

สภาพเศรษฐกิจ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท



นายอุดม ตีलगานันท์

ศูนย์วิทยพัทยากร

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน


คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2547

ISBN 974-17-5927-4

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ECONOMIC CONDITIONS, MAJOR SHAREHOLDERS AND THE RELATION BETWEEN CORPORATE  
GOVERNANCE AND FIRM PERFORMANCE



Mr. Udom Tilkanan

ศูนย์วิทยทรัพยากร

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Science in Finance

Department of Banking and Finance

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

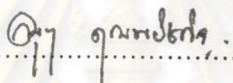
Academic Year 2004

ISBN 974-17-5927-4

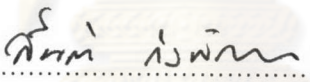
หัวข้อวิทยานิพนธ์	สภาพเศรษฐกิจ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และความสัมพันธ์ระหว่าง ธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท
โดย	นายอุดม ติลกานันท์
สาขาวิชา	การเงิน
อาจารย์ที่ปรึกษา	อาจารย์ ดร. รัชชัย ศีลาเจริญ

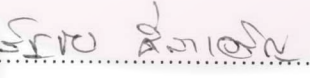
---


คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัย  
ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโท

  
.....คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ดนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

  
.....ประธานกรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ ดร. สันติ กิระพัฒน์)

  
.....อาจารย์ที่ปรึกษา  
(อาจารย์ ดร. รัชชัย ศีลาเจริญ)

  
.....กรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พรอนงค์ บุชราตระกูล)

ศูนย์วิจัยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

อุดม ตีลาภานันท์ : สภาพเศรษฐกิจ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และ ผลประกอบการของบริษัท. (ECONOMIC CONDITIONS, MAJOR SHAREHOLDERS AND THE RELATION BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM PERFORMANCE)  
อ. ที่ปรึกษา: อ.ดร.รัฐชัย ศีลาเจริญ, 72 หน้า. ISBN 974-17-5927-4.

งานวิจัยชิ้นนี้มีจุดประสงค์เพื่อทำการศึกษาถึงผลกระทบของธรรมาภิบาลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และศึกษาว่าสภาพเศรษฐกิจและการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างไร โดยวัดผลการดำเนินงานจากอัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์ และTobin's Q กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2541-2545 และทำการศึกษาโดยใช้ Two-stage least squares ในการวิเคราะห์ข้อมูล

จากผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอิทธิพลในทางบวกต่อผลการดำเนินงานเฉพาะเมื่อใช้สัดส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงานเท่านั้น ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีอิทธิพลต่อผลประกอบการของบริษัท แสดงว่าไม่พบหลักฐานการถ่ายเทความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดระหว่างบริษัทในเครือ สัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน สัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานเมื่อใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน แต่กลับมีอิทธิพลเป็นบวกเมื่อวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q และสภาพเศรษฐกิจไม่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลการดำเนินงาน นอกจากนี้ยังพบว่าเมื่อเราใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน และทำการทดสอบแบบ Two-stage least squaresแล้ว บริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีส่วนร่วมในการบริหาร การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกลับทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนหนี้สินมีส่วนให้ผลการดำเนินงานลดลงสำหรับบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีส่วนร่วมในการบริหารมากกว่าบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีส่วนร่วมในการบริหาร

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน  
สาขาวิชา การเงิน  
ปีการศึกษา 2547

ลายมือชื่อนิสิต..... อดม ตีลาภานันท์  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา..... อ.ดร.รัฐชัย ศีลาเจริญ

# # 4582453726 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: AGENCY PROBLEM / CORPORATE GOVERNANCE / ECONOMIC CONDITION / MAJOR SHAREHOLDER

UDOM TILKANAN : ECONOMIC CONDITIONS, MAJOR SHAREHOLDERS AND THE RELATION BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM PERFORMANCE. THESIS ADVISOR : RATTACHAI SRILACHAROEN ,Ph.D. 72 pp. ISBN 974-17-5927-4.

The objective of this research is to analyze the effect of corporate governance on the firm performance and to investigate how economic condition and the managerial involvement of major shareholder affect the relation between the corporate governance and firm performance. This study uses both return on asset and Tobin's Q as proxies for performance. The data are derived from companies listed on the Stock Exchange of Thailand from 1998 to 2002. Two-stage least squares are used to analyze the data.

The result shows that the managerial ownership has no influence on firm performance. Ownership concentration positively correlates to firm performance only when return on asset is used as the proxy. The difference between control rights and ownership rights of the largest shareholder has no influence on firm performance. The finding also suggests that there is no evident that largest shareholder expropriates firm resources. Board composition has no influence on firm performance. Leverage has negatively correlates to firm performance when return on asset is used. However, it positively correlates to firm performance when Tobin's Q is used. And, the economic condition has no influence on the relation between the corporate governance and firm performance. Moreover, when Tobin's Q and Two-stage least squares are used, the companies that largest shareholder involves the management the managerial ownership negatively correlates to firm performance. An increase in leverage worsens the performance of firms which are managed by largest shareholders larger than those who are not involved in administrative system.

