลจากตัวแปรได้เลย และ Factor ใดถ้ามีค่า Eigenvalue น้อยกว่า 1 แสดงว่า Factor นั้นมีรายละเอียดของข้อมูลน้อยกว่าตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งเพียงตัวเดียว

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

<sup>2</sup> Factor loading คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (R) เนื่องจากตัวแปร (X) ได้ถูกปรับให้มีค่าเฉลี่ยเป็นศูนย์ และมีค่าแปรปรวนเป็น 1 (Standardized) เป็น  $Z_j$  เนื่องจากตัวแปรแต่ละตัวมีหน่วยที่แตกต่างกัน ซึ่งทำให้ค่า Factor loading มีค่าระหว่าง -1 ถึง +1 ค่า Factor loading จะใช้ในการพิจารณาว่าตัวแปรแต่ละตัวอยู่ใน Factor ใด

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ เกิดวันที่ 10 พฤษภาคม พ.ศ. 2525 ที่จังหวัดสงขลา สำเร็จ การศึกษาระดับปริญญาตรีบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี เกียรตินิยมอันดับ 1 คณะ บริหารธุรกิจ สถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตภาคใต้ จังหวัดสงขลา (ปัจจุบัน คือ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลศรีวิชัย) ในปีการศึกษา 2546 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรบัญชี มหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เมื่อ ปีการศึกษา 2548



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย