

อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของ
การกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**INFLUENCE OF GOVERNANCE MECHANISMS ON EFFECTIVENESS OF
CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM VALUE OF THE LISTED
COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND**

ฉวีวรรณ ชูสนุก¹

อัมพล ชูสนุก²

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาและตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของกิจการ และมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ประกอบด้วยตัวแปรอิสระคือ กลไกการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการ องค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร ทักษะความรู้ของกรรมการ ปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ ค่าตอบแทนกรรมการและฝ่ายบริหาร ความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหารและโครงสร้างของเงินทุน ตัวแปรต้นกลางคือ ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และตัวแปรตามคือ มูลค่าของบริษัท ผู้วิจัยดำเนินการวิจัยโดยใช้การวิจัยแบบผสมผสานรูปแบบการวิจัยเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพไปพร้อมกัน โดยใช้การวิจัยเชิงปริมาณเป็นหลัก การวิจัยเชิงคุณภาพเป็นการสัมภาษณ์เจาะลึกผู้เชี่ยวชาญที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ รวมถึงการสัมภาษณ์ทิศทางอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของบริษัทเพื่อประกอบการอภิปรายผลการวิจัย สำหรับการวิจัยเชิงปริมาณใช้แบบตรวจสอบรายการเป็นเครื่องมือในการเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่รวมถึง รัฐวิสาหกิจ และธุรกิจการเงิน จำนวน 210 บริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ การแจกแจงความถี่ การหาค่าเฉลี่ย การหาค่าร้อยละ และใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างแบบ Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิจัยแสดงว่า โมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด

¹ นักวิจัยอิสระ

² คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์อยู่ในเกณฑ์ดี ค่าไค-สแควร์เท่ากับ 21.811 ที่องศาอิสระ (df) เท่ากับ 33 ค่าความน่าจะเป็น (p -value) เท่ากับ 0.932 ไค-สแควร์สัมพัทธ์ (χ^2/df) เท่ากับ 0.661 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 0.984 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้ ($AGFI$) เท่ากับ 0.956 ค่าดัชนีวัดระดับความสอดคล้องเปรียบเทียบ (CFI) เท่ากับ 1.000 และค่าดัชนีค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ ($RMSEA$) เท่ากับ 0.000 นอกจากนี้ผลการวิจัยยังพบว่า (1) ทักษะความรู้ของกรรมการมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ (2) ค่าตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ (3) ค่าตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่าของบริษัท และ (4) ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำสำคัญ: กลไกการกำกับดูแลกิจการ ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ มูลค่าของบริษัท

Abstract

The objectives of this research were to develop and validate a causal relationship model of Influence of Governance Mechanisms on Effectiveness of Corporate Governance and Performance of the Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand. The model involved independent variables: governance mechanisms which consist of size of the board, non-executive director, board of director expertise, board' s performance, board and management compensation, board and management share ownership and capital structure. Mediating variable was corporate governance effectiveness and dependent variable was firm value. The researcher used the mixed-methods research in the form of concurrent design to both quantitative and qualitative research with the quantitative research as the main method. In the qualitative method, the researcher used in-depth interviews to confirm an appropriateness of the conceptual framework used in the study on companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). This included research findings discussions. In the quantitative research, which involved empirical method. A checklist was used as a tool to collect data from 210 listed companies on SET. Excluded from consideration were state enterprises and financial businesses. Using techniques of descriptive statistics, the researcher analyzed the data obtained in terms of frequency distribution, percentage, mean and standard deviation. The researcher additionally conducted pertinent analyses using applications of

the structural equation modeling (SEM) method of the Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model.

It was found that the model was consistent with the empirical data. Goodness of fit measures were found to be: Chi-square 21.811 ($df = 33$, p -value = 0.932); Relative Chi-square (χ^2/df) 0.661; Goodness of Fit Index (GFI) 0.984; Adjusted Goodness of Fit Index (AGFI) 0.956; Comparative Fit Index (CFI) 1.000; and Root Mean Square Error of Approximation (RMSEA) 0.000. It was also found that (1) The mechanisms concerning the board of director expertise had a positive and direct influence on the effectiveness of corporate governance (2) The mechanisms involving board and management compensation had a positive and direct influence on the effectiveness of corporate governance (3) The board and management compensation had a positive and direct influence on the firm value and (4) The effectiveness of corporate governance had a positive and direct influence on the firm value of the listed companies on SET.

Keywords: Governance mechanisms, Effectiveness of corporate governance, Firm value

บทนำ

วิกฤตการณ์ทางการเงินในภูมิภาคเอเชีย รวมถึงการล้มละลายของสถาบันการเงิน ตลอดจนภาคธุรกิจทั้งในภูมิภาคเอเชีย และภูมิภาคอื่นทั่วโลก อันเป็นผลที่สืบเนื่องมาจากการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในบริษัท ได้ส่งผลเสียหายต่อบุคคลหลายฝ่ายไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้น ทั้งผู้ถือหุ้นรายย่อย ผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบันการลงทุน กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ หรือแม้กระทั่งพนักงานของบริษัทเอง ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงกลายเป็นประเด็นที่ได้รับความสนใจอย่างกว้างขวางในปัจจุบันที่เชื่อว่าหากบริษัทมี "การกำกับดูแลกิจการที่ดี" ก็จะทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์อย่างยุติธรรม และทำให้บริษัทมีภาพพจน์ที่ดีในสายตาผู้ที่เกี่ยวข้อง อันได้แก่ ผู้ถือหุ้น ประชาชนทั่วไป รวมถึงคู่ค้าของบริษัท (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2548) ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่นำลงทุนมากตลาดหนึ่งในภูมิภาคเอเชีย การสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนโดยการส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงมีความสำคัญต่อตลาดทุนของไทยมาก เนื่องจากจะก่อให้เกิดประโยชน์กับบริษัท สร้างความเชื่อมั่น รวมถึงสามารถดึงดูดเงินทุนจากนักลงทุน และที่สำคัญคือ การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้การดำเนินธุรกิจเป็นไปอย่างยั่งยืน ทั้งนี้การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการในต่างประเทศส่วนใหญ่เป็นการศึกษาแบบแยกส่วน และผลของการศึกษาพบว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการในบางองค์ประกอบอาจส่งผลกระทบต่อชัดเจนกับประสิทธิผลองค์กรในหลายๆ ด้าน เมื่อทำการศึกษาในประเทศหนึ่ง แต่กลับไม่ส่งผลกระทบต่อประสิทธิผลองค์กรเมื่อทำการศึกษาลักษณะเดียวกันกับอีกประเทศหนึ่ง นอกจากนี้การศึกษาในประเทศไทยโดยส่วนใหญ่มุ่งเน้นโครงสร้างความเป็นเจ้าของ โครงสร้างที่เป็นอิสระของ

คณะกรรมการ และการประเมินการจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการ ทั้งนี้กลไกการกำกับดูแลทางด้านอื่น อาทิเช่น ทักษะความรู้ของกรรมการ บทบาทหรือการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ สิ่งจูงใจของกรรมการและฝ่ายบริหาร โครงสร้างของเงินทุน มีการศึกษาอยู่น้อย ดังนั้นผู้วิจัยจึงนำเสนอผลงานวิจัยนี้เพื่อเติมเต็มองค์ความรู้ทางวิชาการ และเป็นประโยชน์ต่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในการสร้างกลไกการกำกับดูแลกิจการ เพื่อก่อให้เกิดประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอนาคต

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อพัฒนาโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับข้อมูลเชิงประจักษ์

กรอบแนวคิดและสมมติฐานการวิจัย

การพัฒนาโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้คัดเลือกตัวแปรจากแนวคิดกลไกการกำกับดูแลกิจการที่นำเสนอโดย Gillan (2006, p. 383) ทั้งนี้ศึกษาเฉพาะส่วนของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เกิดขึ้นจากภายใน ทฤษฎีตัวแทนที่เกี่ยวข้องกับความขัดแย้งของตัวแทนระหว่างฝ่ายบริหาร และกลุ่มผู้ถือหุ้น ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่กล่าวถึงความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามหน้าที่ต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นที่นอกเหนือไปจากกลุ่มผู้ถือหุ้น ทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุน แนวคิดค่าตอบแทนและสิ่งจูงใจที่ทำให้การจัดวางผลประโยชน์ระหว่างตัวการ และตัวแทนอยู่ในแนวเดียวกัน รวมถึงแนวคิดประสิทธิผลองค์กร ทั้งนี้จากงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า คุณลักษณะของกรรมการ การปฏิบัติหน้าที่ของกรรมการ สิ่งจูงใจของกรรมการและฝ่ายบริหาร โครงสร้างของเงินลงทุนนำไปสู่การใช้ระบบการควบคุมที่ซับซ้อนมากขึ้น และส่งผลไปยังประสิทธิผลองค์กรของบริษัท

คุณลักษณะของคณะกรรมการ คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการควบคุมดูแลการดำเนินงานของผู้บริหารและฝ่ายจัดการให้บรรลุตามเป้าหมายของบริษัท และมีส่วนช่วยในการผลักดันให้เกิดการปฏิบัติที่เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลที่ดี ดังนั้นคณะกรรมการจึงควรประกอบไปด้วยกรรมการที่มีความรู้ ความสามารถ และประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจอย่างเพียงพอ ตลอดจนควรมีองค์ประกอบที่สร้างกลไกการถ่วงดุลอำนาจภายในได้อย่างเหมาะสม (ศิลาพร ศรีจันเพชร, 2552, หน้า 68) การศึกษาในอดีตส่วนใหญ่จะให้หลักฐานเกี่ยวกับ

คุณลักษณะของคณะกรรมการในเรื่องของขนาด และองค์ประกอบของคณะกรรมการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจ การกำกับดูแลกิจการ รวมถึงประสิทธิผลองค์การของบริษัท อย่างไรก็ตามจากแนวคิดของ Gillan (2006, pp. 384) นอกจากขนาดและองค์ประกอบของคณะกรรมการแล้วคุณลักษณะของคณะกรรมการยังมีอีกหนึ่งองค์ประกอบ คือ ทักษะความรู้ของกรรมการ ทั้งนี้เนื่องจากการมีกรรมการที่มีความรู้ ความสามารถจะทำให้การปฏิบัติหน้าที่เพื่อตรวจติดตามการทำงานของฝ่ายบริหารได้ดีขึ้น (Ashbaugh-Skaife, Collins, & Lafond, 2006, pp. 214) ดังนั้นกลไกที่เกี่ยวข้องกับคุณลักษณะของกรรมการ อันได้แก่ ขนาดของกรรมการ โครงสร้างที่เป็นอิสระของกรรมการ ตลอดจนทักษะความรู้ของกรรมการ จึงถูกนำมาศึกษาในการวิจัยครั้งนี้

การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ คณะกรรมการบริษัททำหน้าที่ในฐานะตัวแทนของผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่นๆ ซึ่งผลสำเร็จของการทำหน้าที่ในฐานะตัวแทนนี้อาจเกิดขึ้นได้หากบุคคลเหล่านี้ไม่ปฏิบัติตามความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามหน้าที่อย่างเต็มที่ ดังนั้นควมมีประสิทธิภาพของกรรมการ นอกจากจะขึ้นอยู่กับโครงสร้างที่เป็นอิสระจากฝ่ายบริหาร และความรู้ความชำนาญของคณะกรรมการแล้วยังขึ้นอยู่กับบทบาท การปฏิบัติหน้าที่ หรือระดับในการทำกิจกรรมของคณะกรรมการ (Cammack, 2002, pp. 13-14; Carcello, 2008, p. 5) เพื่อทำการตัดสินใจทางกลยุทธ์ ตรวจสอบกลุ่มผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการให้ดำเนินงานเป็นไปตามทิศทาง นโยบาย เป้าหมาย และงบประมาณที่คณะกรรมการได้พิจารณาอนุมัติไว้ และรักษาประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น นอกจากนี้หากพบว่า ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นไม่ได้รับการปกป้อง คณะกรรมการต้องมีการปฏิบัติอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้น (ยุทธ วรรณธรร, 2550, น. 94; Fu, 2004, pp. 13) และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่นๆ ดังนั้นบทบาท หรือการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการจึงเป็นอีกองค์ประกอบหนึ่งที่สำคัญของการกำกับดูแลกิจการ

สิ่งจูงใจของกรรมการและฝ่ายบริหาร มีบทบาทสำคัญในการกำหนดพฤติกรรมของการบริหารงาน เพื่อให้การจัดวางผลประโยชน์ระหว่างตัวการ (กลุ่มผู้ถือหุ้น) และตัวแทน (กรรมการและฝ่ายบริหาร) อยู่ในแนวเดียวกัน (Gillan, 2006, pp. 387; Toksal, 2004, pp. 71) ดังนั้นความเป็นเจ้าของ รวมถึงค่าตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารซึ่งเป็นองค์ประกอบในกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เกี่ยวข้องกับสิ่งจูงใจของกรรมการ และฝ่ายบริหารตามแนวคิดของ Gillan (2006, pp. 384) จึงถูกนำมาศึกษาในการวิจัยครั้งนี้

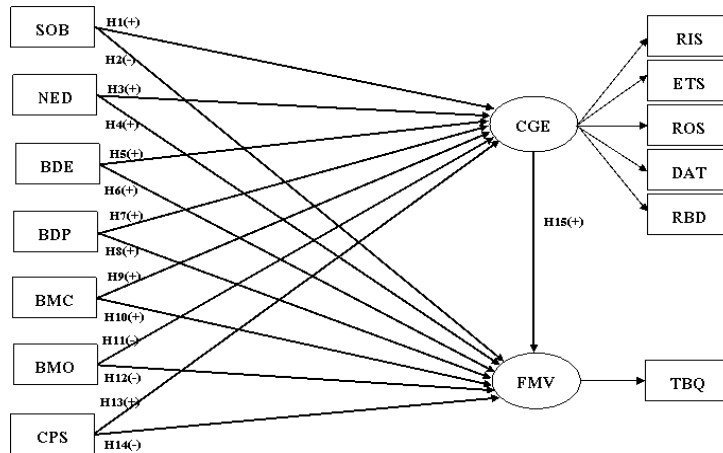
โครงสร้างของเงินทุน เป็นมิติหนึ่งของกลไกการกำกับดูแลกิจการตามแนวคิดของ Gillan (2006, p. 388) ที่มุ่งเน้นการจัดหาเงินโดยการใช้หนี้สิน เนื่องจากเป็นกลไกที่มีลักษณะบีบบังคับให้บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการ อันเป็นผลมาจากแรงกดดันของผู้ให้สินเชื่อ ทำให้ผู้บริหารต้องดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ และพยายามอย่างที่สุดเพื่อจ่ายชำระคืนหนี้สินซึ่งเป็นการจ่ายที่มีลักษณะตายตัว (Jensen, 1986, p. 324) ในรูปของดอกเบี้ย และการจ่ายเงินต้นของหนี้สิน นอกจากนี้การจัดหาเงินโดยการใช้หนี้สินยังสามารถลดต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับตัวแทน

ระหว่างกลุ่มผู้บริหาร และกลุ่มผู้ถือหุ้น (Jensen, 1986, p. 324; Smith & Warner, 1979) ดังนั้นโครงสร้างของเงินทุนจากการใช้หนี้จึงเป็นองค์ประกอบหนึ่งของกลไกของการกำกับกิจการ

ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ เป็นการทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างผู้มีส่วนร่วมในการกำหนดการตัดสินใจ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอยู่เป็นจำนวนมากสามารถบรรลุผลรวมกัน ผู้ที่แสดงบทบาทสำคัญในกระบวนการของการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ กลุ่มผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และฝ่ายบริหาร (Carcello, 2008, p. 1) ทั้งนี้กลุ่มผู้ถือหุ้นจะใช้สิทธิในการออกเสียง เพื่อเลือกสรรกรรมการให้เป็นผู้ที่ทำหน้าที่แทนตนเอง โดยกรรมการเหล่านั้นจะมอบหน้าที่ในการตัดสินใจไปยังผู้บริหาร ดังนั้นการมีส่วนร่วมในอำนาจที่แท้จริงของกลุ่มผู้ถือหุ้นจึงขึ้นอยู่กับความมีประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการอันเกิดจากการจัดให้มีหลักการปฏิบัติ กฎระเบียบ และบทบัญญัติที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ (Gompers et al., 2003, pp. 108) ที่เป็นการกำหนดทิศทางในเรื่องของสิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้น บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การเปิดเผยข้อมูล และความโปร่งใส ตลอดจนความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

มูลค่าของบริษัท การกำกับดูแลกิจการเกี่ยวข้องกับวิธีหรือแนวทางที่ทำให้ผู้จัดการสรรหาเงินทุนให้แก่บริษัทมั่นใจในผลตอบแทนจากการลงทุนที่พวกเขาได้รับ (Shleifer & Vishny, 1997, pp. 737) ซึ่งกลไกการกำกับดูแลกิจการนั้นสามารถลดต้นทุนของเงินลงทุนจากเจ้าของ และส่งผลให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้ Leuz & Verrecchia (2004, p. 2) กล่าวว่า การเปิดเผยข้อมูลที่ดีกว่าทำให้การประสานงานระหว่างบริษัท และผู้ลงทุนในเรื่องการลงทุนในสินทรัพย์ดีขึ้น และลดความเสี่ยงในเรื่องข้อมูลข่าวสาร

ดังนั้นกรอบแนวความคิดในการวิจัยจึงประกอบด้วย ตัวแปรสาเหตุคือ กลไกการกำกับดูแลกิจการจากภายใน ที่ประกอบด้วย 7 มิติตัวแปรคือ (1) ขนาดของคณะกรรมการ (SOB) (2) องค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (NED) (3) ทักษะความรู้ของกรรมการ (BDE) (4) การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ (BDP) (5) ค่าตอบแทนกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMC) (6) ความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMO) และ (7) โครงสร้างของเงินทุน (CPS) สำหรับตัวแปรแฝงภายใน ได้แก่ ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ (CGE) และมูลค่าของบริษัท (TBQ) ผู้วิจัยกำหนดสมมติฐานการวิจัยทั้งสิ้น 15 สมมติฐาน ดังแสดงในภาพ 1



