



ใบรับรองวิทยานิพนธ์
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (การบริหารและพัฒนาอุตสาหกรรม)

ปริญญา

การบริหารและพัฒนาอุตสาหกรรม

วิทยาการจัดการ

สาขา

คณะ

เรื่อง ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท

The Effect of Investment Opportunity Set on the Relationship between Corporate Governance and Firm Growth

นามผู้วิจัย นางสาวฐิติมา แก้วไพฑูรย์

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

(อาจารย์สุนทรี เหล่าพัดจัน, Ph.D.)

ประธานสาขาวิชา

(อาจารย์ภูวเดช โหระเรื่อง, D.P.A.)

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

(รองศาสตราจารย์กัญญา วีระกุล, D.Agr.)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ เดือน พ.ศ.

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ
กับการเจริญเติบโตของบริษัท

The Effect of Investment Opportunity Set on the Relationship between Corporate Governance
and Firm Growth

โดย

นางสาวจิตติมา แก้วไพฑูรย์

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (การบริหารและพัฒนาอุตสาหกรรม)

พ.ศ. 2557

ลิขสิทธิ์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ฐิติมา แก้วไพฑูรย์ 2557: ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์
ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ปริญญาบริหารธุรกิจ
มหาบัณฑิต (การบริหารและพัฒนาอุตสาหกรรม) สาขาการบริหารและพัฒนาอุตสาหกรรม
คณะวิทยาการจัดการ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก: อาจารย์สุนทรี เหล่าพัดจัน,
Ph.D. 175 หน้า

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์
ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท โดยศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2547-2554 จำนวนเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วย
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคและบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และ
ก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี โดยศึกษาบริษัทที่มีข้อมูลเปิดเผยต่อสาธารณะชน
ครบถ้วนทุกปีรวมทั้งสิ้น 251 บริษัท ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression)
โดยเป็นข้อมูลแบบภาคตัดขวางผสมเวลา (Panel Data) ในการทดสอบสมมติฐาน และยอมรับค่า
ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

ผลการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อการ
เจริญเติบโตของบริษัท การกำกับดูแลกิจการ กล่าวคือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ และขนาดของ
คณะกรรมการต่างส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของ
ผู้บริหารไม่มีผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อการเจริญเติบโตของบริษัท กลุ่มโอกาสในการ
ลงทุนส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท แต่เป็นที่น่าสนใจว่า เมื่อนำกลุ่มโอกาส
ในการลงทุนมาศึกษาพร้อมกับการกำกับดูแลกิจการและการเจริญเติบโตของบริษัท พบว่าสามารถ
เปลี่ยนทิศทางความสัมพันธ์จากผลกระทบในเชิงลบให้กลายเป็นผลกระทบในเชิงบวกได้ ดังนั้น
การกำกับดูแลกิจการถือเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดีโดยผ่านการตัดสินใจของ
การกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้เกิดการคัดเลือกกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดี ส่งผลทางอ้อมในเชิง
บวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท

Thitima Kaewpaitoon 2014: The Effect of Investment Opportunity Set on the Relationship between Corporate Governance and Firm Growth. Master of Business Administration (Industrial Administration and Development), Major Field: Industrial Administration and Development, Faculty of Business Administration. Thesis Advisor: Miss Suntharee Lhaopadchan, Ph.D. 175 pages.

The objective of this research is to study the effect of Investment Opportunity Set on the relationship between Corporate Governance and firm growth of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET) from 2004 to 2011 in 7 industries: agro and food industry, consumer Products, industrials, property & construction, resources, services and technology. The sample of study is all public companies published all annual data for the entire 8 years period total of 251 companies. Multiple Regression technique is adopted with Panel data method to test the hypothesis. The acceptable degree of significant level is 0.05.

The results of the study reveal that Corporate Governance has both direct and indirect effect on the firm growth. Proportion of Independent Director and Board Size has a direct pessimistic effect on the firm growth. Proportion of Management Share Ownerships does not have both direct and indirect effect on the firm growth. Investment Opportunity Set has a negatively direct effect on the firm growth. An interesting relation was found when Investment Opportunity Set is studied in conjunction with Corporate Governance and Firm Growth. The relation is changed from negative to positive. Therefore Corporate Governance has an indirect effect on the firm growth through stimulating opportunity for good investment awareness. Good investment choice and good governance implicit positive effect to firm growth.

Student's signature

Thesis Advisor's signature

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี โดยได้รับความอนุเคราะห์และความช่วยเหลือ เป็นอย่างดียิ่งมาโดยตลอดจาก ดร. สุนทรี เหล่าพิคจน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก ที่ได้ให้ คำปรึกษา คำแนะนำ แก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ตลอดจนให้กำลังใจเป็นอย่างดีเสมอมา จนทำให้ วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดี ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งในความกรุณาและขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ เป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอกราบขอบพระคุณ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตศรีราชา ที่ได้เอื้อเฟื้อข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ เพื่อใช้เป็นฐานข้อมูลในการวิเคราะห์ ทดสอบสมมติฐานของ วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ทำให้การวิจัยครั้งนี้สำเร็จลุล่วงเป็นอย่างดี

นอกจากนี้ผู้วิจัย ขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านที่ให้ความรู้แก่ผู้วิจัย ในการศึกษา หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาการบริหารและพัฒนาอุตสาหกรรม (ภาคพิเศษ) คณะ วิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตศรีราชา ที่กรุณาประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ ตลอดจนประสบการณ์อันมีคุณค่าแก่ผู้วิจัยด้วยความเมตตากรุณา

ท้ายที่สุดของความสำเร็จในครั้งนี้ ขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ ผู้ซึ่งให้ชีวิตและ โอกาสที่ได้รับทางการศึกษา พร้อมทั้งสติปัญญาในการทำวิทยานิพนธ์ จนสำเร็จ ผู้เขียนขออุทิศ ประโยชน์และความดีทั้งหมดอันเกิดจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้แด่ คุณพ่อ คุณแม่ ตลอดจนญาติพี่น้อง ที่เคารพรักทุกท่าน ที่เป็นแรงผลักดันสำคัญทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี

จิตติมา แก้วไพฑูรย์

กรกฎาคม 2557

สารบัญ

หน้า

สารบัญตาราง	(4)
สารบัญภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
ความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย	6
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	6
ขอบเขตการวิจัย	7
นิยามศัพท์	7
บทที่ 2 การตรวจเอกสาร	9
หลักการการกำกับดูแลกิจการ	10
ทฤษฎีตัวแทน	30
ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์	34
หลักการการจัดการทางการเงิน	35
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	38
กรอบแนวคิดในการวิจัย	68
สมมติฐานการวิจัย	71
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	76
วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล	76
การวิเคราะห์ข้อมูล	76
บทที่ 4 ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์	81
ผลการวิจัย	81
ข้อวิจารณ์	106

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 5 สรุปผล อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ	109
สรุปผลการวิจัย	109
อภิปรายผลการวิจัย	110
ข้อเสนอแนะ	118
เอกสารและสิ่งอ้างอิง	121
ภาคผนวก	133
ภาคผนวก ก สถิติเชิงพรรณนา ค่าเฉลี่ย ค่ากลาง ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรแบบรวมปี จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมของทุกตัวแปร	134
ภาคผนวก ข สถิติเชิงปริมาณ ทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรส่งผ่าน และตัวแปรตาม	138
ภาคผนวก ค สถิติเชิงปริมาณ ทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาส ในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ในปี 2551	143
ภาคผนวก ง สถิติเชิงปริมาณ ทดสอบภาพรวมของการกำกับดูแลกิจการ โดยดูความสัมพันธ์ระหว่าง บริษัทได้รับการประเมินว่าเป็นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเจริญเติบโตของบริษัท	145
ภาคผนวก จ ทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนงวดก่อน ต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการงวดก่อนกับการเจริญเติบโตงวดปัจจุบัน	147
ภาคผนวก ฉ หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555	150

สารบัญ (ต่อ)

หน้า

ภาคผนวก ข พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

มาตรา 258, 246 และ 247

172

ประวัติการศึกษาและการทำงาน

175



สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
2.1	สรุปตัวชี้วัดการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) เรียงตามลำดับการถูกเลือกใช้มากที่สุดไปยังน้อยที่สุดของงานวิจัยในอดีต	57
2.2	สรุปตัวแปรและผลการวิจัยของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท	58
2.3	สรุปตัวแปรและผลการวิจัยของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท	61
2.4	สรุปตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย	68
4.1	จำนวนบริษัทที่นำมาศึกษาจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	82
4.2	สถิติเชิงอนุมาน วิเคราะห์ T-test เพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของตัวแปรในช่วงเวลาก่อนและหลังการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี และวิเคราะห์ F-test (ANOVA) เพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของตัวแปรในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม	96
4.3	การวิเคราะห์สถิติเชิงปริมาณ แบบ Pearson Correlation	97
4.4	การทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท วัดโดยผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) โดยทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรส่งผ่าน คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุน	100

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่		หน้า
4.5	การทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุน วัดโดย อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) ต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท โดยทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรตาม คือ การเจริญเติบโตของบริษัท	102
4.6	สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย	105
ตารางผนวกที่		
1	การทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท โดยทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรส่งผ่าน คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุน ด้วยตัวชี้วัด อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE) และตัวแปรตาม คือ การเจริญเติบโตของบริษัท	139
2	การทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท โดยทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรส่งผ่าน คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุน ด้วยตัวชี้วัด อัตราส่วนที่ดินอาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEV) และตัวแปรตาม คือ การเจริญเติบโตของบริษัท	141
3	การทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุน วัดโดย อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) ต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2551	144

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางผนวกที่		หน้า
4	ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง บริษัทที่ได้รับการประเมินว่าเป็นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเจริญเติบโตของบริษัท	146
5	การทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนงวดก่อนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการงวดก่อนกับการเจริญเติบโตของบริษัทงวดปัจจุบัน วัดโดย ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)	148

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
2.1	การพัฒนากระบวนการกำกับดูแลกิจการ	15
2.2	แรงผลักดันทั้ง 3 ด้านของการมุ่งสู่การกำกับดูแลกิจการที่ดี	16
2.3	แนวคิดตัวแทนของกิจการ	34
2.4	กรอบแนวคิดในการวิจัย	70
4.1	สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) โดยเฉลี่ย (ร้อยละ) จำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม	84
4.2	จำนวนของกรรมการอิสระ (IND) โดยเฉลี่ย (คน) จำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม	84
4.3	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม	86
4.4	สถิติเชิงพรรณนาของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) แบบรวมปี จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	86
4.5	ขนาดของคณะกรรมการ (BS) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม	87
4.6	อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) โดยเฉลี่ย จำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม	88

สารบัญภาพ (ต่อ)

ภาพที่		หน้า
4.7	อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE) โดยเฉลี่ย จำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม	89
4.8	อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEV) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม	90
4.9	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม	91
4.10	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม	92
4.11	อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม	93
4.12	อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Asset Growth) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม	94
4.13	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return) โดยเฉลี่ยจำแนกตาม ปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม	95
ภาพผนวกที่		
1	ค่าเฉลี่ยของตัวแปรแบบรวมปีจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	135
2	ค่ากลางของตัวแปรแบบรวมปีจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	135

สารบัญภาพ (ต่อ)

ภาพผนวกที่		หน้า
3	ค่าต่ำสุดของตัวแปรแบบรวมปีจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	136
4	ค่าสูงสุดของตัวแปรแบบรวมปีจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	136
5	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรแบบรวมปีจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	137

บทที่ 1

บทนำ

ความสำคัญของปัญหา

ปัจจุบันการดำเนินธุรกิจจำเป็นต้องอาศัยปัจจัยที่สำคัญหลายประการเพื่อให้ธุรกิจสามารถดำรงอยู่ได้ และเติบโตไปอย่างยั่งยืนและถาวร หนึ่งในปัจจัยที่สำคัญหลายประการ คือ การทำให้กิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2552: 1) บริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลกระทบต่อบุคคลหลายฝ่าย ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุน พนักงานของบริษัท และผู้สอบบัญชีรับอนุญาต (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551ข: 3) และอาจก่อให้เกิดผลเสียหายอันใหญ่หลวงต่อบริษัท ดังตัวอย่างการล้มละลายของบริษัทชั้นนำระดับโลกอย่าง Enron, WorldCom และ AIG กล่าวคือ ในกรณีของบริษัท Enron ได้มีการจัดทำบัญชีที่ไม่ตรงต่อความเป็นจริง มีระบบการตรวจสอบที่ไม่โปร่งใส ขาดประสิทธิภาพ ทำให้เกิดการฉ้อฉลขึ้น (Solomon, 2007: 45) และในส่วนของบริษัท WorldCom ได้มีการร่วมมือกันระหว่างผู้บริหารระดับสูงสุดของบริษัท (Chief Executive Officer - CEO) และ ผู้บริหารสูงสุดทางการเงิน (CFO) ในการตกแต่งตัวเลขทางบัญชี แสดงยอดสินทรัพย์ที่ไม่ได้มีอยู่จริง ทำให้งบการเงินแสดงกำไรที่สูงกว่าความเป็นจริง (ภาพร เอกอรรถพร, 2553: 19-20) ในส่วนของบริษัท AIG มีการลงรายการที่ไม่เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีเพื่อสร้างรายได้และรักษาระดับกำไรของกิจการ (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551ข: 4) รวมถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น รอยเนท (Roynet), ปิคนิค คอร์ปอเรชั่น (PICNI) หรือ เอส.อี.ซี. ออโต้เซลส์ แอนด์ เซอร์วิส (SECC) ที่มีการสร้างรายได้ที่เป็นเท็จ ตกแต่งตัวเลขทางบัญชี และนำเสนอรายงานทางการเงินที่เป็นเท็จ (กรัณชรัตน์ บุญญวัฒน์ และ ศักดา มาฉวีพัฒน์, 2554) จากตัวอย่างที่กล่าวมาข้างต้นเป็นตัวอย่างของบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้บริษัทเหล่านี้สามารถจะประสบความสำเร็จได้เพียงช่วงระยะสั้นๆ เท่านั้น (คมสัน ขจรชีพพันธุ์งาม และ วีรวิฑูร มาณะศิริรานนท์, 2552: 331) ในระยะยาวไม่เพียงแต่สร้างความเสียหายให้กับบริษัทของตนเองเท่านั้น หากแต่ยังส่งผลกระทบต่อในลักษณะ “โดมิโนเอฟเฟกต์” ต่อตลาดทุนและเศรษฐกิจของประเทศทั่วโลก (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2549: 1)

ผลการศึกษาร่วมกันระหว่าง Institutional Shareholder Services (ISS) และ Georgia State University พบว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามผลประเมินโดย ISS's Corporate Governance Quotient จะมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน และอัตราผลตอบแทนต่อส่วน

ของผู้ถือหุ้น สูงกว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการไม่ดีในช่วงปีเดียวกันถึงร้อยละ 18.7 และ 23.8 ตามลำดับ (Brown and Caylor, 2004 อ้างใน สมาคม ซีเอฟเอ ไทยแลนด์, 2549: 2) และผลการวิจัยของ California Public Employees Retirement System (“CalPERS”) เกี่ยวกับหุ้นในกลุ่ม “Focus List” ของ “CalPERS” พบว่า ความพยายามของกองทุนรวมที่จะปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนที่มีการกำกับดูแลกิจการไม่ดี จะสามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนของตลาด (Anson et al., 2004 อ้างใน สมาคม ซีเอฟเอ ไทยแลนด์, 2549: 2) และยังพบว่าการศึกษาของบริษัท McKinsey หรือ Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) มีข้อเท็จจริงแสดงว่า ธุรกิจที่มีการดำเนินงานตามหลักเกณฑ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นธุรกิจที่มีผลประกอบการที่ดีด้วย ซึ่งจะส่งผลต่อเนื่องให้ธุรกิจมีสภาพทางการเงินที่มั่นคง สามารถเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบัน (สุภชัย ศรีสุชาติ, 2547: 241) และงานวิจัยของ Claessens and Fan (2003: 71) พบว่า วิกฤตการณ์ทางการเงินในเอเชียแสดงให้เห็นว่าการปฏิบัติตามกลไกการกำกับดูแลกิจการจะสามารถจำกัดความไม่มีประสิทธิภาพของหน่วยงาน และการถือกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่ด้อยค่าได้นอกจากนี้งานวิจัยของ Hodgson, Lhaopadchan and Buakes (2011: 53-79) ยังพบว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลการดำเนินงานที่ดี โดยการกำกับดูแลกิจการจะดูจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปี 2549 ทั้ง 5 หมวดที่จัดทำโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors - IOD) เป็นตัวชี้วัด และดูผลการดำเนินงานในหลายๆ ตัวชี้วัด เช่น ROA, ROE, Tobin’s Q และ Sales Growth เป็นต้น

การกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นเรื่องที่สำคัญและมีบทบาทอย่างมากต่อการดำเนินงานขององค์กร และหน่วยงานต่างๆ ในเอเชีย (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2551: 135) ในประเทศไทย การกำกับดูแลกิจการที่ดีเริ่มได้รับความสนใจอย่างกว้างขวางหลังวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 เนื่องจากธุรกิจจำนวนมากประสบปัญหาต้องขายหุ้น ขายกิจการ หรือปรับโครงสร้างหนี้ โดยมีสาเหตุมาจากการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี กล่าวคือ ระบบบัญชีขาดประสิทธิภาพ ขาดความน่าเชื่อถือ การบริหารงานขาดความโปร่งใส ขาดการควบคุมภายในที่ดี และขาดการตรวจสอบที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งบทเรียนเหล่านี้ทำให้องค์กรที่มีหน้าที่ในการกำกับดูแล และผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือมีส่วนได้ส่วนเสีย ต่างหันมาให้ความสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี (อนันต์ชัย คงจันทร์, 2544: 19) ตลาดหลักทรัพย์ได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นำไปเป็นแนวทางปฏิบัติในขั้นเริ่มแรกในปี 2545 โดยให้เปิดเผยในแบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีของบริษัท พร้อมทั้งแสดงเหตุผลในกรณีที่ไม่สามารถปฏิบัติตามได้ หลังจากนั้นในปี 2549 ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ที่ได้ประกาศใช้เมื่อเดือนมีนาคม 2545 ให้สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ

The Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปี 2004) (ฉันทิพมพ์ จีระสกุลชัย, คุษณีย์ ส่องเมือง, และ ขวัญสกุล เต็งอานวย, 2550: 38-39) และประกาศใช้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549 ปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 ให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) ซึ่งเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้วัดระดับ “การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน” สำหรับประเทศในกลุ่ม ASEAN

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปี 2549 ถือเป็นแนวทางในการปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งจะแบ่งเนื้อหาออกเป็น 5 หมวด โดยมีหลักการดังนี้ หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น จะกล่าวถึงผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตน หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน กล่าวถึง ผู้ถือหุ้นทุกรายควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกัน โดยคณะกรรมการควรสนับสนุนให้มีการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกัน หมวดที่ 3 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย กล่าวถึง ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสีย หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส กล่าวถึง คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญของบริษัท อย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา และโปร่งใส (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549: 5-9) จากหลักการทั้ง 4 หมวดจะเห็นได้ว่าคณะกรรมการจะเป็นผู้มีบทบาทสำคัญในการจะทำให้บรรลุวัตถุประสงค์ของหลักการทั้ง 4 หมวดนี้ ส่วนในหมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ได้เน้นย้ำถึงความบทบาทและความสำคัญของคณะกรรมการอย่างเห็นได้ชัดจากหลักการที่ว่า “คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ” (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549: 10) และจากบทบาทและความสำคัญของคณะกรรมการจึงทำให้ผู้วิจัยสนใจที่จะศึกษาการกำกับดูแลกิจการในส่วนที่เกี่ยวข้องกับคณะกรรมการบริษัทที่มีผลกระทบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth) อันเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญต่อการดำรงอยู่ของธุรกิจ

ภายใต้การดำเนินธุรกิจที่มีแข่งขันกันในปัจจุบัน ทุกองค์กรล้วนต้องดำเนินธุรกิจเพื่อผลกำไรอันสูงสุด และพยายามบริหารจัดการองค์กรให้พร้อมรับมือต่อการเปลี่ยนแปลงในอนาคต ไม่ว่าจะเป็นการบริหารจัดการทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ หรือการพิจารณาขยายกิจการในระดับที่

เหมาะสม (ศุภชัย ศรีสุชาติ, 2547: 2) ในการพิจารณาขยายกิจการ หรือเลือกลงทุนในโครงการใด โครงการหนึ่งจะต้องมีการประเมินศักยภาพของกิจการ Myers (1977, cited in Kallapur and Trombley, 1999: 507) กล่าวถึง “กลุ่ม โอกาสในการลงทุน” (Investment Opportunity Set – IOS) ของบริษัทไว้ว่า เป็นการแสดงถึงมูลค่าของกิจการอันสัมพันธ์กับการวางแผนการใช้เงินในอนาคตของบริษัท เพราะฉะนั้นกลุ่มโอกาสในการลงทุนไม่เพียงแต่แสดงถึงโอกาสในการลงทุน เช่น การนำสินทรัพย์ไปลงทุน แต่ยังรวมถึงการพิจารณาถึงค่าใช้จ่ายที่จะเกิดขึ้นในอนาคต เช่น ค่าใช้จ่ายสำหรับการโฆษณาสินค้า เพื่อเพิ่มโอกาสในการประสบความสำเร็จของบริษัท โดยทั่วไปกลุ่มโอกาสในการลงทุนของบริษัทจะขึ้นอยู่กับปัจจัยเฉพาะของบริษัท เช่น ทุนกายภาพ (Physical capital) และทุนมนุษย์ (Human capital) ในบริษัทนั้นๆ เช่นเดียวกันกับลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรม และปัจจัยทางเศรษฐกิจโดยรวม เพราะกลุ่มโอกาสในการลงทุนของบริษัทประกอบด้วยหลากหลายโครงการที่จะทำให้บริษัทเติบโต Kallapur and Trombley (1999: 505) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแทนการวัดกลุ่มโอกาสในการลงทุนและการเจริญเติบโตของบริษัท พบว่ากลุ่มโอกาสในการลงทุนมีผลกระทบต่อการเจริญเติบโตของบริษัทภายในช่วง 3-5 ปี ส่วน Lang, Ofek and Stulz (1996: 3) ศึกษาเกี่ยวกับการก่อกำเนิดเพื่อนำไปลงทุน กับการเจริญเติบโตของบริษัท พบว่า การก่อกำเนิดเพื่อนำไปลงทุน ไม่ก่อให้เกิดความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนที่ดี

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นองค์กรที่มีบทบาทสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศ ในด้านการเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญของกิจการ เป็นตลาดรองในการซื้อขายหลักทรัพย์ และเป็นช่องทางในการลงทุนของผู้ที่มีเงินทุนส่วนเกิน ซึ่งบทบาทเหล่านี้เป็นบทบาทที่เป็นจักรกลหนึ่งในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศและภูมิภาค (ศุภชัย ศรีสุชาติ, 2547: 36) และจากความสำคัญดังกล่าวตลาดหลักทรัพย์จึงต้องมีการควบคุมบริษัทที่จะเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพราะจะแสดงให้เห็นถึงการมีระบบบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย จึงกล่าวได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549: 2)

จากข้อมูลดังกล่าวข้างต้นทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจในการศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่เกี่ยวข้องกับคณะกรรมการในส่วนของโครงสร้างของคณะกรรมการ (Board Structure) ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ ((Proportion of Independent Directors) และขนาดของคณะกรรมการ

(Board Size) ซึ่งหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549 ให้ความสำคัญและกล่าวถึงเป็นข้อแรกในแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ ของหมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ รวมไปถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of Management Share Ownerships) ที่เป็นคณะกรรมการบริษัท (Board of Director) ซึ่งจะทำให้คณะกรรมการเพิ่มบทบาทการเป็นผู้ถือหุ้น และน่าจะคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น บริหารงานเพื่อสร้างผลตอบแทนที่ดี ส่งผลกระทบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท จากการตรวจสอบงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตของคุณลักษณะทั้ง 3 ด้านนี้ พบว่า มีผลงานวิจัยในต่างประเทศที่พบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ และ ไม่มีความสัมพันธ์ จึงเป็นที่น่าสนใจในการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่า ผลการวิจัยจะเป็นอย่างไร นอกจากนี้ผู้วิจัยยังสนใจที่จะศึกษาผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท เนื่องจากในยุทธศาสตร์การวิจัยที่ 2: การสร้างศักยภาพและความสามารถในการพัฒนาทางเศรษฐกิจ กลยุทธ์การวิจัยที่ 3 แผนงานวิจัยที่ 7: กล่าวถึง การวิจัยเกี่ยวกับการพัฒนาและการจัดการนิคมอุตสาหกรรม โดยเฉพาะอย่างยิ่งในพื้นที่ที่ต้องการการพัฒนา เพื่อรองรับการขยายตัวทางเศรษฐกิจ การค้า และการลงทุนในอนาคต (สำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ, 2555) จากยุทธศาสตร์การวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่ารัฐบาลให้การสนับสนุนการลงทุนในอนาคต เพราะเป็นส่วนหนึ่งในการช่วยขับเคลื่อนการขยายตัวทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ในแผนพัฒนาตลาดทุนไทยที่จัดทำขึ้นในปี 2552 ยังได้กล่าวถึงความสำคัญของการพัฒนาตลาดทุนไทยในการสร้างขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ รวมถึงการให้ความสำคัญในเรื่องการสร้างระบบบรรษัทภิบาลที่ดีของระบบเศรษฐกิจ เพราะจะช่วยให้การดำเนินธุรกิจมีความโปร่งใส เกิดการแข่งขันอย่างเป็นธรรม สามารถลดต้นทุนของการบริหารจัดการ และสามารถระดมทุนได้ด้วยต้นทุนที่ต่ำ (คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทย, 2552) ความโปร่งใสเป็นหัวใจที่จะทำให้การดำเนินธุรกิจเป็นธรรม และเป็นประโยชน์ต่อทุกฝ่าย ไม่ปิดบัง บิดเบือน หรือเอาแต่ประโยชน์ส่วนตน (ธวัช ภูษิต โภย ไลย, 2547: 139) ซึ่งในงานวิจัยนี้จะศึกษาผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท เพื่อพิจารณาบทบาทของการกำกับดูแลกิจการในการกระตุ้นให้มีการเลือกกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดีซึ่งน่าจะส่งผลกระทบต่อการเจริญเติบโตของบริษัทในอีกทางหนึ่ง ซึ่งจะ เป็นประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ นำไปส่งเสริมหรือปรับปรุงประสิทธิภาพการบริหารจัดการและการดำเนินงาน ปรับปรุงกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลกระทบต่อ การเจริญเติบโตของบริษัท และกำหนดนโยบายการลงทุน ตัวสนใจเลือกลงทุนในโครงการที่เหมาะสม เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นและนักลงทุน ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนกับบริษัทที่มีการ

เจริญเติบโตสูง รวมทั้งเป็นประโยชน์ต่อผู้กำหนดกฎเกณฑ์ในการพัฒนา และปรับปรุงกลไกการกำกับดูแลกิจการ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การศึกษาวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ผู้วิจัยได้กำหนดวัตถุประสงค์หลักไว้ ดังนี้

1. เพื่อวิเคราะห์คุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในด้านการกำกับดูแลกิจการ ด้านกลุ่มโอกาสในการลงทุน และด้านการเจริญเติบโตของบริษัท ในแต่ละปีของช่วงเวลาที่ศึกษา และในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม
2. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท
3. เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในการเปรียบเทียบประสิทธิภาพการบริหารจัดการ และการดำเนินงานของบริษัท ในด้านการกำกับดูแลกิจการ ด้านกลุ่มโอกาสในการลงทุน และด้านการเจริญเติบโตของบริษัท กับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นๆ สามารถนำไปส่งเสริม หรือปรับปรุงประสิทธิภาพการบริหารจัดการ และการดำเนินงานของบริษัท
2. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น และนักลงทุน ในการเลือกลงทุนกับบริษัทที่มีการเจริญเติบโตสูง โดยพิจารณาจากการที่บริษัทมีหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี และมีโอกาสในการลงทุนที่ดี
3. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และผู้กำหนดกฎเกณฑ์ ในการพัฒนา และปรับปรุงกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัท

4. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในการพิจารณากำหนดนโยบายการลงทุน และการตัดสินใจเลือกลงทุนในโครงการที่เหมาะสม

ขอบเขตการวิจัย

ขอบเขตในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจำแนกออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคและบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี ทั้งนี้ไม่รวม ธุรกิจการเงิน ได้แก่ ธนาคาร ประกันภัยและประกันชีวิต และเงินทุนและหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นธุรกิจที่มีลักษณะพิเศษทั้งด้านสินทรัพย์และกฎระเบียบข้อบังคับด้านสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน โดยศึกษาบริษัทที่มีข้อมูลเปิดเผยต่อสาธารณะชนตั้งแต่ปี 2546-2554 เพราะเป็นช่วงที่มีข้อมูลเกี่ยวกับหลักการกำกับดูแลกิจการครบถ้วน หลังจากในปี 2545 ตลาดหลักทรัพย์เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ให้แก่บริษัทจดทะเบียน เพื่อใช้เป็นแนวทางปฏิบัติ และในการศึกษาครั้งนี้ ตัวแปรตาม คือ การเจริญเติบโตของบริษัท เป็นเรื่องของการคำนวณการเปลี่ยนแปลง ดังนั้นงานวิจัยนี้จะศึกษาข้อมูลตั้งแต่ปี 2547 แต่ในการวิเคราะห์จะเก็บข้อมูลตั้งแต่ปี 2546 เพื่อใช้เป็นปีฐานในการคำนวณ การเจริญเติบโตของบริษัท ด้วยตัวชี้วัด คือ อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ในปี 2547 นอกจากนี้บริษัทที่จะนำมาศึกษาจะต้องมีข้อมูลครบถ้วนทุกปี ตั้งแต่ปี 2546-2554 โดยเก็บข้อมูลจากการทบทวนเอกสารแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1), SETSMART และข้อมูลการกำกับดูแลกิจการจากฐานข้อมูลวิจัยของคณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตศรีราชา

นิยามศัพท์

ความหมายของศัพท์ที่ใช้ในสำหรับงานวิจัยเรื่อง ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุน ต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท มีดังนี้

ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size - BS) หมายถึง จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท (Board of Director) ประกอบด้วย คณะกรรมการที่เป็นผู้บริหาร (Executive Director - ED) และกรรมการจากภายนอกที่ไม่ได้มีตำแหน่งเป็นผู้บริหาร (Non-Executive Director - NED)

กรรมการอิสระ (Independent Director) หมายถึง กรรมการจากภายนอกที่ไม่ได้มีตำแหน่งเป็นผู้บริหาร (NED) เป็นอิสระจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้บริหาร และผู้ที่เกี่ยวข้อง และมีต้องคุณสมบัติตามข้อกำหนดของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สัดส่วนของกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors – IND) หมายถึง อัตราส่วนกรรมการอิสระต่อขนาดของคณะกรรมการ

การถือหุ้นของผู้บริหาร (Management Share Ownerships) หมายถึง การถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัท (Board of Director Ownerships) ทั้งนี้รวมถึงการถือหุ้นของผู้ที่เกี่ยวข้องตามมาตรา 258 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สามารถดูรายละเอียดในภาคผนวก ข)

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of Management Share Ownerships – MSO) หมายถึง อัตราส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการบริษัท (Board of Director Ownerships) ต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ออกจำหน่ายแล้ว

กลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set - IOS) หมายถึง กลุ่มของตัวแทนที่ใช้วัดโอกาสในการลงทุนของบริษัทต่างๆ ในงานวิจัยนี้จะใช้ตัวแทนตามเกณฑ์ราคา (Price-base) ตามแนวคิดของ Kallapur and Trombley (1999) คือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to Book Value of Assets Ratios – MBVA)

กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry) หมายถึง กลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แบ่งเป็น 7 กลุ่ม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคและบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี ทั้งนี้ไม่รวมธุรกิจการเงิน ได้แก่ ธนาคาร ประกันภัยและประกันชีวิต และเงินทุนและหลักทรัพย์

บทที่ 2

การตรวจเอกสาร

การศึกษาค้นคว้าของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ผู้วิจัยได้ตรวจเอกสาร รวบรวมหลักการ ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศและต่างประเทศ ดังนี้

1. หลักการการกำกับดูแลกิจการ (Principles of Corporate Governance)
2. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)
3. ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory)
4. หลักการการจัดการทางการเงิน (Principles of Financial Management)
5. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
6. กรอบแนวคิดในการวิจัย
7. สมมติฐานการวิจัย

หลักการกำกับดูแลกิจการ

ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ (Principles of Corporate Governance)

มีผู้ให้นิยามความหมายของการกำกับดูแลกิจการ ดังต่อไปนี้

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หรือ บรรษัทภิบาล ตามความหมายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่าง คณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549: 2)

องค์การเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (The Organisation for Economic Co-Operation and Development - OECD) ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ ว่าเป็น “ระบบกำกับและควบคุมกิจการ โดยการแบ่งแยกสิทธิและหน้าที่ของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น คณะกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น หรือผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นๆ ซึ่งกำหนดเป็นหลักเกณฑ์และวิธีการปฏิบัติเพื่อใช้ในการตัดสินใจในกรณีต่างๆ ขึ้นในกิจการ โดยยึดวัตถุประสงค์ของกิจการเป็นสำคัญ” (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551ก: 1)

California Public Employees Retirement System (“CalPERS”) ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการที่ดี หมายถึง ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ที่เกี่ยวข้องหลายฝ่ายในการกำหนดทิศทางและผลการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่ ผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และฝ่ายจัดการหรือผู้จัดการ (เกียรติศักดิ์ จีระเชียรนาถ, 2542 อ่างใน สินีนาถ กำเนิดเพชร, 2549: 15)

เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์ (2552: 191) กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หมายถึง กลไกที่ถูกสร้างขึ้นเพื่อใช้ในการควบคุมดูแล (Monitor) การทำงานและการประสานผลประโยชน์ของฝ่ายต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจ ได้แก่ ผู้จัดการหรือผู้บริหาร เจ้าของกิจการ หรือผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ และผู้บริโภค เป็นต้น

พรนพ พุกกะพันธุ์ (2546: 280) กล่าวว่า บรรษัทภิบาล เป็นคำที่มาจากคำว่า บรรษัท และอภิบาล โดย บรรษัท หมายถึง Corporation อันแสดงถึงองค์กรขนาดใหญ่ ที่ทำธุรกิจเพื่อมุ่งหวังผล

กำไร (Profit) มีเสถียรภาพ (Stability) มีการเจริญเติบโต (Growth) และเพื่อแผ่ต่อสังคม (Social Contribution) ส่วน อภิบาล หมายถึง การปกครองที่เปี่ยมด้วยความเอื้ออาทรอันบิดา มารดา อาทรต่อบุตร เป็นการปกครองที่เต็มไปด้วยจิตวิญญาณของการเล็งเห็นคุณค่าและศักดิ์ศรีแห่งความเป็นมนุษย์ ซึ่งแตกต่างจากการปกครองด้วยอำนาจหรือด้วยอาวุธ กล่าวโดยสรุปได้ว่า บรรษัทภิบาล Corporate Governance หมายถึง วิธีแห่งการดำรงอยู่ของบริษัทหรือองค์กร และแนวทางหรือวิถีแห่งการปฏิบัติตนของคนในองค์กรนั้นเพื่อไปสู่เป้าหมายที่ต้องการ คือ การเติบโตที่ยั่งยืน และมีความสุขในการประกอบธุรกิจ

อนิวัช แก้วจางค์ และคณะ (2553: 155) กล่าวว่า บรรษัทภิบาล หมายถึง วิธีแห่งการปกครองเพื่อให้องค์กรสามารถดำเนินกิจกรรมได้อย่างราบรื่น เป็นสุข และบรรลุวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ได้โดยบุคคลในองค์กรเป็นผู้แสดงและลงมือปฏิบัติเพื่อให้เกิดการอยู่ร่วมกัน สามารถแข่งขัน และองค์กรดำรงอยู่ได้อย่างยั่งยืน

Tarantino (2008: 2) กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการเป็นกระบวนการควบคุมที่องค์กรทั้งภาครัฐและเอกชนใช้ในการดำเนินงาน ซึ่งเป็นกระบวนการที่ใช้ปกป้องผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย รวมถึงคณะกรรมการ ผู้บริหาร พนักงาน ผู้ถือหุ้น ผู้จัดการ ลูกค้า และชุมชนใกล้เคียง

จากข้อมูลดังกล่าวข้างต้น การกำกับดูแลกิจการจึงหมายถึง ระบบโครงสร้างความสัมพันธ์ การควบคุมกิจการ โดยการแบ่งแยกสิทธิและหน้าที่ของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องต่างๆ ได้แก่ ผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ ผู้บริหาร และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นๆ เพื่อช่วยในการทำงานและการประสานผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย ตลอดจนการกำหนดทิศทาง การดำเนินงาน การเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของบริษัท องค์กรสามารถดำรงอยู่ได้อย่างยั่งยืน

วัตถุประสงค์ของการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการมีวัตถุประสงค์หลัก คือ การกำกับ การติดตาม การควบคุม และการดูแล ผู้ที่ได้รับมอบหมายอำนาจหน้าที่ให้ไปทำหน้าที่ทางการบริหาร เพื่อให้ทรัพยากรขององค์กรได้นำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิภาพ ตรงตามเป้าหมาย อย่างคุ้มค่า ทั้งนี้เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดตอบแทนกลับไปยังผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างเป็นธรรม กล่าวโดยสรุป การกำกับดูแลกิจการช่วยสร้างมูลค่าของกิจการ (ศิลาพร ศรีจันทพร, 2555ก: 1)

การพัฒนากระบวนการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการเริ่มเป็นประเด็นที่ได้รับความสนใจในสหรัฐอเมริกาในทศวรรษ 1980 ซึ่งเป็นช่วงของการปรับโครงสร้างบริษัทอันเนื่องมาจากการควบรวมกิจการในรูปแบบต่างๆ เพื่อเสริมสร้างประสิทธิภาพของทรัพย์สินที่ถูกใช้ไปอย่างไม่เต็มประสิทธิภาพ และเพื่อเพิ่มผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น (สังเวียน อินทวิชัย, 2543: 12) จากข้อมูลของ Price Waterhouse (1997 อ้างใน อนันต์ชัย คงจันทร์, 2544: 20) พบว่าในทศวรรษนี้มีปัญหาความผิดพลาดจากการดำเนินงานจนทำให้เกิดการล้มละลายของบริษัทจำนวนมากในประเทศสหรัฐอเมริกาและยุโรป จึงทำให้ต้องมีการพิจารณาอย่างละเอียดรอบคอบกับบทบาทคณะกรรมการและผู้บริหารระดับสูงในการปฏิบัติหน้าที่ และมีการดำเนินงานในเรื่องดังกล่าวไว้อย่างมาก เพื่อวางกรอบในการประเมินระบบการควบคุมภายใน โดยคำนึงถึงหลักสำคัญ 3 ประการในการควบคุมและกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ 1) การปกป้องคุ้มครองสิทธิและผลประโยชน์ของผู้ที่เกี่ยวข้อง 2) พิจารณาคำหนดวิสัยทัศน์ของบริษัทที่ได้รับการสนับสนุนจากกลยุทธ์ทางธุรกิจ และแนวทางการดำเนินการที่เหมาะสม และ 3) การพัฒนากรอบโดยรวมของการควบคุมองค์การ ทรัพยากร การดำเนินงาน และสินทรัพย์ รวมถึงการดูแลประสิทธิภาพของการดำเนินงานและผลงานของผู้บริหาร

ในทศวรรษ 1990 คำว่า การกำกับดูแลกิจการ เป็นที่รู้จักกันโดยทั่วไป เจ้าของบริษัทขนาดใหญ่ในสหรัฐอเมริกาต่างให้ความสนใจกับวิธีการควบคุมดูแลกิจการและผู้ที่เกี่ยวข้อง รวมถึง ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ พนักงาน ลูกค้า ผู้จัดหา และชุมชนใกล้เคียง ไม่เพียงแต่บริษัทขนาดใหญ่ที่ได้รับผลกระทบจากการประเมินผลงาน ผู้บริโภค ผู้นำแรงงาน นักสิ่งแวดล้อม นักวิชาการ และผู้กำหนดนโยบาย ต่างมีความกังวลต่อพฤติกรรมองค์กรในระยะยาว รวมถึงการให้ความสำคัญต่อตลาดและอำนาจการผูกขาดตลาดโดยผู้ขาย และการกระตุ้นให้บริษัทมีความรับผิดชอบต่อสังคม แต่มีผู้คนจำนวนไม่มากนักที่ตั้งคำถามเกี่ยวกับ กฎ ระเบียบ และประเพณีนิยม ของบริษัทขนาดใหญ่ ในการปฏิบัติงาน การจัดการการเงิน และการควบคุมดูแลกิจการ ซึ่งสิ่งต่างๆ เหล่านี้ถือเป็นรากฐานของประเทศ ในช่วงทศวรรษ 1980 ถึงช่วงต้นทศวรรษ 1990 เกิดความสับสน มีปัญหาด้านการกำกับดูแลกิจการ รวมไปถึงอำนาจหน้าที่ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท กฎในการเข้าควบรวมกิจการ บทบาทของนักลงทุนสถาบัน และการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้บริหารระดับสูงขององค์กร ปัญหาด้านการกำกับดูแลกิจการถูกนำมาตรวจสอบอย่างละเอียด และกลายเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณาถึงศักยภาพการเจริญเติบโตของบริษัทในสหรัฐอเมริกา รวมถึงประสิทธิภาพการบริหารจัดการบริษัทในต่างประเทศ นอกจากนี้วารสาร และสิ่งตีพิมพ์ส่วนใหญ่เริ่มหันมาให้ความสนใจในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการ การปฏิรูปการจัดตั้งคณะกรรมการระดับสูง การนำเสนอกฎ ระเบียบ และกฎหมาย

ใหม่ ตลอดจนผู้นำองค์กรและนักลงทุนต่างๆ ต่างให้ความสำคัญต่อการตรวจสอบการปฏิบัติตามกฎระเบียบต่างๆ ไม่ว่าจะกฎ ระเบียบ เหล่านั้นจะถูกประกาศใช้อย่างเป็นทางการหรือไม่ก็ตาม (Blair, 1995: 1-2)

ปัจจุบันการกำกับดูแลกิจการถูกกล่าวถึงอย่างแพร่หลายในวงการธุรกิจ มีหลักสูตรการเรียนการสอนอย่างเป็นระบบ บทความและสิ่งตีพิมพ์ถูกรวบรวมไว้ในสารานุกรม อีกทั้งยังถูกอภิปรายและกล่าวถึงเป็นอย่างมากในการประชุมทางวิชาการ นอกจากนี้องค์กรเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (OECD) ได้มีการปรับปรุงหลักการการกำกับดูแลกิจการ ในขณะที่มีการพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการให้กลายเป็นวัตถุประสงค์สำคัญสำหรับเศรษฐกิจเกิดใหม่ในกลุ่มประเทศในลาตินอเมริกาไปจนถึงประเทศจีน การกำกับดูแลกิจการที่ดี เปรียบเสมือนหลักการในการทำธุรกิจอย่างถูกต้อง โปร่งใส (Fair Trade) และปราศจากการแข่งขัน (Free Competition) ซึ่งเป็นเหมือนนามธรรมสามารถตีความได้หลากหลาย ดังนั้นการกำหนดเป้าหมายของบริษัทในเรื่องดังกล่าวจึงจำเป็นต้องจัดกิจกรรมสนับสนุนต่างๆ มากมาย เพื่อให้บรรลุเป้าหมายขององค์กร (Keasey, Thompson and Wright, 2005: 1)

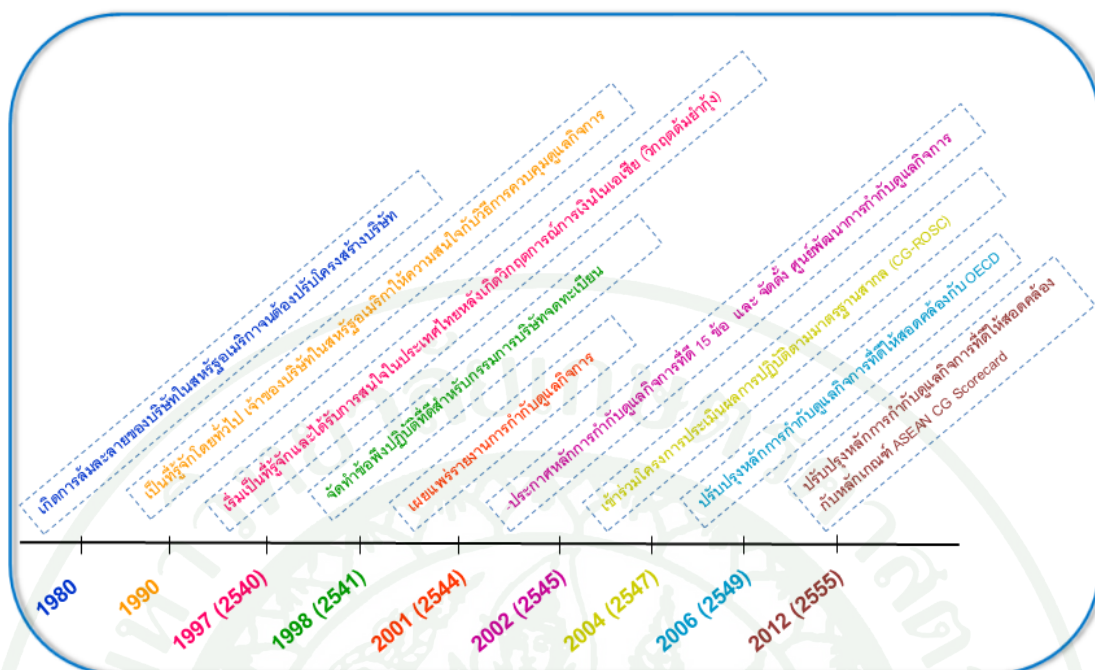
ในประเทศไทย คำว่า “การกำกับดูแลกิจการ” หรือ “บรรษัทภิบาล” เริ่มเป็นที่รู้จักและได้รับการสนใจหลังจากเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 (ค.ศ. 1997) และมีพัฒนาการมาอย่างต่อเนื่อง ดังจะเห็นได้จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เผยแพร่รายงานการกำกับดูแลกิจการ ฉบับปรับปรุงในปี 2544 เพื่อส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีบรรษัทภิบาลที่ดี โดยเสนอหลักการที่คาดหวังให้บริษัทจดทะเบียนปฏิบัติตาม เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพิ่มคุณค่าให้กับกิจการอย่างยั่งยืน และเป็นผลดีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ ต่อมาในปี 2545 รัฐบาลได้ประกาศอย่างเป็นทางการให้ปี พ.ศ. 2545 เป็นปีเริ่มต้นแห่งการณรงค์การกำกับดูแลกิจการที่ดี และได้จัดตั้งคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติขึ้น เพื่อให้การส่งเสริมบรรษัทภิบาล มีการพัฒนาการที่เป็นรูปธรรมอย่างต่อเนื่อง และจัดเรื่องนี้ให้เป็นวาระแห่งชาติ (ศิลปพร ศรีจันทเพชร, 2555 ข: 1) ผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors – IOD) ในปี 2547 พบว่า กระบวนการการกำกับดูแลมีการพัฒนาขึ้นอย่างมาก โดยเฉพาะในส่วนของกรรมการอิสระ (Board Independence) และการลดระบบทุนนิยม แต่อย่างไรก็ตามยังเป็นที่วิพากษ์วิจารณ์ในเรื่องของความโปร่งใสเมื่อเทียบกับประเทศในเอเชียตะวันออก (Corporate Governance Update, 2004 อ้างใน Solomon, 2007: 225) จากนั้นในปี 2547 ประเทศไทยยังเข้าร่วม โครงการประเมินผลการปฏิบัติตามมาตรฐานสากลด้านบรรษัทภิบาล หรือ โครงการ CG-ROSC (Corporate Governance - Report on the Observance of Standards and Codes) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศได้ทราบ

ถึงพัฒนาการในเรื่องบรรษัทภิบาลของตลาดทุนไทยอย่างถูกต้อง (ศิลาพร ศรีจันทพร, 2555ข: 2) หลังจากนั้นในปี 2549 ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ที่ได้ประกาศใช้เมื่อเดือนมีนาคม 2545 ให้สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปี 2004) (ฉันทิพย์ จิระสกุลชัย, คุณนิษฐ์ ส่องเมือง, และ ขวัญสกุล เต็งอำนวยการ, 2550: 38-39) เพื่อให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใช้เป็นแนวทางปฏิบัติที่ดีในการกำกับดูแลกิจการต่างๆ (ศิลาพร ศรีจันทพร, 2555ข: 2)

จากการก่อตั้งประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community - AEC) ในปี 2558 ทำให้เกิดความร่วมมือในด้านต่างๆ ในภูมิภาคอาเซียน รวมถึงด้านตลาดทุนในกลุ่มอาเซียน เพื่อให้ตลาดทุนอาเซียนเป็นที่สนใจและยอมรับของผู้ลงทุนทั่วโลก คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ อาเซียน (ASEAN Capital Market Forum - ACMF) จึงได้จัดทำแผนปฏิบัติการเพื่อเชื่อมโยงตลาดทุนอาเซียน โดยการกำหนดกฎเกณฑ์ระเบียบและมาตรฐานกลางของตลาดทุนในกลุ่มอาเซียน เพื่อยกระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในอาเซียนให้ทัดเทียมกับสากล นอกจากนี้เพื่อให้ผู้ลงทุนต่างประเทศมีข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในอาเซียน ประกอบการตัดสินใจลงทุน ACMF จึงมีแนวคิดในการจัดทำโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคอาเซียนหรือ ASEAN CG Scorecard บริษัทที่ได้คะแนนดี ๆ จะเป็นที่น่าสนใจในการลงทุน โดยการประเมินดังกล่าวดำเนินการโดย CG Expert ซึ่งเป็นตัวแทนจากแต่ละประเทศ สำหรับตัวแทนประเทศไทย คือ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors - IOD) (คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2555: 2)

ในปี 2555 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนอีกครั้งให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) ซึ่งเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้วัดระดับ “การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน” สำหรับประเทศในกลุ่ม ASEAN โดยยังคงแบ่งเนื้อหาออกเป็น 5 หมวด ในแต่ละหมวดแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนของหลักการ และส่วนของแนวปฏิบัติที่ดี เหมือนเดิม แต่เพิ่มเติมในส่วนที่สอง คือ แนวปฏิบัติที่ดี โดยได้ให้รายละเอียดหรือวิธีการดำเนินการเพื่อให้บริษัทจดทะเบียนสามารถปฏิบัติตามหลักการในส่วนแรกได้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) ซึ่งสามารถอ่านรายละเอียดของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 ได้ในภาคผนวก ก

จากที่กล่าวมาข้างต้นสามารถสรุปการพัฒนากระบวนการกำกับดูแลกิจการได้ดังภาพที่ 2.1



ภาพที่ 2.1 การพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการ

นอกจากนี้ในการศึกษาการกำกับดูแลกิจการควรเป็นการศึกษาถึงการปฏิบัติและแนวปฏิบัติทั้งที่มีอยู่ในปัจจุบันและสิ่งที่ได้มีการวางแนวทางเพื่อต้องการให้เกิดขึ้นในอนาคต การกำกับดูแลกิจการที่ดีได้รับการยอมรับว่าต้องได้รับการสนับสนุนผลักดันให้เกิดผลจากทั้งองค์กรเอง (Company Discipline) และหรือการผลักดันจากตลาดและสังคม (Market Discipline) รวมทั้งการผลักดันจากกฎหมาย ระเบียบปฏิบัติที่เกี่ยวข้อง (Regulatory Discipline) ซึ่งปัจจัยทั้ง 3 ด้านนี้ ถูกเรียกได้ว่าเป็นเสาหลัก (Pillars) ของการมุ่งสู่การกำกับดูแลกิจการที่ดี (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2551: 143) บรรษัทภิบาลแห่งชาติ (2544) ได้แสดงให้เห็นถึงแรงผลักดันทั้ง 3 ด้านของการมุ่งสู่การกำกับดูแลกิจการที่ดีดังภาพที่ 2 และกล่าวถึงความหมายของแรงผลักดันแต่ละด้านไว้ดังนี้

1. การออกข้อบังคับของทางการ (Regulatory Disciplines) หมายถึง การผลักดันจากภาครัฐโดยการออกกฎหมายหรือกฎเกณฑ์ให้ผู้ที่เกี่ยวข้องต้องปฏิบัติตามมาตรฐานขั้นต่ำ
2. การกระตุ้นให้เกิดแรงผลักดันจากสังคม (Market Disciplines) หมายถึง การสร้างกลไกตลาดและแรงจูงใจ เพื่อให้กระแสสังคมเป็นแรงผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนมีบรรษัทภิบาลที่ดี

3. ความตั้งใจจากภาคเอกชน (Self Disciplines) หมายถึง การส่งเสริมให้ภาคเอกชนเห็นความสำคัญของการมีบรรษัทภิบาลที่ดี และตั้งใจนำแนวทางต่างๆ ไปปฏิบัติอย่างจริงจัง

Regulatory Disciplines



Market Disciplines

Self Disciplines

ภาพที่ 2.2 แรงผลักดันทั้ง 3 ด้านของการมุ่งสู่การกำกับดูแลกิจการที่ดี
ที่มา: บรรษัทภิบาลแห่งชาติ (2544)

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549 ประกอบด้วยหลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ แต่ไม่รวมถึงเรื่องที่ถูกกฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติไว้ชัดเจนแล้ว ซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549: 3-14) ได้แก่

หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น

หลักการ

ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน

สิทธิขั้นพื้นฐานของผู้ถือหุ้น ได้แก่ การซื้อขายหรือโอนหุ้น การมีส่วนแบ่งในกำไรของกิจการ การได้รับข่าวสาร ข้อมูลของกิจการอย่างเพียงพอ การเข้าร่วมประชุมเพื่อใช้สิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อแต่งตั้งหรือถอดถอนกรรมการ แต่งตั้งผู้สอบบัญชี และเรื่องที่มี

ผลกระทบต่อบริษัท เช่น การจัดสรรเงินปันผล การกำหนดหรือการแก้ไขข้อบังคับและหนังสือ
 บริษัทสนธิ การลดทุนหรือเพิ่มทุน และการอนุมัติรายการพิเศษ เป็นต้น

ผู้ถือหุ้นควรได้รับทราบกฎเกณฑ์และวิธีการในการเข้าร่วมประชุม และข้อมูลที่
 เพียงพอต่อการพิจารณาในแต่ละวาระก่อนการประชุมตามเวลาอันควร มีโอกาสซักถามกรรมการทั้ง
 ในที่ประชุมและส่งคำถามล่วงหน้า มีโอกาสเสนอวาระการประชุม และมีสิทธิมอบฉันทะให้ผู้อื่นเข้า
 ร่วมประชุม

แนวปฏิบัติที่ดี

1. คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายในการกำกับดูแลกิจการ โดยคำนึงถึงสิทธิของ
 ผู้ถือหุ้นซึ่งอาจไม่จำกัดเฉพาะสิทธิที่กฎหมายกำหนดไว้แล้วก็ได้
2. คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทมีการให้ข้อมูล วัน เวลา สถานที่ และวาระการ
 ประชุม ตลอดจนข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับเรื่องที่ต้องตัดสินใจในที่ประชุมแก่ผู้ถือหุ้นเป็นการ
 ล่วงหน้าอย่างเพียงพอและทันเวลา และควรแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบกฎเกณฑ์ต่างๆที่ใช้ในการประชุม
 ขั้นตอนการออกเสียงลงมติ รวมถึงการเผยแพร่ข้อมูลดังกล่าวไว้ใน Website ของบริษัทเป็นการ
 ล่วงหน้าก่อนที่จะจัดส่งเอกสาร เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นได้มีเวลาศึกษาข้อมูลประกอบการประชุม
 ล่วงหน้าอย่างเพียงพอก่อนได้รับข้อมูลในรูปแบบเอกสารจากบริษัท
3. ควรระงับการกระทำใดๆ ที่เป็นการจำกัดโอกาสของผู้ถือหุ้นในการศึกษา
 สารสนเทศของบริษัท
4. คณะกรรมการควรอำนวยความสะดวกให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิในการเข้าร่วม
 ประชุมและออกเสียงอย่างเต็มที่ และควรระงับการกระทำใดๆที่เป็นการจำกัดโอกาสการเข้าประชุม
 ของผู้ถือหุ้น เช่น การเข้าประชุมเพื่อออกเสียงลงมติ ไม่ควรมีวิธีการที่ยุ่งยากหรือมีค่าใช้จ่ายมาก
 เกินไป
5. ประธานที่ประชุมควรจัดสรรเวลาให้เหมาะสมและส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นมี โอกาส
 ในการแสดงความเห็นและตั้ง คำถามต่อที่ประชุมในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับบริษัทได้ รวมทั้งอาจเปิด
 โอกาสให้ผู้ถือหุ้นส่งคำถามล่วงหน้าก่อนวันประชุม

6. กรรมการทุกคนควรเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้น โดยผู้ถือหุ้นสามารถซักถามประธาน คณะกรรมการชุดย่อยต่างๆในเรื่องที่เกี่ยวข้องได้

หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน

หลักการ

ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย

การสร้าง ความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้นว่าคณะกรรมการและฝ่ายจัดการจะดูแลให้การใช้เงินของผู้ถือหุ้นเป็นไปอย่างเหมาะสม เป็นปัจจัยสำคัญต่อความมั่นใจในการลงทุนกับบริษัท คณะกรรมการจึงควรกำกับดูแลให้ผู้ถือหุ้นได้รับการปฏิบัติ และปกป้องสิทธิขั้นพื้นฐานที่ได้กล่าวไว้แล้วในหลักข้อแรกอย่างเท่าเทียมกัน

คณะกรรมการควรจัดกระบวนการประชุมผู้ถือหุ้นในลักษณะที่สนับสนุนให้มีการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกัน ควรเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสามารถเสนอข้อบุคคลเพื่อเข้าดำรงตำแหน่งกรรมการล่วงหน้าในเวลาอัน สมควร นอกจากนั้น ควรเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่สามารถเข้าประชุมด้วยตนเอง สามารถใช้สิทธิออกเสียงโดยมอบฉันทะให้ผู้อื่นมาประชุมและออกเสียงลงมติแทน

คณะกรรมการควรมีมาตรการป้องกันกรณีที่กรรมการและผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในเพื่อหาผลประโยชน์ให้แก่ตนเองหรือผู้อื่นในทางมิชอบ (Abusive self-dealing) ซึ่งเป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นอื่น เช่น การซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน (Insider trading) การนำข้อมูลภายในไปเปิดเผยกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกรรมการและผู้บริหารซึ่งก่อให้เกิดความเสียหายต่อผู้ถือหุ้น โดยรวม เป็นต้น

คณะกรรมการควรกำหนดให้กรรมการบริษัทและผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับส่วนได้เสียของตนและผู้เกี่ยวข้อง เพื่อให้คณะกรรมการสามารถพิจารณาธุรกรรมของบริษัทที่อาจมีความขัดแย้งของผลประโยชน์ และสามารถตัดสินใจเพื่อประโยชน์ของบริษัทโดยรวม ทั้งนี้ กรรมการ

และผู้บริหารที่มีส่วนได้เสียกับธุรกรรมที่ทำกับบริษัทไม่ควรมีส่วนร่วมในการตัดสินใจทำธุรกรรมดังกล่าว

แนวปฏิบัติที่ดี

1. คณะกรรมการควรมีนโยบายอำนวยความสะดวกให้แก่ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยในการเสนอเพิ่มวาระการประชุมล่วงหน้าก่อนวันประชุมผู้ถือหุ้น
2. คณะกรรมการควรกำหนดเกณฑ์ที่ชัดเจนเป็นการล่วงหน้าเพื่อพิจารณาว่าจะเพิ่มวาระที่ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเสนอหรือไม่
3. ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารไม่ควรเพิ่มวาระการประชุมที่ไม่ได้แจ้งเป็นการล่วงหน้าโดยไม่จำเป็น โดยเฉพาะวาระสำคัญที่ผู้ถือหุ้นต้องใช้เวลาในการศึกษาข้อมูลก่อนตัดสินใจ
4. คณะกรรมการควรกำหนดวิธีการให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเสนอชื่อบุคคลเพื่อเข้าดำรงตำแหน่งกรรมการ เช่น ให้เสนอชื่อผ่านคณะกรรมการสรรหาล่วงหน้า 3-4 เดือนก่อนวันประชุมผู้ถือหุ้น พร้อมข้อมูลประกอบการพิจารณาด้านคุณสมบัติและการให้ความยินยอมของผู้ได้รับการเสนอชื่อ
5. คณะกรรมการควรสนับสนุนให้ผู้ถือหุ้นใช้หนังสือมอบฉันทะรูปแบบที่ผู้ถือหุ้นสามารถกำหนดทิศทางลงคะแนนเสียงได้ และควรเสนอชื่อกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 คนเป็นทางเลือกในการมอบฉันทะของผู้ถือหุ้น
6. คณะกรรมการควรสนับสนุนให้มีการใช้บัตรลงคะแนนเสียงในวาระที่สำคัญ เช่น การทำรายการเกี่ยวโยง การทำรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ เป็นต้น เพื่อความโปร่งใสและตรวจสอบได้ ในกรณีมีข้อโต้แย้งในภายหลัง
7. คณะกรรมการควรเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิในการแต่งตั้งกรรมการเป็นรายคน
8. คณะกรรมการควรกำหนดแนวทางในการเก็บรักษาและป้องกันการรั่วไหลข้อมูลภายในเป็นลายลักษณ์อักษร และแจ้งแนวทางดังกล่าวให้ทุกคนในองค์กรถือปฏิบัติ และควร

กำหนดให้กรรมการทุกคนและผู้บริหารที่มีหน้าที่รายงานการถือครองหลักทรัพย์ตามกฎหมายจัดส่งรายงานดังกล่าวให้แก่คณะกรรมการเป็นประจำ

หมวดที่ 3 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย

หลักการ

ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ

ในระบบการกำกับดูแลกิจการมีผู้มีส่วนได้เสียหลายกลุ่มด้วยกัน ที่สำคัญ ได้แก่ ลูกค้า พนักงาน คู่ค้า ผู้ถือหุ้น หรือผู้ลงทุน เจ้าหนี้ และชุมชนที่บริษัทตั้งอยู่ สังคม หรือภาครัฐ กลุ่มผู้มีส่วนได้เสียอื่น ได้แก่ คู่แข่ง และผู้สอบบัญชีอิสระ เป็นต้น

คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายให้มีการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียแต่ละกลุ่มโดยคำนึงถึงสิทธิของผู้มีส่วนได้เสียดังกล่าวตามกฎหมายหรือตามข้อตกลงที่มีกับบริษัท ไม่ควรกระทำการใดๆ ที่เป็นการละเมิดสิทธิของผู้มีส่วนได้เสียเหล่านั้น และควรกำหนดมาตรการชดเชยกรณีผู้มีส่วนได้เสียได้รับความเสียหายจากการละเมิดสิทธิ

คณะกรรมการควรพัฒนากลไกการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างเสริมผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อสร้างความมั่นคงอย่างยั่งยืนให้กับกิจการ และควรเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องให้ผู้มีส่วนได้เสียเหล่านั้นได้รับทราบอย่างเพียงพอ เพื่อให้สามารถทำหน้าที่ในการมีส่วนร่วมดังกล่าวได้อย่างมีประสิทธิภาพ

คณะกรรมการควรมีมาตรการในการแจ้งเบาะแสดต่อคณะกรรมการในประเด็นเกี่ยวกับการทำผิดกฎหมาย ความถูกต้องของรายงานทางการเงิน ระบบควบคุมภายในที่บกพร่อง หรือการผิดจรรยาบรรณ และควรมีกลไกคุ้มครองสิทธิของผู้แจ้งเบาะแสดดังกล่าวด้วย

คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายในการดูแลสิ่งแวดล้อมและสังคมอย่างชัดเจน

แนวปฏิบัติที่ดี

1. คณะกรรมการควรระบุได้ว่า ผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทคือกลุ่มใดบ้าง แต่ละกลุ่มมีสิทธิตามกฎหมายอย่างไร
2. คณะกรรมการควรจัดให้มีแนวทางดำเนินการที่ชัดเจนกรณีมีผู้แจ้งเบาะแส โดยช่องทางในการแจ้งเบาะแสมากำหนดให้ผ่านกรรมการอิสระหรือกรรมการตรวจสอบของบริษัท เพื่อสั่งการให้มีการตรวจสอบข้อมูลตามกระบวนการที่บริษัทกำหนดไว้และรายงานต่อคณะกรรมการ
3. การกำหนดนโยบายในการดูแลสิ่งแวดล้อมและสังคม คณะกรรมการควรพิจารณาเรื่องที่มีผลกระทบต่อการประกอบธุรกิจโดยตรงให้ครบถ้วน เพื่อให้ผู้เกี่ยวข้องมั่นใจว่า การประกอบธุรกิจของบริษัทได้คำนึงถึงปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม เพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืน

หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส

หลักการ

คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ

ข้อมูลสำคัญของบริษัทรวมถึง รายงานทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินต่างๆ ตามข้อกำหนดของสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น การทำหน้าที่ในรอบปีที่ผ่านมาของคณะกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อย นโยบายการกำกับดูแลกิจการ นโยบายเกี่ยวกับการดูแลสิ่งแวดล้อมและสังคม และการปฏิบัติตามนโยบายต่างๆดังกล่าว เป็นต้น

คุณภาพของรายงานทางการเงินเป็นเรื่องที่ผู้ถือหุ้นและบุคคลภายนอกให้ความสำคัญ คณะกรรมการจึงควรมั่นใจว่า ข้อมูลที่แสดงในรายงานทางการเงินมีความถูกต้อง เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไป และผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีที่เป็นอิสระ

ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการเป็นผู้ที่อยู่ในฐานะเหมาะสมที่สุดในการทำหน้าที่ “โฆษก” ของบริษัท อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการอาจแต่งตั้งให้กรรมการท่านอื่นหรือผู้บริหารทำหน้าที่ดังกล่าวแทน โดยผู้ที่ได้รับแต่งตั้งควรทำหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง นอกจากนี้ คณะกรรมการควรจัดให้มีหน่วยงานหรือผู้รับผิดชอบงานเกี่ยวกับ “ผู้ลงทุนสัมพันธ์” เพื่อสื่อสารกับบุคคลภายนอก เช่น ผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุนทั่วไป นักวิเคราะห์ และภาครัฐที่เกี่ยวข้องอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรม

แนวปฏิบัติที่ดี

1. นอกจากการเผยแพร่ข้อมูลตามเกณฑ์ที่กำหนดและผ่านช่องทางของตลาดหลักทรัพย์ฯ แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีแล้ว คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีการเปิดเผยข้อมูลทั้งภาษาไทยและภาษาอังกฤษผ่านช่องทางอื่นๆ ด้วย เช่น Website ของบริษัท โดยควรปรับปรุงข้อมูลให้เป็นปัจจุบันอย่างสม่ำเสมอ
2. คณะกรรมการควรรายงานนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ได้ให้ความเห็นชอบไว้ โดยสรุป และผลการปฏิบัติตามนโยบายดังกล่าวผ่านช่องทางต่างๆ เช่น รายงานประจำปี และ Website ของบริษัท เป็นต้น หากคณะกรรมการกำหนดนโยบายเกี่ยวกับการดูแลสิ่งแวดล้อมและสังคม ก็ควรเปิดเผยนโยบายและการปฏิบัติตามนโยบายดังกล่าวด้วย
3. คณะกรรมการควรจัดให้มีรายงานความรับผิดชอบของคณะกรรมการต่อรายงานทางการเงินแสดงควบคู่กับรายงานของผู้สอบบัญชีในรายงานประจำปี
4. คณะกรรมการควรดูแลให้มีการเปิดเผยบทบาทและหน้าที่ของคณะกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อย จำนวนครั้งของการประชุมและจำนวนครั้งที่กรรมการแต่ละท่านเข้าร่วมประชุมในปีที่ผ่านมาและความเห็นจากการทำหน้าที่
5. นอกจากการเปิดเผยตามข้อกำหนดต่างๆ แล้ว คณะกรรมการควรเปิดเผยนโยบายการจ่ายค่าตอบแทนแก่กรรมการและ ผู้บริหารระดับสูงที่สะท้อนภาระหน้าที่และความรับผิดชอบของแต่ละคน รวมทั้งรูปแบบหรือลักษณะของค่าตอบแทนด้วย ทั้งนี้ จำนวนเงินค่าตอบแทนที่เปิดเผยควรรวมถึงค่าตอบแทนที่กรรมการแต่ละท่านได้รับจากการเป็นกรรมการของบริษัทย่อยด้วย

หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

หลักการ

คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ

คณะกรรมการควรมีภาวะผู้นำ วิสัยทัศน์ และมีความเป็นอิสระในการตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้น โดยรวม คณะกรรมการควรจัดให้มีระบบแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายจัดการที่ชัดเจน และดูแลให้บริษัทมีระบบงานที่ให้ความเชื่อมั่นได้ว่ากิจกรรมต่างๆของบริษัทได้ดำเนินไปในลักษณะที่ถูกต้องตามกฎหมายและมีจริยธรรม

คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งในด้านทักษะ ประสบการณ์ ความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์กับบริษัท รวมทั้งการอุทิศเวลาและความพยายามในการปฏิบัติหน้าที่ เพื่อเสริมสร้างให้บริษัทมีคณะกรรมการที่เข้มแข็ง

กระบวนการสรรหาผู้ดำรงตำแหน่งกรรมการบริษัทเพื่อให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นผู้แต่งตั้งควรมีความโปร่งใส ปราศจากอิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือฝ่ายจัดการ และสร้างความมั่นใจให้กับบุคคลภายนอก

เพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล คณะกรรมการควรจัดให้มีคณะกรรมการชุดย่อยต่างๆ เพื่อช่วยศึกษาและกลั่นกรองงานตามความจำเป็น โดยเฉพาะในกรณีที่ต้องอาศัยความเป็นกลางในการวินิจฉัย และควรกำหนดนโยบาย บทบาทหน้าที่รับผิดชอบ กระบวนการทำงาน เช่น การดำเนินการประชุมและการรายงานต่อคณะกรรมการไว้อย่างชัดเจน

กรรมการทุกคนควรเข้าใจเป็นอย่างดีถึงหน้าที่ความรับผิดชอบของกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท พร้อมทั้งจะแสดงความคิดเห็นของตนอย่างเป็นอิสระและปรับปรุงตัวเองให้ทันสมัยอยู่ตลอดเวลา กรรมการควรปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต ระมัดระวังและรอบคอบ โดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของบริษัทและเป็นธรรมต่อ ผู้ถือหุ้นทุกคน โดยได้รับข้อมูล

ที่ถูกต้องและครบถ้วน นอกจากนี้ กรรมการทุกคนควรอุทิศเวลาให้เพียงพอเพื่อปฏิบัติหน้าที่ตามความรับผิดชอบได้อย่างเต็มที่ เป็นหน้าที่ของกรรมการที่ต้องเข้าประชุมคณะกรรมการทุกครั้ง ยกเว้นกรณีที่มีเหตุผลพิเศษจริงๆ

การกำหนดค่าตอบแทนกรรมการเป็นเรื่องเกี่ยวกับผลประโยชน์ของกรรมการโดยตรง กรรมการจึงไม่ควรอนุมัติค่าตอบแทนของตนเอง คณะกรรมการควรจัดให้มีกระบวนการกำหนดค่าตอบแทนที่โปร่งใสและขอความเห็นชอบจาก ผู้ถือหุ้น ระดับและองค์ประกอบของค่าตอบแทนกรรมการควรเหมาะสมและเพียงพอที่จะจูงใจและรักษากรรมการที่มี คุณภาพตามที่ต้องการ แต่ควรหลีกเลี่ยงการจ่ายที่เกินสมควร

แนวปฏิบัติที่ดี

1. โครงสร้างคณะกรรมการ

1.1 คณะกรรมการควรกำหนดจำนวนกรรมการที่ควรจะมีและองค์ประกอบที่ควรจะเป็นของคณะกรรมการด้วยความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งคณะ แต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน นอกจากนี้ จำนวนกรรมการที่เหลือควรเป็นไปตามสัดส่วนอย่างยุติธรรมของเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นแต่ละกลุ่ม

1.2 คณะกรรมการควรกำหนดวาระการดำรงตำแหน่งของกรรมการไว้อย่างชัดเจน โดยระบุไว้ในนโยบายการกำกับดูแล กิจการ

1.3 คณะกรรมการควรพิจารณาความเหมาะสมของการกำหนดคุณสมบัติของ “กรรมการอิสระ” เช่น ควรกำหนดให้เข้มงวดกว่าข้อกำหนดขั้นต่ำของสำนักงาน กสศ. และตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ เพื่อให้กรรมการอิสระของบริษัทมีความเป็นอิสระอย่างแท้จริงเหมาะสมกับลักษณะเฉพาะของบริษัท

1.4 ประสิทธิภาพของการปฏิบัติหน้าที่ในฐานะกรรมการบริษัทอาจลดลง หากจำนวนบริษัทที่กรรมการไปดำรงตำแหน่งมีมากขึ้นไป ดังนั้น คณะกรรมการควรพิจารณาประสิทธิภาพการทำงานของกรรมการที่ดำรงตำแหน่งหลายบริษัทอย่างรอบคอบ หรือกำหนดจำนวน

บริษัทที่กรรมการแต่ละคนจะไปดำรงตำแหน่งให้เหมาะสมกับลักษณะหรือสภาพธุรกิจของบริษัท และควรให้มีการเปิดเผยข้อมูลการดำรงตำแหน่งของกรรมการแต่ละคนให้ผู้ถือหุ้นทราบ

1.5 คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายและวิธีปฏิบัติในการไปดำรงตำแหน่ง กรรมการที่บริษัทอื่นของกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงของบริษัทอย่างชัดเจน ทั้งประเภท ของตำแหน่งกรรมการและจำนวนบริษัทที่สามารถไปดำรงตำแหน่งได้ เช่น ต้องผ่านความเห็นชอบ จากคณะกรรมการก่อน เป็นต้น

1.6 ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีหน้าที่ความรับผิดชอบต่างกัน คณะกรรมการควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจน และ เพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออก จากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ

1.7 คณะกรรมการควรเลือกให้กรรมการอิสระดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ

1.8 บริษัทควรมีเลขานุการบริษัทซึ่งทำหน้าที่ให้คำแนะนำด้านกฎหมายและ กฎเกณฑ์ต่างๆที่คณะกรรมการจะต้องทราบและปฏิบัติหน้าที่ในการดูแลกิจกรรมของคณะกรรมการ รวมทั้งประสานงานให้มีการปฏิบัติตามมติคณะกรรมการ

2. คณะกรรมการชุดย่อย

2.1 นอกจากคณะกรรมการตรวจสอบที่ต้องจัดให้มีตามข้อกำหนดของตลาด หลักทรัพย์ฯ แล้ว คณะกรรมการควรพิจารณาจัดให้มีคณะกรรมการชุดย่อยอื่นเพื่อการกำกับดูแล กิจการที่ดี ดังนี้

- คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน ทำหน้าที่พิจารณาหลักเกณฑ์ในการ จ่ายและรูปแบบค่าตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารระดับสูงเพื่อเสนอความเห็นต่อคณะกรรมการ โดยคณะกรรมการเป็นผู้อนุมัติค่าตอบแทนของผู้บริหารระดับสูง ส่วนค่าตอบแทนของกรรมการ คณะกรรมการจะต้องนำเสนอที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้เป็นผู้อนุมัติ
- คณะกรรมการสรรหา ทำหน้าที่พิจารณาหลักเกณฑ์และกระบวนการใน การสรรหาบุคคลที่มีคุณสมบัติเหมาะสมเพื่อดำรงตำแหน่งกรรมการและผู้บริหารระดับสูง รวมทั้ง

คัดเลือกบุคคลตามกระบวนการสรรหาที่ได้กำหนดไว้ และเสนอความเห็นต่อคณะกรรมการ ซึ่งจะนำเสนอที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้เป็นผู้แต่งตั้งกรรมการ

2.2 เพื่อความโปร่งใสและเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่ สมาชิกส่วนใหญ่ของคณะกรรมการชุดย่อยควรเป็นกรรมการอิสระและประธานคณะกรรมการชุดย่อยควรเป็นกรรมการอิสระ

2.3 ประธานคณะกรรมการไม่ควรเป็นประธานหรือสมาชิกในคณะกรรมการชุดย่อย เพื่อให้การทำหน้าที่ของคณะกรรมการชุดย่อยมีความเป็นอิสระอย่างแท้จริง

3. บทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

3.1 คณะกรรมการควรทำหน้าที่พิจารณาและให้ความเห็นชอบในเรื่องที่สำคัญเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท เช่น วิสัยทัศน์และภารกิจ กลยุทธ์ เป้าหมายทางการเงิน ความเสี่ยง แผนงาน และงบประมาณ รวมทั้งกำกับ ควบคุม ดูแลให้ฝ่ายจัดการดำเนินงานตามนโยบายและแผนที่กำหนดไว้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล

3.2 คณะกรรมการควรจัดให้มีนโยบายการกำกับดูแลกิจการของบริษัทเป็นลายลักษณ์อักษร และให้ความเห็นชอบนโยบายดังกล่าว คณะกรรมการควรทบทวนนโยบายและการปฏิบัติตามนโยบายดังกล่าวเป็นประจำ อย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง

3.3 คณะกรรมการควรส่งเสริมให้จัดทำจรรยาบรรณธุรกิจที่เป็นลายลักษณ์อักษร เพื่อให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานทุกคนเข้าใจถึงมาตรฐานด้านจริยธรรมที่บริษัทใช้ในการดำเนินธุรกิจ คณะกรรมการควรติดตามให้มีการปฏิบัติตามจรรยาบรรณดังกล่าวอย่างจริงจัง

3.4 คณะกรรมการควรพิจารณาเรื่องความขัดแย้งของผลประโยชน์อย่างรอบคอบ การพิจารณาการทำรายการที่อาจมีความขัดแย้งของผลประโยชน์ควรมีแนวทางที่ชัดเจนและเป็นไปเพื่อผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวมเป็นสำคัญ โดยที่ผู้มีส่วนได้เสียไม่ควรมีส่วนร่วมในการตัดสินใจ และคณะกรรมการควรกำกับดูแลให้มีการปฏิบัติตามข้อกำหนดเกี่ยวกับขั้นตอนการดำเนินการและการเปิดเผยข้อมูลของรายการที่อาจมีความขัดแย้งของผลประโยชน์ให้ถูกต้องครบถ้วน

3.5 คณะกรรมการควรจัดให้มีระบบการควบคุมด้านการดำเนินงาน ด้านรายงานทางการเงิน และด้านการปฏิบัติตามกฎ ระเบียบ และนโยบาย คณะกรรมการควรจัดให้มีบุคคลหรือหน่วยงานที่มีความเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่ เป็นผู้รับผิดชอบในการตรวจสอบระบบการควบคุมดังกล่าว และควรทบทวนระบบอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง

3.6 คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายด้านการบริหารความเสี่ยง (Risk Management Policy) ให้ครอบคลุมทั้งองค์กร โดยให้ฝ่ายจัดการเป็นผู้ปฏิบัติตามนโยบายและรายงานให้คณะกรรมการทราบเป็นประจำ และควรมีการทบทวนระบบหรือประเมินประสิทธิผลของการจัดการความเสี่ยงอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง และในทุกๆ ระยะเวลาที่พบว่าระดับความเสี่ยงมีการเปลี่ยนแปลง ซึ่งรวมถึงการให้ความสำคัญกับสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้าและรายการผิดปกติทั้งหลาย

4. การประชุมคณะกรรมการ

4.1 บริษัทควรจัดให้มีกำหนดการประชุมคณะกรรมการเป็นการล่วงหน้า และแจ้งให้กรรมการแต่ละคนทราบกำหนดการดังกล่าว เพื่อให้กรรมการสามารถจัดเวลาและเข้าร่วมประชุมได้

4.2 จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการควรพิจารณาให้เหมาะสมกับภาระหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท ในกรณีที่บริษัทไม่ได้มีการประชุมทุกเดือน บริษัทควรจัดทำรายงานผลการดำเนินงานเสนอให้คณะกรรมการทราบทุกเดือนเพื่อให้คณะกรรมการสามารถกำกับ ควบคุมและดูแลการปฏิบัติงานของฝ่ายจัดการได้อย่างต่อเนื่องและทันการ

4.3 ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการควรร่วมกันพิจารณาการเลือกเรื่องเข้าวาระการประชุมคณะกรรมการ โดยดูให้แน่ใจว่าเรื่องที่สำคัญได้นำเข้าร่วมไว้แล้ว กรรมการแต่ละคนมีความเป็นอิสระที่จะเสนอเรื่องเข้าสู่วาระการประชุม

4.4 เอกสารประกอบการประชุมควรส่งให้แก่กรรมการเป็นการล่วงหน้า เอกสารดังกล่าวควรมีลักษณะโดยย่อเท่าที่เป็นไปได้ แต่ให้สารสนเทศทุกอย่างที่ต้องการ สำหรับเรื่องที่ไม่ประสงค์เปิดเผยเป็นลายลักษณ์อักษรก็ให้นำเรื่องอภิปรายกันในที่ประชุม

4.5 ประธานกรรมการควรจัดสรรเวลาไว้อย่างเพียงพอที่ฝ่ายจัดการจะเสนอเรื่อง และมากพอที่กรรมการจะอภิปรายปัญหาสำคัญกันอย่างรอบคอบโดยทั่วกัน ประธานกรรมการควร ส่งเสริมให้มีการใช้ดุลยพินิจที่รอบคอบ กรรมการทุกคนควรให้ความสนใจกับประเด็นทุกเรื่องที่น่าสู่ ที่ประชุม รวมทั้งประเด็นการกำกับดูแลกิจการ

4.6 คณะกรรมการควรสนับสนุนให้กรรมการผู้จัดการเชิญผู้บริหารระดับสูงเข้าร่วมประชุมคณะกรรมการเพื่อให้สารสนเทศรายละเอียดเพิ่มเติมในฐานะที่เกี่ยวข้องกับปัญหาโดยตรง และเพื่อมีโอกาสรู้จักผู้บริหารระดับสูงสำหรับใช้ประกอบการพิจารณาแผนการสืบทอดงาน

4.7 คณะกรรมการควรเข้าถึงสารสนเทศที่จำเป็นเพิ่มเติมได้จากกรรมการผู้จัดการ หรือเลขานุการบริษัท หรือผู้บริหารอื่นที่ได้รับมอบหมาย ภายในขอบเขตนโยบายที่กำหนดไว้

4.8 คณะกรรมการควรถือเป็นนโยบายให้กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารมีโอกาสที่จะประชุมระหว่างกันเองตามความจำเป็น เพื่ออภิปรายปัญหาต่างๆเกี่ยวกับการจัดการที่อยู่ในความสนใจ โดยไม่มีฝ่ายจัดการร่วมด้วย และควรแจ้งให้กรรมการ ผู้จัดการทราบถึงผลการประชุมด้วย

5. การประเมินตนเองของคณะกรรมการ

5.1 คณะกรรมการควรประเมินผลการปฏิบัติงานด้วยตนเองเป็นประจำ เพื่อให้คณะกรรมการร่วมกันพิจารณาผลงานและปัญหา เพื่อการปรับปรุงแก้ไขต่อไป โดยควรกำหนด บรรทัดฐานที่จะใช้เปรียบเทียบกับผลปฏิบัติงานอย่างมีหลักเกณฑ์

5.2 ควรประเมินผลการปฏิบัติงานของคณะกรรมการ โดยรวมและ/หรือเฉพาะในบางเรื่อง ซึ่งไม่ได้มุ่งที่กรรมการผู้ใดผู้หนึ่งเป็นรายตัว ส่วนการประเมินผลกรรมการเป็นรายบุคคล สามารถทำได้ แต่เป็นเรื่องละเอียดอ่อน จึงควรกระทำด้วยความระมัดระวังและรอบคอบ

6. คำตอบแทน

6.1 คำตอบแทนของกรรมการควรจัดให้อยู่ในลักษณะที่เปรียบเทียบกับระดับที่ปฏิบัติอยู่ในอุตสาหกรรม ประสิทธิภาพ ภาระหน้าที่ ขอบเขตของบทบาทและความรับผิดชอบ (Accountability and Responsibility) รวมถึงประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากกรรมการแต่ละคน

กรรมการที่ได้รับมอบหมายหน้าที่และความรับผิดชอบเพิ่มขึ้น เช่น เป็นสมาชิกของคณะกรรมการชุดย่อยควรได้รับค่าตอบแทนเพิ่มที่เหมาะสมด้วย

6.2 ค่าตอบแทนของกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงควรเป็นไปตามหลักการและนโยบายที่คณะกรรมการกำหนดภายในกรอบที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น และเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท ระดับค่าตอบแทนเป็นเงินเดือน โบนัส และผลตอบแทนจูงใจในระยะยาวควรสอดคล้องกับผลงานของบริษัทและผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน

6.3 กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารทั้งหมดหรือคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนควรเป็นผู้ประเมินผลกรรมการผู้จัดการเป็นประจำทุกปีเพื่อนำไปใช้ในการพิจารณาค่าตอบแทนของกรรมการผู้จัดการ โดยใช้บรรทัดฐานที่ได้ตกลงกันล่วงหน้ากับกรรมการผู้จัดการตามเกณฑ์ที่เป็นรูปธรรม ซึ่งรวมถึงผลปฏิบัติงานทางการเงิน ผลงานเกี่ยวกับการปฏิบัติตามวัตถุประสงค์เชิงกลยุทธ์ในระยะยาว การพัฒนาผู้บริหาร ฯลฯ ผลประเมินข้างต้นควรเสนอให้คณะกรรมการพิจารณาให้ความเห็นชอบ และประธานกรรมการหรือกรรมการอาวุโสควรเป็นผู้สื่อสารผลการพิจารณาให้กรรมการผู้จัดการทราบ

7. การพัฒนากรรมการและผู้บริหาร

7.1 คณะกรรมการควรส่งเสริมและอำนวยความสะดวกให้มีการฝึกอบรมและการให้ความรู้แก่ผู้เกี่ยวข้องในระบบการกำกับดูแลกิจการของบริษัท เช่น กรรมการ กรรมการตรวจสอบ ผู้บริหาร เลขานุการบริษัท เป็นต้น เพื่อให้มีการปรับปรุงการปฏิบัติงานอย่างต่อเนื่อง การฝึกอบรมและให้ความรู้อาจกระทำเป็นการภายในบริษัทหรือใช้บริการของสถาบันภายนอก

7.2 ทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนแปลงกรรมการใหม่ ฝ่ายจัดการควรจัดให้มีเอกสารและข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการปฏิบัติหน้าที่ของกรรมการใหม่ รวมถึงการจัดให้มีการแนะนำลักษณะธุรกิจ และแนวทางการดำเนินธุรกิจของบริษัทให้แก่กรรมการใหม่

7.3 คณะกรรมการควรกำหนดให้กรรมการผู้จัดการรายงานเพื่อทราบเป็นประจำถึงแผนการพัฒนาและสืบทอดงาน ซึ่งกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงควรมีการเตรียมให้พร้อมเป็นแผนที่ต่อเนื่องถึงผู้สืบทอดงานในกรณีที่ตนไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้

7.4 คณะกรรมการควรจัดให้มีโครงการสำหรับพัฒนาผู้บริหาร โดยให้กรรมการผู้จัดการรายงานเป็นประจำทุกปีถึงสิ่งที่ได้ทำไปในช่วงปี และควรพิจารณาควบคู่กันไปเมื่อพิจารณาแผนสืบทอดงาน

ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ถูกพัฒนาขึ้นในปี 1972 โดย Alchian and Demsetz และต่อมาในปี 1976 ได้มีการขยายขอบเขตของทฤษฎีออกไปโดย Jensen and Meckling (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2543: 36) ทฤษฎีนี้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนว่าเกิดขึ้นระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยฝ่ายที่มอบอำนาจ คือ ตัวการ (Principle) และฝ่ายที่รับมอบอำนาจ คือ ตัวแทน (Agent) เพราะทฤษฎีนี้มองว่าเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น (ตัวการ) ไม่สามารถบริหารงานแต่เพียงผู้เดียวได้ จึงต้องว่าจ้างผู้บริหารหรือผู้จัดการ (ตัวแทน) เข้ามาช่วยบริหารงานแทนตน (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551ค: 2)

วรศักดิ์ ทูมมานนท์ (2543: 36-38) กล่าวว่า มนุษย์ทุกคนมีแรงผลักดันในการทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง ดังนั้นผู้บริหารจะพยายามหาหนทางสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าเป็นสิ่งที่เอื้อประโยชน์ให้กับตนเองด้วย สมมติฐานเบื้องหลังทฤษฎีตัวแทน คือ เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น กับ ผู้บริหารหรือผู้จัดการ ต่างมีความขัดแย้งกันในเรื่องผลประโยชน์ (Conflict of Interest) โดยผู้บริหารหรือผู้จัดการมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจกระทำการใดๆ ที่จะนำไปสู่ผลประโยชน์สูงสุดให้กับตนเอง โดยไม่ได้คำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น จากเหตุผลดังกล่าว เจ้าของกิจการจึงต้องมีการตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร รวมถึงการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจดำเนินการที่ไม่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่เจ้าของกิจการ ซึ่งสิ่งต่างๆ เหล่านี้จัดเป็นต้นทุนอันเกิดจากการมอบอำนาจในการดำเนินการให้ตัวแทน (Agency Costs)

พูนศักดิ์ แสงสันต์ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2552: 9-10) กล่าวว่า การพิจารณาถึงผลตอบแทนในมุมมองที่ต่างกันของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นนั้น จะเห็นได้จากตัวอย่างการลงทุนในโครงการใหม่ของบริษัท ซึ่งการลงทุนนี้อาจจะทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น แต่อาจมีความเสี่ยงต่อการดำเนินกิจการ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงต้องการที่จะให้มีการลงทุนเพื่อทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น ในขณะที่ผู้บริหารอาจจะไม่ต้องการที่จะลงทุน เพราะอาจมีโอกาที่จะผิดพลาดและผู้บริหารอาจจะตงงานได้ ซึ่งถ้าผู้บริหารตัดสินใจไม่ลงทุน ผู้ถือหุ้นจะสูญเสียโอกาสที่มูลค่าของหุ้นจะเพิ่มขึ้น กรณีนี้เป็นตัวอย่างหนึ่งของต้นทุนอันเกิดจากการมอบอำนาจในการดำเนินการให้ตัวแทน (Agency Cost) ที่เกิดขึ้นทางอ้อม ส่วนต้นทุนทางตรงนั้นจะเกิดขึ้นได้ 2 แบบ คือ 1) ค่าใช้จ่ายเพื่อการจูงใจให้ผู้บริหาร

ตั้งใจมุ่งมั่นที่จะสร้างความมั่นคงให้แก่ผู้ถือหุ้น เช่น การให้ผู้บริหารมีรถประจำตำแหน่งราคาแพง หรือมีเครื่องบินส่วนตัว เป็นต้น และ 2) ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นในการสร้างมาตรการติดตามเฝ้าดูหรือควบคุมการทำงานของผู้บริหาร เช่น การว่าจ้างผู้สอบบัญชีภายนอกมาตรวจสอบงบการเงิน เป็นต้น

Hillier *et al.* (2010: 25) กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแทน (Agency Relationships) ว่าเป็นความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร เช่น ความสัมพันธ์ที่เกิดจาก บุคคลหนึ่ง (The Principal) ว่าจ้างอีกบุคคลหนึ่ง (The Agent) เป็นตัวแทนในการดูแลผลประโยชน์ของพวกเขา ตัวอย่างเช่น การว่าจ้างตัวแทนให้ขายรถยนต์โดยตกลงจะจ่ายค่านายหน้าให้ตัวแทนด้วยอัตราคงที่ ตัวแทนจะขายรถให้โดยไม่คำนึงถึงว่าราคาขายนั้นเป็นราคาที่ดีที่สุดสำหรับผู้ว่าจ้างหรือไม่ แต่ถ้าผู้ว่าจ้างเสนอค่านายหน้าให้ตัวแทน 10% ของราคาขาย ตัวแทนจะพยายามขายรถให้ได้ราคาดีที่สุด จากตัวอย่างดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า ค่าตอบแทน เป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem)

เจ็มเพชร เจริญรัตน์ และคณะ (2546: 19-20) กล่าวว่า ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารกิจการที่มีการดำเนินงานในรูปบริษัท โดยมีผู้ถือหุ้นของบริษัทมีฐานะเป็นเจ้าของกิจการตามสัดส่วนของการถือหุ้น ซึ่งจะมีผลก่อให้เกิดปัญหาในเรื่องของ Agency Problem เนื่องจากผู้ถือหุ้นบางรายอาจจะเป็นผู้บริหารกิจการ โดยไม่ได้เป็นผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท ต่างจากกิจการเจ้าของคนเดียวที่บริหารงานโดยเจ้าของเองเพียงคนเดียว และมีเป้าหมายเพื่อก่อให้เกิดความมั่งคั่งสูงสุดแก่ตนเอง ในขณะที่บริษัทจะมีเจ้าของกิจการเป็นผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นบุคคลธรรมดาหรือบุคคลทั่วไป หรือเป็นนิติบุคคล (ถ้ามี) ดังนั้นความขัดแย้งกันในเรื่องผลประโยชน์ย่อมเกิดขึ้น ผลตอบแทนจากการลงทุนจะถูกจัดสรรตามสัดส่วนของการถือหุ้น

Keasey, Thompson and Wright (1997: 2) กล่าวว่า ปัญหาที่สำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ถูกนำเสนอโดย Berle and Means (1932), Marshall (1920) ตามแนวคิดของ Adam Smith (1776) คือ การแบ่งแยกผลประโยชน์ของเจ้าของกิจการ และการตัดสินใจของผู้บริหาร ซึ่งหากขาดการกระตุ้นหรือการจูงใจอย่างจริงจัง ความสามารถในการทำกำไร และการลดต้นทุน ของแต่ละองค์กรจะแตกต่างกัน แต่อย่างไรก็ตาม นักทฤษฎียังมีความเห็นที่ขัดแย้งกันในส่วนของการละเอียดที่สำคัญในการแบ่งแยกผลประโยชน์ดังกล่าวตามแต่ละรูปแบบที่ถูกนำเสนอ

เริงรัก จำปาเงิน (2544: 15) กล่าวว่า ในบริษัทขนาดใหญ่ ปัญหาความขัดแย้งกันในเรื่องผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารค่อนข้างมีความสำคัญ เนื่องจากผู้บริหารมักจะถือหุ้นเพียง

ส่วนน้อยเท่านั้น จึงมีผู้วิจารณ์ว่าวัตถุประสงค์แท้จริงของผู้บริหารคือ การพยายามทำให้บริษัทมีขนาดใหญ่ที่สุด เพื่อเพิ่มความมั่นคงในหน้าที่การงาน เพิ่มอำนาจ ตำแหน่ง และเงินเดือนของผู้บริหารเอง รวมถึงเพิ่มโอกาสให้แก่ผู้บริหารระดับกลาง และระดับล่าง ผู้บริหารจะถูกกระตุ้นให้ดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นได้ โดยการจงใจและให้รางวัลเมื่อมีผลงานดี และลงโทษเมื่อผลงานไม่ดี โดยวิธีการต่างๆ ได้แก่ 1) การให้ผลตอบแทนแก่ผู้บริหาร (Management Compensation) 2) การแทรกแซงโดยผู้ถือหุ้น (Direct Intervention by Shareholders) 3) การเตือนว่าจะถูกปลด (The Threat of Firing) และ 4) การเตือนว่าจะถูกซื้อกิจการ (The Threat of Takeover)

รวี ลงกานี (2550: 5-6) กล่าวว่า ในทางการเงินมีกลไกหลายอย่างที่สามารลดปัญหาของตัวแทนลงได้ วิธีการแรก คือ การให้ค่าตอบแทนที่ผูกติดรายได้ของผู้บริหารกับความสำเร็จของบริษัท วิธีการที่เป็นที่รู้จักดี คือ การให้ค่าตอบแทนผู้บริหารในรูปของสิทธิการซื้อหุ้นบริษัท (Stock Options) ซึ่งเมื่อผลงานของผู้บริหารอยู่ในระดับดี ราคาหุ้นของบริษัทจะปรับตัวสูงขึ้น ทำให้รายได้ของผู้บริหารสูงขึ้นตามไปด้วย วิธีการนี้จะทำให้การบริหารงานของผู้บริหารเป็นแนวทางเดียวกันกับผู้ถือหุ้น คือ การบริหารธุรกิจเพื่อให้ได้ราคาหุ้นของบริษัทสูงสุด วิธีการที่สอง คือ การกำกับดูแลของคณะกรรมการบริหารบริษัทที่สามารถตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร และปรับเปลี่ยนผู้บริหารในกรณีที่ผู้บริหารชุดนั้นไม่สามารถทำงานได้ตามวัตถุประสงค์ของบริษัทได้ วิธีการที่สาม คือ การให้บุคคลภายนอกสามารถเข้ามามีส่วนในการตรวจสอบ เช่น การให้นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ นักลงทุนสถาบันหรือกองทุนบำเหน็จบำนาญที่สนใจในหุ้นของบริษัท เข้ามาตรวจสอบหรือวิเคราะห์ศักยภาพของธุรกิจ นักวิเคราะห์หรือนักลงทุนเหล่านี้จะเข้ามาตรวจสอบฐานะและประเมินราคาหุ้นของบริษัทต่างๆ อยู่ตลอดเวลา จึงทำให้ผู้บริหารที่ไม่มีประสิทธิภาพได้รับแรงกดดันจากผลงานของตนเองอยู่ตลอดเวลา และวิธีการสุดท้าย คือ ถ้าผู้บริหารทำงานไม่มีประสิทธิภาพ จะสามารถนำไปสู่การถูกซื้อกิจการ (Take Over) โดยบริษัทอื่นได้ หรือถ้าคณะกรรมการบริหารไม่ทำหน้าที่ในการตรวจสอบการบริหาร ผู้ถือหุ้นที่ไม่พอใจจะสามารถเลือกตั้งทีมบริหารและคณะกรรมการใหม่ขึ้นมาแทนชุดเดิมได้ โดยวิธีการต่อสู้อันนี้คือ การใช้อำนาจตัวแทน (Proxy Right) ตามวิธีการนี้ผู้ถือหุ้นที่ไม่พอใจจะรวบรวมตัวแทน (หรือรวบรวมสิทธิ์ในการออกเสียงจากผู้ถือหุ้นอื่นๆ) ที่ได้รับสิทธิจากผู้ถือหุ้นมาควบคุมและออกมติสำคัญในการบริหารงาน รวมทั้งการเลือกคณะกรรมการบริหารชุดใหม่