Department BANKING AND FINANCE  
 Field of study FINANCE  
 Academic year 2004

Student's signature.....*Udom Tilkanan*  
 Advisor's signature.....*R. Seelgraver*

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความช่วยเหลืออย่างดียิ่งของอาจารย์ ดร.รัฐชัย ศีลาเจริญ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้ให้คำแนะนำ ข้อคิดเห็นที่เป็นประโยชน์ด้วยดีมาโดยตลอด และกรุณาตรวจสอบและแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆให้แก่ผู้เขียน รวมทั้งรองศาสตราจารย์ ดร.สันติ ธิรพัฒน์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พรอนงค์ บุชราตระกุล กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ได้ให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์ ผู้เขียนขอขอบพระคุณอาจารย์ทั้งสามท่านเป็นอย่างสูง

สุดท้ายนี้ ขอของพระคุณ บิดา มารดา พี่สาว และน้องชาย รวมทั้งเพื่อนๆที่ร่วมหลักสูตรที่เป็นกำลังใจ และคอยให้ความช่วยเหลือที่สำคัญอย่างยิ่ง ซึ่งคุณประโยชน์ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ผู้เขียนขอบแต่ผู้มีพระคุณทุกท่าน หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความคลาดเคลื่อนใดๆทางผู้เขียนขอนอบรับไว้แต่เพียงผู้เดียว



ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฌ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	3
1.4 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	3
1.5 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	3
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
1.7 วิธีดำเนินการวิจัย.....	5
1.8 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....	5
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	6
2.1 ปัจจัยที่กำหนดผลการดำเนินงานของบริษัท.....	6
2.2 ปัจจัยที่กำหนดตัวแปรธรรมภิบาล.....	11
2.3 ผลกระทบของสภาพเศรษฐกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมภิบาล และผลการดำเนินงาน.....	14
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	16
3.1 ตัวแปร.....	16
3.2 แบบจำลอง.....	17
3.3 สมมติฐาน.....	19
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	23
4.1 ผลการวิเคราะห์เบื้องต้น.....	23
4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างธรรมภิบาลและผลประกอบการของบริษัท.....	27
4.3 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของสภาพเศรษฐกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมภิบาล และผลการดำเนินงาน.....	48

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
4.4 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด ต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลการดำเนินงาน.....	57
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	66
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	66
5.2 ข้อเสนอแนะ.....	69
รายการอ้างอิง.....	70
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	72



ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## สารบัญตาราง

		หน้า
ตารางที่ 3.1	แสดงการคาดคะเนเครื่องหมายสัมประสิทธิ์.....	20
ตารางที่ 4.1	ค่าสถิติเกี่ยวกับตัวแปรธรรมาภิบาล.....	24
ตารางที่ 4.2	ผลการประมาณค่าสมการของสมการผลการดำเนินงาน สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2541-2545 โดยวิธี Ordinary Least Squares ซึ่งใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน.....	29
ตารางที่ 4.3	ผลการประมาณค่าสมการของสมการผลการดำเนินงาน สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2541-2545 โดยวิธี Ordinary Least Squares ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน.....	30
ตารางที่ 4.4	ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2545 โดยวิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน.....	35
ตารางที่ 4.5	ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2544 โดยวิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน.....	36
ตารางที่ 4.6	ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2543 โดยวิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน.....	37
ตารางที่ 4.7	ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2542 โดยวิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน.....	38
ตารางที่ 4.8	ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2541 โดยวิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน.....	39
ตารางที่ 4.9	ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2545 โดยวิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน.....	40
ตารางที่ 4.10	ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2544 โดยวิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน.....	41
ตารางที่ 4.11	ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2543 โดย	

สารบัญตาราง (ต่อ)

	ญ
	หน้า
วิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน.....	42
ตารางที่ 4.12 ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2542 โดย	
วิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน.....	43
ตารางที่ 4.13 ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2541 โดย	
วิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน.....	44
ตารางที่ 4.14 ก ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 2 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2541-	
โดยวิธี Ordinary Least Squares ซึ่งใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน.....	50
ตารางที่ 4.14 ข การประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 2 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2541-2545	
วิธี Ordinary Least Squares ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน.....	50
ตารางที่ 4.15 ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 2 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2541-	
2545 โดยวิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน.....	53
ตารางที่ 4.16 ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 2 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2541-	
2545 โดยวิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน.....	54
ตารางที่ 4.17 ก ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 3 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2541-	
2545 โดยวิธี Ordinary Least Squares ซึ่งใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน.....	58
ตารางที่ 4.17 ข ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 3 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2541-	
2545 โดยวิธี Ordinary Least Squares ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน.....	58
ตารางที่ 4.18 ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 3 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2541-	
2545 โดยวิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน.....	63
ตารางที่ 4.19 ผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 3 สำหรับข้อมูลปี พ.ศ. 2541-	
2545 โดยวิธี Two- stage Least Squares ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน.....	64