ภาพที่ 1 แสดงโมเดลสมมติฐานความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากภาพที่ 1 ตัวแปรอิสระประกอบด้วย ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการ (SOB) โดยวัดจากจำนวนทั้งหมดของกรรมการในคณะกรรมการบริษัท ตัวแปรองค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (NED) โดยวัดจากร้อยละของกรรมการอิสระซึ่งเป็นบุคคลภายนอกที่ไม่มีส่วนร่วมในการบริหารงานในบริษัท ตัวแปรทักษะความรู้ของกรรมการ (BDE) โดยวัดจากร้อยละของกรรมการในคณะกรรมการบริษัทที่ได้รับการฝึกอบรมการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ตัวแปรการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ (BDP) โดยวัดจากจำนวนการประชุมของคณะกรรมการบริษัทตลอดทั้งปี ตัวแปรค่าตอบแทนกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMC) โดยวัดจากจำนวนรวมของค่าตอบแทนที่จ่ายให้กับกรรมการและฝ่ายบริหารตลอดทั้งปี ตัวแปรความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMO) โดยวัดจากร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถือโดยกรรมการ และผู้บริหารระดับสูงของบริษัท และตัวแปรโครงสร้างของเงินทุน (CPS) โดยวัดจากอัตราส่วนของมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ตัวแปรคั่นกลาง ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ (CGE) ประกอบด้วยตัวแปรสังเกตได้ 5 ตัวแปร ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น (RIS) การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้น (ETS) บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (ROS) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (DAT) และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (RBD) และตัวแปรตามมูลค่าของบริษัท (FMV) โดยวัดจากมูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้นบวกด้วยมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะสั้น และระยะยาว หาดด้วยมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (TBQ)

วิธีดำเนินการวิจัย

ผู้วิจัยดำเนินการวิจัยแบบผสมผสานรูปแบบการวิจัยเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพไปพร้อมกัน โดยใช้การวิจัยเชิงปริมาณเป็นหลัก ในรูปแบบการวิจัยเชิงผั่งตัวแบบเกิดขึ้นพร้อมกัน

(concurrent embedded) ทั้งนี้ผู้วิจัยใช้การวิจัยเชิงคุณภาพช่วยอธิบายความสัมพันธ์เชิงพยากรณ์ ดังนั้นองค์ประกอบเชิงคุณภาพจึงถูกฝังอยู่ภายในการออกแบบของการวิจัยเชิงปริมาณ (Creswell, & Clark, 2007) โดยการวิจัยเชิงคุณภาพเป็นการสัมภาษณ์เจาะลึกผู้เชี่ยวชาญที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ รวมถึงการสัมภาษณ์ทิศทางอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าเพื่อประกอบการอภิปรายผลการวิจัย สำหรับการวิจัยเชิงปริมาณใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างแบบ Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ประชากรและขนาดตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่รวมถึง รัฐวิสาหกิจ และธุรกิจการเงิน การกำหนดขนาดกลุ่มตัวอย่างสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลโมเดลสมการโครงสร้าง Hair, Black, Babin, Anderson, & Tatham (2006, pp. 741-742) แนะนำว่าตัวอย่างควรมีขนาดตั้งแต่ 200 ตัวอย่างขึ้นไปสำหรับกรณีที่ไม่เดลไม่ซับซ้อนมากนัก นอกจากนี้ Golob (2003, p. 9) แนะนำว่า การวิเคราะห์โมเดลลิสเรลด้วยวิธีประมาณค่าแบบ maximum likelihood ขนาดตัวอย่างควรมีอย่างน้อย 15 เท่าของตัวแปรสังเกตได้ จากโมเดลสมการโครงสร้าง (ภาพที่ 1) มีจำนวนตัวแปรที่สังเกตได้ 13 ตัวแปร ดังนั้นขนาดตัวอย่างของการศึกษาในครั้งนี้จึงควรมีขนาดตัวอย่าง $13 \times 15 = 195$ บริษัท ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อนำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลได้จำนวนทั้งสิ้น 210 ตัวอย่าง จากการเลือกตัวอย่างแบบชั้นภูมิ (Stratified random sampling) ตามกลุ่มอุตสาหกรรมโดยคิดตามสัดส่วน เพื่อให้ได้ตัวอย่างที่มีลักษณะกระจาย และครอบคลุมประชากรทั้ง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ (1) เกษตร และอุตสาหกรรมอาหาร (2) สินค้าอุปโภคบริโภค (3) สินค้าอุตสาหกรรม (4) อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง (5) ทรัพยากร (6) บริการ และ (7) เทคโนโลยี จากนั้นใช้วิธีการเลือกตัวอย่างแบบง่ายในการเลือกรายชื่อของบริษัทที่จดทะเบียนในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมตามสัดส่วนที่ได้คำนวณไว้

เครื่องมือที่ใช้ในการรวบรวมข้อมูล

เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูลคือ แบบตรวจสอบรายการ ประกอบด้วย ส่วนที่ 1 กลไกการกำกับดูแลกิจการ ส่วนที่ 2 ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และส่วนที่ 3 มูลค่าของบริษัท

การตรวจสอบคุณภาพเครื่องมือ

ผู้วิจัยทำการตรวจสอบคุณภาพของเครื่องมือ ได้แก่ การตรวจสอบความตรงเชิงเนื้อหา ด้วยวิธีดัชนีความสอดคล้องของข้อคำถาม และวัตถุประสงค์โดยผู้เชี่ยวชาญจำนวน 3 ท่าน นอกจากนี้ยังได้ทำการตรวจสอบความเที่ยง (Reliability) ของข้อมูล ($n=210$) ผลการวิเคราะห์ความเที่ยงของข้อมูลพบว่า ผ่านเกณฑ์ที่กำหนด โดยเกณฑ์มาตรฐานที่กำหนด คือ ค่าสัมประสิทธิ์แอลฟา ของแต่ละตัวแปรแฝงต้องมีค่ามากกว่า .70 (Hair, et al., 2006, pp. 137) และค่า Corrected Item-Total Correlation รายข้อต้องมีค่ามากกว่า 0.3 การวิเคราะห์ความตรงเชิงโครงสร้างด้วยวิธีการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory factor analysis) โดย

ทำการตรวจสอบความตรงแบบรวมศูนย์ (Convergent validity) และความตรงแบบแตกต่าง (Discriminant validity) โดยใช้เกณฑ์มาตรฐานที่กำหนดคือ ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของแต่ละตัวแปรสังเกตได้ต้องมีค่าตั้งแต่ 0.5 ขึ้นไป ค่า variance extracted ของแต่ละตัวแปรแฝงต้องมีค่าตั้งแต่ 0.5 ขึ้นไป และค่าความเที่ยงเชิงโครงสร้าง (Construct reliability) ของแต่ละตัวแปรแฝงต้องมีค่าตั้งแต่ 0.6 ขึ้นไป (Hair, et al., 2006, pp. 776-779) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า ตัวแปรที่มีค่าเป็นไปตามข้อกำหนด และถึงแม้ว่าค่า VE ของ CGE มีค่าต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐานเล็กน้อยคือ มีค่าเท่ากับ 0.412 แต่สามารถยอมรับได้ เนื่องจากค่าความเที่ยงเชิงโครงสร้างผ่านเกณฑ์ที่ยอมรับ (Abdul-Halim & Che-Ha, 2009, pp. 22; Hatcher, 1994, pp. 331)

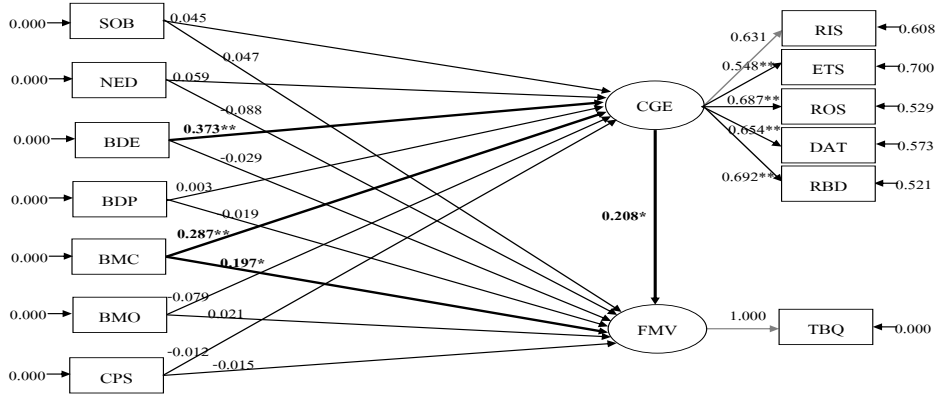
วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์สถิติพหุตัวแปร โดยใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างแบบ MIMIC Model เพื่อทดสอบโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลของสถิติพหุตัวแปรสำหรับการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง อันได้แก่ (1) การแจกแจงแบบปกติของข้อมูล (Normality) (2) ความเป็นเอกพันธ์ของการกระจาย (Homoscedasticity) และ (3) ความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม (Linearity) (Hair, et al., 2010) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า ข้อมูลของตัวแปรโดยส่วนใหญ่เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้น มีบางตัวแปรที่มีลักษณะการกระจายตัวแบบไม่ปกติ ทั้งนี้เนื่องจากข้อมูลมีลักษณะเป็นไปตามจริง และการกระจายตัวของข้อมูลที่เป็นข้อมูลทางการเงินมักจะไม่กระจายตัวแบบปกติ (Costa, Cavaliere, & Iezzi, 2005, pp. 343-350) นอกจากนี้ Hair, Black, Babin, & Anderson (2010, p. 77) กล่าวว่าในกรณีที่ตัวอย่างมีขนาดตั้งแต่ 200 ขึ้นไป ผลกระทบของการแจกแจงแบบไม่ปกติของข้อมูลจะส่งผลต่อการวิเคราะห์สมการโครงสร้างลดน้อยลงหรือสามารถละเลยได้ ทั้งนี้จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มีจำนวน 210 ตัวอย่าง

ผลการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างมีขนาดของคณะกรรมการที่วัดจากจำนวนกรรมการในคณะกรรมการเฉลี่ย 11 คน มีองค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารที่วัดจากร้อยละของกรรมการจากภายนอกในคณะกรรมการเฉลี่ยร้อยละ 48.56 ทักษะความรู้ของกรรมการที่วัดจากร้อยละของกรรมการที่ได้รับการฝึกอบรมการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการเฉลี่ยร้อยละ 36.35 การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการที่วัดจากจำนวนครั้งของการประชุมของคณะกรรมการเฉลี่ย 8 ครั้ง ค่าตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารที่วัดจากจำนวนค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของกรรมการและผู้บริหารระดับสูงเฉลี่ย 43.26 ล้านบาท ความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหารที่วัดจากร้อยละของหุ้นที่ถือโดยกรรมการและผู้บริหารระดับสูงเฉลี่ยร้อยละ 21.92 โครงสร้างของเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนของมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย 0.39 เท่า

ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการของกลุ่มตัวอย่างเฉลี่ย 63.60 คะแนน และมูลค่าของบริษัทที่วัดจาก Tobin's Q ของกลุ่มตัวอย่างเฉลี่ย 1.12 เท่า



Chi-square 21.811 df = 33, p-value = 0.932, RMSEA = 0.000

ภาพที่ 2 โมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 1 แสดงอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวมของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปรสาเหตุ	ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ			มูลค่าของบริษัท		
	DE	IE	TE	DE	IE	TE
ขนาดของคณะกรรมการ (SOB)	0.045 (0.049)	-	0.045 (0.049)	-0.047 (0.069)	0.01 (0.017)	-0.037 (0.070)
องค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (NED)	0.059 (0.046)	-	0.059 (0.046)	-0.088 (0.069)	0.013 (0.016)	-0.075 (0.070)
ทักษะความรู้ของกรรมการ (BDE)	0.373** (0.049)	-	0.373** (0.049)	-0.029 (0.077)	0.078* (0.039)	0.049 (0.069)
การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ (BDP)	0.003 (0.045)	-	0.003 (0.045)	-0.019 (0.068)	0.001 (0.015)	-0.018 (0.069)
คำตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMC)	0.287** (0.052)	-	0.287** (0.052)	0.197* (0.080)	0.06 (0.032)	0.257** (0.075)
ความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMO)	-0.079 (0.047)	-	-0.079 (0.047)	0.021 (0.072)	-0.017 (0.017)	0.004 (0.072)
โครงสร้างของเงินทุน (CPS)	-0.012 (0.068)	-	-0.012 (0.068)	-0.015 (0.068)	0.032 (0.016)	0.017 (0.068)
ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ (CGE)	-	-	-	0.208* (0.155)	-	0.208* (0.155)
R ²	0.096			0.311		

ค่าความเที่ยง RIS = 0.398, ETS = 0.300, ROS = 0.471, DAT = 0.427, RBD = 0.479, FMV = 1.000
 $\chi^2=21.811$, df = 33, $\chi^2/df=0.661$, p-value=0.932, GFI=0.984, AGFI=0.956, NFI=0.972, NNFI=1.036, CFI=1.000, IFI=1.014, RFI=0.933, SRMR = 0.024, RMSEA=0.000, CN=515.690

จากภาพที่ 2 และตารางที่ 1 แสดงให้เห็น โมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของ กลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของบริษัทที่ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์อยู่ในเกณฑ์ดี โดยค่าสถิติไค-สแควร์ (χ^2) มีค่าเท่ากับ 21.811 องศาอิสระ (df) มีค่าเท่ากับ 33 ค่า p -value มีค่าเท่ากับ 0.932 ค่าไค-สแควร์สัมพัทธ์ (χ^2/df) มีค่าเท่ากับ 0.661 เมื่อพิจารณา ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.984 ค่า $AGFI$ มีค่าเท่ากับ 0.956 CFI มีค่าเท่ากับ 1.00 และค่า $RMSEA$ มีค่าเท่ากับ 0.000 ทั้งนี้เกณฑ์ในการตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์คือ ค่า χ^2 ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (ค่า p -value มากกว่า 0.05), ค่าไค-สแควร์สัมพัทธ์ (χ^2/df) น้อยกว่า 2.0; ค่า GFI มากกว่า 0.9, ค่า $AGFI$ มากกว่า 0.9 ค่า CFI มากกว่า 0.9 และค่า $RMSEA$ น้อยกว่า 0.05 (สุภมาส อังสุโชติ, สมถวิล วิจิตรวรรณ และรัชนีกุล วิทยุญาณวัฒน์, 2552, หน้า 125-126; เสรี ชัดเข้ม, 2546, หน้า 9-11; Hair, et al., 2010)

ทักษะความรู้ของกรรมการมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.373

คำตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมี นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.287

คำตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่าของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.197

ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.208

โดยที่ตัวแปรทั้งหมดอันได้แก่ ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการ (SOB) ตัวแปร องค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (NED) ตัวแปรทักษะความรู้ของกรรมการ (BDE) ตัวแปรการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ (BDP) ตัวแปรคำตอบแทนของกรรมการและฝ่าย บริหาร (BMC) ตัวแปรความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMO) และตัวแปร โครงสร้างของเงินทุน (CPS) ร่วมกันอธิบายตัวแปรประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ (CGE) ได้ร้อยละ 9.60

ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการ (SOB) ตัวแปรองค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็น ผู้บริหาร (NED) ตัวแปรทักษะความรู้ของกรรมการ (BDE) ตัวแปรการปฏิบัติหน้าที่ของ คณะกรรมการ (BDP) ตัวแปรคำตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMC) ตัวแปร ความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMO) ตัวแปรโครงสร้างของเงินทุน (CPS) และ

ตัวแปรประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ (CGE) ร่วมกันอธิบายตัวแปรมูลค่าของบริษัท (FMV) ได้ร้อยละ 31.10

สรุปและอภิปรายผล

ทักษะความรู้ของกรรมการมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.373 สอดคล้องกับแนวคิดกลไกการกำกับดูแลกิจการของ Gillan (2006) และผลงานวิจัยของ Nobbie (2001), และ Qinghua, Pingxin, & Junming (2007) ทั้งนี้กรรมการในคณะกรรมการมีบทบาท และภาระหน้าที่ในการกำกับดูแลผู้บริหาร และการดำเนินงานของบริษัท คณะกรรมการจึงเป็นบุคคลสำคัญที่มีส่วนช่วยในการผลักดันให้เกิดการปฏิบัติที่เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลที่ดี (ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร, 2551, น. 3) เมื่อกรรมการมีทักษะความรู้ในเรื่องบทบาทหน้าที่ของกรรมการตามกฎหมาย รวมถึงบทบาทในการสร้างผลประกอบการที่ดีให้กับบริษัท ตลอดจนการทำหน้าที่กรรมการตามหลัก “หน้าที่ของบุคคลที่ได้รับความไว้วางใจจากเจ้าของให้ทำหน้าที่แทนในการดูแลทรัพย์สิน (Fiduciary duties)” อย่างครบถ้วน จะช่วยให้กรรมการมีความสามารถในการปฏิบัติตามภาระหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายจากผู้ถือหุ้น จึงส่งผลให้การควบคุมการดำเนินธุรกิจของบริษัทเป็นไปในทิศทางที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อบริษัท เสริมสร้างความสัมพันธ์อันดีระหว่างผู้บริหาร คณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่นๆ และนำไปสู่ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการของบริษัท ดังนั้นหากกรรมการบริษัทมีทักษะความรู้ในการปฏิบัติหน้าที่เพิ่มมากขึ้นก็จะส่งผลให้ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย

คำตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.287 สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน และแนวคิดของคำตอบแทนและสิ่งจูงใจ รวมถึงงานวิจัยของ Arcry, & Vázquez (2005) และ Perry (2000) การวางระบบการจ่ายคำตอบแทน และการให้รางวัลที่ดี ย่อมเพิ่มความกระตือรือร้น ความตั้งใจให้กับผู้ปฏิบัติงาน จึงสามารถลดปัญหาที่เกี่ยวข้องกับตัวแทนได้ (Bryan, Hwang, & Lilien, 2000; Hermalin, & Weisbach, 1998) ดังนั้นคำตอบแทนกรรมการและฝ่ายบริหารจึงแสดงบทบาทที่สำคัญในการจัดวางผลประโยชน์ของเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นกับกรรมการและฝ่ายบริหารให้อยู่ในแนวเดียวกัน โดยทำหน้าที่เป็นเครื่องมือในการชักนำพฤติกรรมของกรรมการและฝ่ายบริหารให้ทุ่มเทความรู้ความสามารถของตนเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น (Gillan, 2006, pp. 387; Jensen, & Meckling, 1976, pp. 310; Toksal, 2004, pp. 71) จากการควบคุมการดำเนินธุรกิจของบริษัท และจากการสร้างความสัมพันธ์อันดีระหว่างผู้บริหาร คณะกรรมการ และผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่น ๆ ซึ่งเป็น

การเสริมสร้าง และเพิ่มประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการให้แก่บริษัท ดังนั้นคำตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารที่เพิ่มขึ้น จึงนำไปสู่ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการที่เพิ่มสูงขึ้นได้

คำตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.197 สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน และแนวคิดของคำตอบแทนและสิ่งจูงใจ รวมถึงงานวิจัยของ Florackis (2008), Kato, & Kubo (2006) และ Toksal (2004) ในการดำเนินงานองค์กรทางธุรกิจอาจประสบกับปัญหาในเรื่องความขัดแย้งของผลประโยชน์ที่เกิดจากการเห็นประโยชน์ส่วนตนของกรรมการและฝ่ายบริหารจนขัดแย้งต่อหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย รวมถึงปัญหาที่ผู้เป็นเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นไม่สามารถแน่ใจว่ากรรมการและฝ่ายบริหารที่เลือกเข้ามาได้ใช้ความพยายามสูงสุด ในการทำงานหรือไม่ หรือทำงานเต็มประสิทธิภาพหรือไม่ และปัญหาที่ผู้เป็นเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นไม่สามารถแน่ใจได้ว่ากรรมการและฝ่ายบริหารที่เลือกเข้ามานั้นมีความสามารถในการบริหารงานได้สอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่ (คิลปพร ศรีจันเพชร, 2551, น. 3) ดังนั้นสิ่งจูงใจของกรรมการและฝ่ายบริหารจึงแสดงบทบาทที่สำคัญในการจัดวางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของ (ตัวการ) กับคณะกรรมการและฝ่ายบริหาร (ตัวแทน) ให้อยู่ในแนวเดียวกัน (Gillan, 2006, pp. 387) เมื่อกรรมการและฝ่ายบริหารมีความพึงพอใจในคำตอบแทนที่ได้รับก็จะบริหารงานในทิศทางที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่องค์กร ปฏิบัติงานอย่างเต็มความสามารถไม่เอาผลประโยชน์เข้าตนเองหรือพวกพ้องซึ่งจะก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มสูงสุดต่อองค์กร ดังนั้นคำตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารที่เพิ่มขึ้น จึงนำไปสู่มูลค่าของบริษัทที่เพิ่มสูงขึ้น

ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิผลมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.208 สอดคล้องกับการศึกษาของ Black, Love, & Rachinsky (2006), Chi (2005) และ Li, & Tang (2007) รวมถึงสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และโมเดลองค์ประกอบทางกลยุทธ์ของแนวคิดประสิทธิผลองค์กรที่ให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งภายในและภายนอก เนื่องจาก บริษัทต้องการสนับสนุนจากกลุ่มคนเหล่านี้เพื่อความอยู่รอดขององค์กร (Robbins, 1990, pp. 62) ดังนั้น หากบริษัทสามารถสร้างความสัมพันธ์อันดีระหว่างผู้บริหาร คณะกรรมการ และผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่นๆ โดยการดำเนินธุรกิจอยู่บนหลักการที่สำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี อันได้แก่ การดำเนินธุรกิจด้วยความโปร่งใสซึ่งเป็นรากฐานที่สำคัญในการสร้างความไว้วางใจระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัท การดำเนินธุรกิจด้วยความซื่อสัตย์ตรงไปตรงมาภายใต้กรอบจริยธรรมที่ดี มีการเปิดเผยข้อมูลและสารสนเทศที่ถูกต้องครบถ้วน คณะกรรมการและฝ่ายบริหารมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามหน้าที่ของตน ส่งเสริมให้บริษัทมีความสามารถในการแข่งขัน และนำไปสู่ต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับตัวแทนที่ลดลง ต้นทุนของเงินลงทุนจากเจ้าของ รวมถึงต้นทุนในการจัดหาเงินที่ลดลง ซึ่งส่งผลทางบวกต่อความสามารถในการหา

กำไร และมูลค่าของบริษัท ดังนั้น การส่งเสริมให้การกำกับดูแลกิจการของบริษัทมีประสิทธิผลเพิ่มขึ้น จึงนำไปสู่มูลค่าของบริษัทที่เพิ่มสูงขึ้น

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอที่ได้รับจากการวิจัย

ผลจากการวิจัยในครั้งนี้เสนอแนะให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรส่งเสริมและพัฒนากลไกการกำกับดูแลกิจการที่เกิดขึ้นจากภายในของบริษัท เพื่อเสริมสร้างประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของบริษัท โดยมีรายละเอียดต่อไปนี้

1. หน่วยงานที่กำกับดูแล รวมถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรส่งเสริมกลไกที่เกี่ยวข้องกับทักษะความรู้ของกรรมการ จากการส่งเสริมให้กรรมการแสวงหาความรู้เพิ่มเติมในเรื่องบทบาท และหน้าที่ของกรรมการ เพื่อสร้างประสิทธิภาพการปฏิบัติงาน ตามภาระหน้าที่ในการตรวจติดตามฝ่ายบริหาร และการเป็นกรรมการที่ดี ทำให้การควบคุมการดำเนินธุรกิจของบริษัทเป็นไปในทิศทางที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อบริษัท ผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่นๆ ซึ่งทักษะความรู้ของกรรมการส่งผลทางตรงต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ยังส่งผลทางอ้อมต่อมูลค่าของบริษัท

2. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรจ่ายค่าตอบแทนให้แก่กรรมการและฝ่ายบริหารอย่างเหมาะสม เนื่องจากการวางระบบการจ่ายค่าตอบแทน และการให้รางวัลที่ดีย่อมเพิ่มความกระตือรือร้น รวมถึงความตั้งใจให้กับผู้ปฏิบัติงาน อีกทั้งยังเป็นการเพิ่มโอกาสในการได้มาซึ่งกรรมการและฝ่ายบริหารที่มีความรู้ความสามารถ ทั้งนี้ผลการวิจัย พบว่า กลไกที่เกี่ยวข้องกับค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของกรรมการและฝ่ายบริหารมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรจัดให้มีกฎระเบียบ และบทบัญญัติที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ จากการกำหนดทิศทางในเรื่องของสิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้น บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การเปิดเผยข้อมูล และความโปร่งใส รวมถึงความรับผิดชอบของคณะกรรมการ และควรส่งเสริมการปฏิบัติให้เกิดประสิทธิผล เพื่อก่อให้เกิดมูลค่าของบริษัทที่เพิ่มสูงขึ้น

ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

1. ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมโดยใช้กรอบแนวความคิดนี้กับกลุ่มประชากรที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อื่น หรือกลุ่มประชากรที่มีลักษณะใกล้เคียงกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อยืนยันผลการวิจัย

2. ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมโดยใช้กรอบแนวความคิดนี้ และปรับเปลี่ยนตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดกลไกการกำกับดูแลกิจการกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เพื่อยืนยันผลการวิจัย อย่างเช่น ปรับเปลี่ยนการวัดผลการปฏิบัติหน้าที่ของกรรมการโดยวัดจากร้อยละของการเข้าร่วมประชุมของกรรมการในการประชุมคณะกรรมการ หรือร้อยละของการประชุมที่มีกรรมการทุกท่านเข้าร่วมประชุม เป็นต้น

3. กลไกการกำกับดูแลกิจการที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ เป็นการกำกับดูแลที่เกิดขึ้นจากภายใน ดังนั้นจึงควรให้ทำศึกษาเพิ่มเติมโดยขยายกรอบไปยังกลไกการกำกับดูแลจากภายนอกตามแนวคิดของ Gillan (2006) เพื่อขยายขอบเขตของการวิจัย

เอกสารอ้างอิง

- ยุทธ วรรณธรร. (2550). คณะกรรมการ: เส้าหลักบรรษัทภิบาล. *M&W (Money and Wealth)*, 5(53), 94-95.
- ศิลาพร ศรีจันเพชร. (2551, ตุลาคม-ธันวาคม). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 31(120) 1-4.
- _____. (2552). *กลไกการกำกับดูแลกิจการ*. อ้างถึงใน อัญญา ชันชวิทย์, ศิลาพร ศรีจันเพชร และเดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศรี (บรรณาธิการ), การกำกับดูแลกิจการเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ (หน้า 56-88). กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2548). *ข้อมูลเกี่ยวกับบรรษัทภิบาล*. ค้นเมื่อ 8 พฤศจิกายน 2548, จาก http://www.sec.or.th/th/cg/cg/info/index_cg.shtml
- สุภมาศ อังสุโชติ, สมถวิล วิจิตรวรรณ และรัชนิกุล ภิญโญภาณุวัฒน์. (2552). *สถิติวิเคราะห์สำหรับการวิจัยทางสังคมศาสตร์และพฤติกรรมศาสตร์: เทคนิคการใช้โปรแกรม LISREL (พิมพ์ครั้งที่ 2)*. กรุงเทพฯ: เจริญดีมั่งคั่งการพิมพ์.
- เสรี ชัดเข้ม. (2546). โมเดลสมการโครงสร้าง. *วารสารวิจัยและวัดผลการศึกษา*, 1(1), 1-24.
- Abdul-Halim, H., & Che-Ha, N. (2009). Examination of the dimensionality of business strategy among the manufacturing organizations. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 1(6), 8-32.
- Arcry, M. R. B., & Vázquez, M. F. M. (2005). Corporate characteristics, governance rules and the extent of voluntary disclosure in Spain. *Advances in Accounting*, 21, 299-331.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & Lafond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 203-243.
- Black, B. S., Love, I., & Rachinsky, A. (2006). Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7(4), 361-379.

- Bryan, S., Hwang, L., & Lilien, S. (2000). CEO stock-based compensation: An empirical analysis of incentive-intensity, relative mix, and economic determinants. *Journal of Business*, 73(4), 661-693.
- Cammack, S. E. (2002). *An examination of firms charged with medicare and medicaid fraud: Does corporate governance matter?* Unpublished doctoral dissertation, University of Missouri.
- Carcello, J. V. (2008). Governance and the common good. *Journal of Business Ethics*, 2, 78-95.
- Chi, J. (2005). *Conditional tests of corporate governance theories*. Unpublished doctoral dissertation, Texas A&M University.
- Costa, M., Cavaliere, G., & Iezzi, S. (2005). The role of the normal distribution in financial markets new developments in classification and data analysis. In H. H. Bock, W. Gaul, M. Vichi, P. Arabie, D. Baier, F. Critchley, R. Decker, E. Diday, M. Greenacre, C. Lauro, J. Meulman, P. Monari, S. Nishisato, N. Ohsumi, O. Opitz, G. Ritter, M. Schader, C. Weihs, M. Vichi, P. Monari, S. Mignani & A. Montanari (Eds.), (pp. 343-350): Springer Berlin Heidelberg.
- Creswell, J. W., & Clark, V. L. P. (2007). *Designing and conducting mixed methods research*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Florackis, C. (2008). Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4(1), 37-59.
- Fu, J. (2004). *Corporate governance in China*. Unpublished doctoral dissertation, The University of Auckland.
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.
- Golob, T. F. (2003). Review structural equation modeling for travel behavior research. *Transportation Research*, 37, 1-25.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Hair, J. F., Jr., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis: A global perspective* (7th ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- _____. & Tatham, R. L. (2006). *Multivariate data analysis* (6th ed). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Hatcher, L. (1994). *A step-by-step approach to using the SAS system for factor analysis and structural equation modeling*. Cary, NC: SAS Institute.

- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(4), 101-112.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323-329.
- Kato, T., & Kubo, K. (2006). CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay. *Journal of The Japanese and International Economies*, 20(1), 1-19.
- Leuz, D., & Verrecchia, R. (2004). *Firms' capital allocation choices, information quality and the cost of capital*, The Rodney L. White Center for Financial Research, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Li, W. A., & Tang, Y. (2007). An evaluation of corporate governance evaluation, governance index and performance: Evidence from Chinese listed companies in 2003. *Frontiers of Business Research in China*, 1(1), 1-18.
- Nobbie, P. D. (2001). *Testing the implementation, board performance and organizational effectiveness of the policy governance model in nonprofit boards of directors*. Unpublished doctoral dissertation, University of Georgia.
- Perry, T. (2000). *Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover*. Paper presented at the Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference, Dartmouth College, 100 Tuck Hall Hanover, NH 03755 USA. Retrieved november 25, 2011, from http://ssrn.com/_abstract=236033
- Qinghua, W., Pingxin, W., & Junming, Y. (2007). Audit committee, board characteristics and quality of financial reporting: An empirical research on Chinese securities market. *Frontiers of Business Research in China*, 1(3), 385-400.
- Robbins, S. P. (1990). *Organizational theory: Structure, design and applications* (3rd ed.). Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Smith, C., & Warner, J. (1979). On financing contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.
- Toksal, A. (2004). *The impact of corporate governance on shareholder value*. Unpublished doctoral dissertation, Universität zu Köln German.