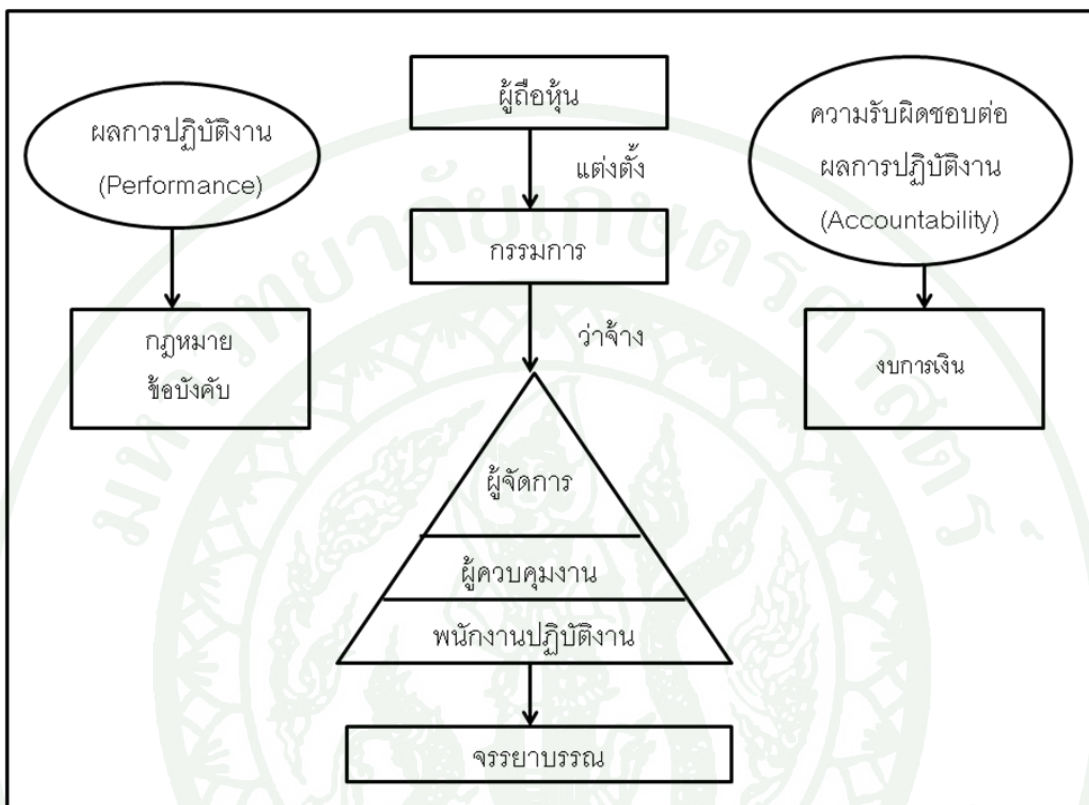
เสกศักดิ์ จำริณวงศ์ (2552: 191-192) กล่าวว่า ธุรกิจโดยทั่วไปมี Agency Problem เนื่องจากฝ่ายต่างๆ ในองค์กรธุรกิจ ได้แก่ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และเจ้าหนี้ ต่างเอาผลประโยชน์ส่วนตนเป็นหลัก เช่น ผู้บริหารจัดให้มีผลตอบแทน โบนัส และสิ่งอำนวยความสะดวกที่สูงมากสำหรับกลุ่มของตน ซึ่งผู้รับภาระค่าใช้จ่ายนี้คือ ผู้ถือหุ้น ในขณะที่ผู้ถือหุ้นสามารถเอาเปรียบเจ้าหนี้ได้โดยการลงทุน

ในธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูง โดยหวังว่าจะได้รับผลประโยชน์อย่างเต็มที่ ในขณะที่เจ้าหนี้ยังคงได้ผลประโยชน์จากดอกเบี้ยในอัตราเท่าเดิม แต่ทำให้มูลค่าหนี้ลดลง ความเสี่ยงที่สูงขึ้นของกิจการในส่วนนี้ผู้เสียผลประโยชน์คือ เจ้าหนี้ จากสิ่งที่กล่าวมาข้างต้นเป็นเหตุผลหนึ่งที่ทำให้ธุรกิจต้องมี Corporate Governance เพื่อเป็นกลไกในการพิทักษ์และดูแลผลประโยชน์ของทุกฝ่าย การแก้ปัญหาการยึดผลประโยชน์ส่วนตนเป็นหลักของทุกฝ่ายสามารถทำได้โดยให้ทุกฝ่ายตกลงร่วมกัน เขียนสัญญาคุ้มครองผลประโยชน์ของแต่ละฝ่ายให้ครบถ้วนทุกสถานการณ์ของความขัดแย้ง (Complete Contract) แต่การทำสัญญาดังกล่าวในความเป็นจริงแล้วเป็นไปได้ยาก เนื่องจากต้นทุนในการทำสัญญาดังกล่าวจะสูงมาก ประกอบกับการคาดคะเนในความครบถ้วนของมูลเหตุหรือความน่าจะเป็นของความขัดแย้งดังกล่าวเป็นไปได้ยากมาก เราจึงมีแต่สัญญาที่ไม่ครบถ้วน (Incomplete Contract) โดยสรุปเหตุผลที่ธุรกิจจำเป็นต้องมี Corporate Governance เพราะในการทำธุรกิจเราต้องเผชิญกับ Agency Problem และ Incomplete Contract

จากการกล่าวถึงทฤษฎีตัวแทนข้างต้น สามารถสรุปได้ว่าทฤษฎีตัวแทนเป็นความสัมพันธ์ของบุคคล 2 ฝ่าย คือ ตัวการ หมายถึงเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น มอบอำนาจให้ ตัวแทน หมายถึงผู้บริหารหรือผู้จัดการ มาบริหารงานแทนตน ทฤษฎีนี้มองว่าปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เกิดจากมนุษย์ทุกคนจะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ส่วนตน ทำให้เกิดความขัดแย้งกันในเรื่องผลประโยชน์ (Conflict of Interest) เช่น การตัดสินใจเลือกที่จะลงทุนในโครงการซึ่งอาจทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น แต่มีความเสี่ยงต่อการดำเนินงาน ผู้ถือหุ้นต้องการที่จะลงทุน ในขณะที่ผู้บริหารไม่ต้องการที่จะลงทุน เพราะหากผิดพลาดเกิดการขาดทุนขึ้นจะส่งผลต่อประสิทธิภาพในการบริหารงานของตน ผู้บริหารจะถูกกระตุ้นให้ทำงานเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นได้ โดยการให้รางวัลเมื่อมีผลงานดี และถูกลงโทษเมื่อผลงานไม่ดี นอกจากนี้ในทางการเงิน มีกลไกที่สามารถลดคปัญหของตัวแทนลงได้ ได้แก่ การให้ค่าตอบแทนที่ผูกติดกับรายได้ของผู้บริหารกับความสำเร็จของบริษัท การตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารและปรับเปลี่ยนผู้บริหารที่ไม่สามารถทำงานให้บรรลุวัตถุประสงค์ของบริษัทได้ การให้บุคคลภายนอกเข้ามามีส่วนในการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร และการให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่พอใจจะสามารถเลือกตั้งทีมบริหารและคณะกรรมการใหม่ขึ้นมาแทนชุดเดิมได้

มูลเหตุที่สำคัญของการกำกับดูแลกิจการ คือ แนวคิดตัวแทน กิจการอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกรรมการซึ่งได้รับการแต่งตั้งจากเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น กรรมการจะเป็นผู้กำหนด กลยุทธ์ เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของกิจการ และ ในขณะเดียวกันได้ว่าจ้าง ผู้จัดการ ผู้ควบคุมงาน และ พนักงาน เพื่อนำกลยุทธ์ดังกล่าวไปปฏิบัติ ซึ่งสามารถอธิบายความสัมพันธ์อย่างง่ายตามรูปภาพที่ 2 แนวคิดตัวแทนของกิจการ ประกอบด้วยกลไก 2 อย่างที่จำเป็น คือ ผลการปฏิบัติงาน (Performance)

และความรับผิดชอบต่อการปฏิบัติงานตามหน้าที่ (Accountability) ซึ่งจะช่วยให้แนวคิดตัวแทนมีความสมบูรณ์ (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551ค: 3)



ภาพที่ 2.3 แนวคิดตัวแทนของกิจการ
ที่มา: ศิลปพร ศรีจันเพชร (2551ค: 2)

ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์

ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) มีพื้นฐานมาจากจิตวิทยาและสังคมวิทยา กล่าวถึงพฤติกรรมของผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนของบริษัทว่า ผู้บริหารจะสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น โดยการบริหารงาน และดูแลผลประโยชน์ของบริษัทเพื่อให้บริษัทมีผลประกอบการที่ดี ในมุมมองของทฤษฎีนี้ ผู้บริหารและผู้จัดการ จะทำงานให้กับผู้ถือหุ้น โดยการปกป้องผลประโยชน์และบริหารบริษัทเพื่อสร้างผลกำไรให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งแตกต่างจากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่กล่าวว่า ผู้บริหารจะพยายามหาหนทางสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าเป็นสิ่งที่เอื้อประโยชน์ให้กับตนเอง แต่ในบทบาทของผู้บริหารสูงสุด เป้าหมายของเขาก็เป็นส่วนหนึ่งขององค์กร

ดังนั้นในมุมมองของทฤษฎีนี้เห็นว่าควรจูงใจผู้บริหารด้วยผลประโยชน์ที่น่าพอใจเมื่อกิจการบรรลุเป้าหมายขององค์กร (Davis, Schoorman and Donaldson, 1997, cited in Masdoor, 2011)

ประเวศน์ มหารัตน์สกุล (2552: 94-95) กล่าวถึง ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) ว่า ผู้รับใช้ในองค์กร หมายถึง ผู้บริหารระดับสูง (Top managers) หรือผู้ดูแล (Custodian) กลุ่มคนเหล่านี้จะถูกจูงใจด้วยผลประโยชน์จากผู้ประกอบการ จะให้ความสำคัญกับการร่วมมือกันในการทำงานมากกว่าปล่อยให้ทำงานกันอย่างอิสระเพื่อการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตน จะชอบที่จะใช้ความร่วมมือประสานงานในการแก้ปัญหาความขัดแย้ง มีเหตุผล และมีความยุติธรรม รวมทั้งคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนรวมมากกว่าผลประโยชน์ของตน หากเปรียบเทียบกับทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีตัวแทนเป็นการสร้างแรงจูงใจจากภายนอก (Extrinsic rewards) แต่ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์เป็นการสร้างแรงจูงใจจากภายใน (Intrinsic rewards) ซึ่งเกิดจากใจ ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์เปรียบเหมือนกับทฤษฎีของมาสโลว์ในขั้นความต้องการเติบโตก้าวหน้าในหน้าที่การงาน ความต้องการความสำเร็จ และความพอใจในความสำเร็จในการทำงาน

จากการกล่าวถึงทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ข้างต้น สามารถสรุปได้ว่าทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์เป็นการสร้างแรงจูงใจจากภายในให้กับผู้บริหาร คือ ความต้องการเติบโตก้าวหน้าในหน้าที่การงาน การยอมรับในผลการปฏิบัติงาน และการประสบความสำเร็จในการทำงาน ดังนั้นผู้บริหารจะมีทัศนคติว่าการบริหารกิจการเป็นหน้าที่ของตนที่ต้องกระทำได้ดีที่สุดเพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งต่างจากทฤษฎีตัวแทนที่มองว่าผู้บริหารจะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์ส่วนรวม

หลักการการจัดการทางการเงิน

หลักการการจัดการทางการเงิน (Principles of Financial Management) การจัดการการเงินเป็นเรื่องที่สำคัญที่สุดในทุกธุรกิจ (เริงรัก จำปาเงิน, 2544: 5) เป็นระบบหรือวิธีการจัดการทรัพยากรเกี่ยวกับเงินที่จะใช้ในการประเมินความต้องการด้านเงินทุน การตัดสินใจ และวิเคราะห์เกี่ยวกับแหล่งเงินทุนและต้นทุนของเงินทุน ตลอดจนการพิจารณาเกี่ยวกับการใช้เงินทุนให้มีประสิทธิภาพ รวมถึงการออกแบบและวางระบบข้อมูล และการวางแผนควบคุมทางการเงิน เพื่อให้การตัดสินใจเกี่ยวกับการได้มาและใช้ไปของเงินทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด (อนิวัช แก้วจันทน์ และคณะ, 2553: 131) นอกจากนี้การจัดการการเงินยังเกี่ยวข้องกับการรักษาไว้ และการสร้างมูลค่าทาง

เศรษฐกิจ (Creation of Economic Value) หรือความมั่งคั่ง (Wealth) โดยเน้นที่การตัดสินใจทางธุรกิจ ในการสร้างความมั่งคั่ง (โสภณ พองเพชร, 2545: 3)

เป้าหมายของการจัดการการเงิน คือ สร้างผลกำไรและมูลค่าเพิ่มให้กับเจ้าของกิจการ โดยทำให้หุ้นของบริษัทมีราคาสูง บริษัทสามารถพิจารณาเป้าหมายทางการเงินที่มีความเป็นไปได้ดังนี้ (Hillier *et al.*, 2010: 8-9)

1. การทำให้กิจการสามารถดำรงอยู่ได้
2. การหลีกเลี่ยงจากสถานะการล้มละลาย
3. การเอาชนะคู่แข่งขั้นได้
4. การทำยอดขายหรือครอบครองส่วนแบ่งทางการตลาดได้สูงสุด
5. การทำให้มีต้นทุนที่ต่ำ
6. การทำกำไรได้สูง
7. การมีอัตราการเติบโตของรายได้คงที่

จากการที่ผู้จัดการการเงินจะต้องรับผิดชอบและทำหน้าที่ในการบริหารงานทางการเงินแทนผู้ถือหุ้น และถ้ามองในมุมมองของผู้ถือหุ้นแล้ว การที่บุคคลใดจะเข้ามาลงทุนซื้อหุ้นของบริษัทบุคคลนั้นย่อมต้องการที่จะได้กำไรหรือผลตอบแทนที่ดีจากการลงทุนนั้น ดังนั้นเป้าหมายของผู้จัดการการเงิน คือ การจัดการการเงินที่ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทมีราคาสูงที่สุด (พูนศักดิ์ แสงสันต์ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ, 2552: 8)

หน้าที่ของการจัดการการเงินจะครอบคลุมหน้าที่ของผู้จัดการในการตัดสินใจที่สำคัญทางการเงิน คือ

1. การตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน (Investment Decision) (โสภณ พองเพชร, 2545: 10; วรานิ เวสสุนทรเทพ, 2544: 5; อนิวัช แก้วจันทร์ และคณะ, 2553: 132) ถือว่าเป็นการตัดสินใจที่มีความสำคัญมากที่สุด เพราะการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนจะเกี่ยวข้องกับการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้น การตัดสินใจนี้จะเริ่มจากการกำหนดจำนวนทรัพย์สินโดยรวม ส่วนประกอบของทรัพย์สินที่บริษัทควรจะต้องมี (โสภณ พองเพชร, 2545: 10) ซึ่งสามารถแบ่งการตัดสินใจจัดสรรเงินทุนออกเป็น 2 ลักษณะ คือ 1) จัดสรรเงินทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน เช่น เงินสด หลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดลูกหนี้ และสินค้าคงคลัง เป็นต้น และ 2) การจัดสรรเงินทุนในสินทรัพย์ถาวร เช่น เครื่องจักร และอุปกรณ์ ที่ดิน อาคาร และ โรงงาน เป็นต้น (วรานิ เวสสุนทรเทพ, 2544: 5) การตัดสินใจลงทุน

จะต้องสัมพันธ์กับเงินทุนที่จัดหา คือ เงินทุนระยะสั้นควรลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนหรือโครงการระยะสั้น ส่วนเงินลงทุนระยะยาวควรลงทุนในสินทรัพย์ถาวรหรือโครงการระยะยาว (อนิวัช แก้วจางค์ และคณะ, 2553: 132)

2. การตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุน (Financing Decision) (โสภณ พองเพชร, 2545: 11; วราณี เวสสุนทรเทพ, 2544: 4; อนิวัช แก้วจางค์ และคณะ, 2553: 131) ผู้จัดการการเงินจะต้องพิจารณาถึงส่วนผสมของเงินทุนที่บริษัทควรจะต้องจัดหา และโดยทั่วไปบริษัทจะจัดหาเงินทุนจาก 2 แหล่งใหญ่ๆ คือ แหล่งเงินทุนระยะสั้นและแหล่งเงินทุนระยะยาว รวมถึงต้องพิจารณาด้วยว่าสัดส่วนระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่เหมาะสมควรเป็นเท่าไร และควรต้องพิจารณาถึงต้นทุนของเงินทุนประกอบการตัดสินใจด้วย (โสภณ พองเพชร, 2545: 11) ในส่วนของรูปแบบการจัดหาทุนจะมีหลายวิธี แต่สามารถสรุปโดยรวมได้ 2 ลักษณะใหญ่ๆ ด้วยกัน คือ 1) การกู้ยืมเงิน มีต้นทุนของเงินทุนคือ ดอกเบี้ย การจัดหาเงินทุนในลักษณะนี้จะเกิดความเสี่ยงจากการจ่ายดอกเบี้ย โดยไม่ว่าธุรกิจจะมีกำไรหรือขาดทุน บริษัทจะยังคงต้องรับภาระการจ่ายดอกเบี้ยอยู่ และ 2) การออกหุ้น ซึ่งสามารถออกเป็นหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิ มีต้นทุนของเงินทุนคือ เงินปันผลจ่าย การจัดหาเงินทุนในลักษณะนี้จะเกิดความเสี่ยง คือ ถ้าธุรกิจตัดสินใจจ่ายเงินปันผล จะเป็นผลให้กำไรสะสมยกไปต่ำ เป็นเหตุให้ทุนหรือส่วนของผู้ถือหุ้นในปีหน้าต่ำไปด้วย (วราณี เวสสุนทรเทพ, 2544: 4) ผู้บริหารควรจัดหาเงินทุนให้มีต้นทุนต่ำที่สุด และมีประสิทธิภาพสูงสุด (อนิวัช แก้วจางค์ และคณะ, 2553: 132)

3. การตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล (Dividend Decision) เป็นการตัดสินใจเกี่ยวกับจำนวนเงินที่จัดสรรให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งเกี่ยวข้องกับผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นของบริษัทควรจะได้รับ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลนี้จะเป็นตัวกำหนดกำไรสะสมที่บริษัทจะคงเหลืออยู่ และถูกประเมินเกี่ยวกับเป้าหมายการเพิ่มพูนความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น กล่าวคือ หากบริษัทสามารถจ่ายปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราสูง แสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้น (โสภณ พองเพชร, 2545: 11)

จากข้อมูลดังกล่าวข้างต้นสามารถสรุปได้ว่า การจัดการการเงินจะเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจทางการเงินที่สำคัญ 3 ประการ คือ การตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน (Investment Decision) การจัดหาเงินทุน (Financing Decision) และการกำหนดนโยบายทางการเงิน (Dividend Decision) โดยการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนจะต้องสัมพันธ์กับการจัดหาเงินทุน และบริษัทควรจัดหาเงินทุนให้มีต้นทุนต่ำที่สุด เป้าหมายของการจัดการการเงิน คือ การสร้างผลกำไรและมูลค่าเพิ่มให้กับเจ้าของกิจการ โดยการทำให้ราคาหุ้นของบริษัทมีราคาสูงที่สุด และนำไปสู่การสร้างความมั่งคั่งสูงสุด

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวชี้วัดการเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth - FG)

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวัดการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) พบว่าแม้ในงานวิจัยเดียวกัน จะใช้ตัวชี้วัดที่หลากหลาย และงานวิจัยโดยส่วนใหญ่จะศึกษาข้อมูลอย่างน้อย 5 ปี สำหรับการวัดการเจริญเติบโตของบริษัท โดยมีรายละเอียดดังนี้

Lang, Ofek and Stulz (1996) ศึกษาเกี่ยวกับการก่อหนี้ การลงทุน และการเจริญเติบโตของบริษัท วัดการเจริญเติบโตของบริษัทจาก อัตราการเจริญเติบโตของการจ้างงาน, สัดส่วนการลงทุนสุทธิต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ และอัตราการเจริญเติบโตของค่าใช้จ่ายในการลงทุนที่แท้จริง

Demirgüç-Kunt and Maksimovic (1998) ศึกษาเกี่ยวกับกฎหมาย ระบบการเงิน และการเจริญเติบโตของบริษัท วัดการเจริญเติบโตของบริษัทจาก อัตราการเติบโตทางการเงินภายในกิจการ (Internally Financed Growth Rate - IG) คูณกับ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA), อัตราการเติบโตอย่างต่อเนื่องของกิจการ (Sustainable Growth Rate - SG) ได้แก่ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), ความจำเป็นในการลงทุนในโครงการใหม่ (External Financing Need-EFN) และอัตราการเติบโตทางการเงินระยะสั้นของกิจการ (Short-term Financed Growth Rate - SFG) ได้แก่ Ratio of Earning of Earnings, After Tax and Interest, Long-term Capital (ROLTC)

Kallapur and Trombley (1999) ศึกษาการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแทนการวัดสำหรับ กลุ่มของโอกาสในการลงทุน (IOS) นโยบายการเงิน การจ่ายปันผล การจ่ายค่าตอบแทน การบัญชี และการเจริญเติบโตของบริษัท วัดการเจริญเติบโตของบริษัทจาก อัตราการเติบโตของยอดขาย, อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ และอัตราการเติบโตของราคาตามบัญชี

Johnson and Soenen (2003) ศึกษาเกี่ยวกับตัวชี้วัดความสำเร็จของบริษัท วัดโอกาสการเจริญเติบโตของบริษัทจาก อัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาด (Book-to-market Ratio), วัดการเจริญเติบโตจาก ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ซึ่งบริษัทที่มีผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) สูง จะมีโอกาสการเจริญเติบโตสูง และวัดอัตราการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนจาก ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

Bhagat and Bolton (2008) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา วัดผลการดำเนินงานของบริษัทจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA), ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return), อัตราส่วนมูลค่าของบริษัทในตลาดหุ้นต่อ Replacement Cost ของสินทรัพย์ (Tobin's Q), ผลการดำเนินงานในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา (Last 2 Years Performance) และผลการดำเนินงานอุตสาหกรรม (Industry Performance)

Brito and Vasconcelos (2009) ศึกษาเกี่ยวกับองค์ประกอบความแปรปรวนของอัตราการเจริญเติบโตของบริษัท โดยเป็นการศึกษาในมุมมองผลการดำเนินงานของบริษัท วัดอัตราการเติบโตของบริษัทโดยดูความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และ กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (Earnings before Interest and Tax Margin)

Liow (2010) ศึกษาเกี่ยวกับมูลค่ากิจการ การเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร และโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนนอสังหาริมทรัพย์ วัดอัตราการเจริญเติบโตที่เกิดขึ้นจริงจากการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ และวัดโอกาสการเจริญเติบโตของบริษัทจากความสามารถในการทำกำไร ด้วยผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)

Kiani, Chen and Madjd-Sadjadi (2012) ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยทางการเงิน และการเจริญเติบโตของบริษัทในประเทศไต้หวัน วัดโอกาสการเจริญเติบโตของบริษัทจากตัวแปรทางการเงิน 18 ตัวแปร ได้แก่ อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth Rate), ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA), ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), สินทรัพย์รวม (Total assets), ยอดขาย (Sales), อัตรากำไรขั้นต้น (Gross margin), ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลบค่าเสื่อมราคา / ยอดขายรวมทั้งรายได้จากการค้าอื่น (Operating Costs minus Depreciation / Total Sales plus Other Trading Income), สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน (Current Assets / Current Liabilities), เงินสดบวกหลักทรัพย์บวกลูกหนี้ / หนี้สินหมุนเวียนหรือสินทรัพย์หมุนเวียนลบหุ้น / หนี้สินหมุนเวียน (Cash plus Marketable Securities plus Receivables / Current Liabilities or Current Assets minus Stocks / Current liabilities), สัดส่วนการกู้ยืมเงินบวกมูลค่าของสัญญาเช่า / ส่วนของผู้ถือหุ้น (L-T debt plus Values of Leases / Total Equity), กำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษีบวกค่าเสื่อมราคา / ดอกเบี้ยที่ได้รับ (EBIT plus depreciation / interest earned), ลูกหนี้เฉลี่ย / ยอดขายเฉลี่ยต่อวัน (Average Receivables / Average Daily Sales), ค่าใช้จ่ายของสินค้าที่ขาย / สินค้าคงคลังเฉลี่ย (Cost of Goods Sold / Average Inventory), เจ้าหนี้เฉลี่ย / ยอดขายเฉลี่ยต่อวัน (Average Payable / Average Daily Sales), เงินทุน

หมุนเวียน (Working Capital), เงินทุนหมุนเวียน (Working Capital / Total Assets), หนี้สินระยะยาว / สิ้นทรัพย์รวม (Long-term Liabilities / Total Assets), การขาย / มูลค่าสุทธิ (Sales / Net worth)

Korkmaz and Karaca (2012) ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศตุรกี วัดผลการดำเนินงานของบริษัทจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return)

O'Brien and David (2009) ศึกษาเกี่ยวกับการเจริญเติบโตของบริษัท และประเภทของหนี้สิน วัดการเจริญเติบโตของบริษัทจาก อัตราการเติบโตของยอดขาย, อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์, ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และค่าใช้จ่ายประเภททุน

Habib, Aziz and Aamir (2010) ศึกษาเกี่ยวกับตัวชี้วัดการเจริญเติบโตของบริษัท ซึ่งจะดูจาก อัตราการเติบโตของยอดขาย, อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์, ขนาดของกิจการ, ความสามารถในการทำกำไร, ค่าใช้จ่ายประเภททุน และความสามารถในการชำระหนี้

Coad (2010) ศึกษาเกี่ยวกับการสำรวจกระบวนการของการเจริญเติบโตของบริษัท โดยใช้แนวคิดการสร้างแบบจำลองทางเศรษฐศาสตร์ (Vector Autoregression Model - VAR) วัดการเจริญเติบโตของบริษัทจาก อัตราการเติบโตของยอดขาย, อัตราการเจริญเติบโตของการจ้างงาน, รายได้ส่วนเกินจากการดำเนินงาน และจำนวนผลผลิตที่เพิ่มขึ้น

Lu and Wang (2010) ศึกษาเกี่ยวกับการเจริญเติบโตของบริษัท และข้อจำกัดทางด้านสภาพคล่องของโรงงานในประเทศไต้หวัน วัดการเจริญเติบโตของบริษัทจาก อัตราการเติบโตของยอดขาย

Dhar and De (2011) ศึกษาเกี่ยวกับการให้ค่าตอบแทนในรูปแบบของตราสารสิทธิที่จะซื้อหรือขายหุ้น: ผลกระทบของการรับรู้ค่าใช้จ่ายต่อดัชนีชี้วัดผลประกอบการของบริษัทในประเทศอินเดีย ซึ่งมีการวัดการเจริญเติบโตของบริษัทจาก ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA), ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), กำไรต่อหุ้น (EPS)

ภัทรพร ภาระนาค (2552) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของประสิทธิผลการประยุกต์ใช้การวัดผลการปฏิบัติงานแบบคุณภาพ ที่มีต่อการเจริญเติบโตของธุรกิจ SMEs วัดการเจริญเติบโตของบริษัทจากหลายๆ ด้าน ได้แก่ ความได้เปรียบทางการแข่งขัน, การขยายตัวของส่วนครองตลาด, การ

ปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 ได้กำหนดให้คณะกรรมการ
ควรมีกรรมการอิสระที่สามารถให้ความเห็นเกี่ยวกับการทำงานของฝ่ายจัดการได้อย่างอิสระในจำนวน
ที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนด และกรรมการที่ไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ ควรเป็นไปตามสัดส่วน
อย่างยุติธรรมของเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นแต่ละกลุ่ม ในกรณีต่อไปนี้ คณะกรรมการควรประกอบด้วย
กรรมการอิสระมากกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมด

- ประธานคณะกรรมการและกรรมการผู้จัดการเป็นบุคคลเดียวกัน
- ประธานคณะกรรมการไม่เป็นกรรมการอิสระ
- ประธานคณะกรรมการและกรรมการผู้จัดการเป็นบุคคลในครอบครัวเดียวกัน
- ประธานคณะกรรมการเป็นสมาชิกในคณะกรรมการบริหาร หรือคณะทำงาน หรือมี
หรือได้รับมอบหมายให้มีหน้าที่ความรับผิดชอบด้านการบริหาร

จากการทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของสัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND)
และการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) พบ 1) งานวิจัย 4 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 9 งานที่มี
ความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) กับอัตราผลตอบแทนจาก
สินทรัพย์รวม (ROA), อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), อัตราการเพิ่มขึ้นของยอดขาย
และอัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศ ปากีสถาน สหรัฐอเมริกา และ
ประเทศไทย 2) งานวิจัย 3 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 9 งานที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างสัดส่วน
ของกรรมการอิสระ (IND) กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของ
ผู้ถือหุ้น โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศสหรัฐอเมริกา และนิวซีแลนด์ และ 3) งานวิจัย 2 งาน จาก
งานวิจัยทั้งหมด 9 งานที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) กับอัตรา
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศบังคลาเทศ และกรีซ โดยมีรายละเอียด
ในแต่ละงานวิจัยดังนี้

Bhagat and Bolton (2008) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของ
บริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า 1) ความพยายามในการปรับปรุง Corporate Governance ควรจะ
Focus ในส่วนของ Stock Ownership of Board Members ซึ่งมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกทั้ง Operating
Performance ในอนาคต (วัด โดย ROA) และความน่าจะเป็นของ Disciplinary Management Turnover
อันเกิดจากการทำงานที่แย่ และ 2) Board Independence มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับ Operating
Performance ในอนาคต (วัด โดย ROA)

Christensen, Kent and Stewart (2010) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศออสเตรเลีย พบว่า 1) Board Size มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท (วัดโดย ROA) 2) Board Size มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (วัดโดย Tobin's Q) 3) Board Meeting มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท (วัดโดย Tobin's Q) และ 4) Board Independence มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท (ทั้งการวัดโดย ROA และ Tobin's Q)

Rashid *et al.* (2010) ศึกษาเกี่ยวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศบังกลาเทศ พบว่า 1) ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) มีอิทธิพลในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงาน และ 2) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่าง Outside independent directors กับผลการดำเนินงาน ซึ่งในงานวิจัยนี้วัดผลการดำเนินงาน โดยดูจาก Return on Assets (ROA) และ Tobin's Q

Drakos and Bekiris (2010) ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศกรีซ ผลการวิจัยพบว่า 1) มีความสัมพันธ์แบบผกผันระหว่าง ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) และผลการดำเนินงานของบริษัท (Firm Performance) และ 2) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง Board Independence กับ Firm Performance ซึ่ง Firm Performance ในงานวิจัยนี้วัดโดย Return on Assets (ROA) และ Tobin's Q

Swamy (2011) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในกิจการที่เป็นเจ้าของโดยครอบครัวที่ไม่ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า 1) ความเป็นเจ้าของของครอบครัว (Family Ownership) มีอิทธิพลต่อ Return on Assets (ROA) อย่างมีนัยสำคัญ 2) ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) มีความสัมพันธ์อย่างมากต่อการบ่งชี้กำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อ Return on Equity (ROE) 3) ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อ Return on Assets (ROA) และ 4) กรรมการอิสระ (Outsiders in Board of Directors or Independent Director) มีผลกระทบในเชิงบวกอย่างมากต่อผลการดำเนินงานที่วัดโดย Return on Assets (ROA) และ Return on Equity (ROE)

Khan and Awan (2012) ศึกษาผลกระทบขององค์ประกอบของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศปากีสถาน พบว่าบริษัทที่มีองค์ประกอบของคณะกรรมการอิสระ

(Independent Board Composition) สูงจะมีผลการดำเนินงานที่วัด โดย Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE) และ Tobin's Q ที่สูงขึ้น

Koemiadi and Tourani-Rad (2012) ศึกษาเกี่ยวกับความสำคัญของกรรมการอิสระในประเทศนิวซีแลนด์ พบว่า 1) Board Independence มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ (วัด โดย ROA, ROE และ EVA) และ 2) Board Size มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ (วัด โดย ROA และ ROE)

Yanin (2009) ศึกษาบทบาทของบรรษัทภิบาลที่มีต่อความมีประสิทธิภาพของข้อมูลทางการเงินและความเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย พบว่าการปฏิบัติตามหลักของบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อประสิทธิภาพข้อมูลทางการเงินและการเจริญเติบโตของบริษัท ในทำนองเดียวกันประสิทธิภาพข้อมูลทางการเงินมีผลกระทบในเชิงบวกต่อพันธะผูกพันของบริษัทและสภาพแวดล้อมของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตามการรับรู้ของผู้มีส่วนได้เสียไม่มีความสัมพันธ์กับการปฏิบัติตามหลักของบรรษัทภิบาล และประสิทธิภาพข้อมูลทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโตของบริษัท

สุภานี นวกุล (2553) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการกับความสามารถในการแข่งขันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า 1) คุณภาพการปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการมีผลทางบวกต่อส่วนแบ่งตลาดเฉพาะ 2) คุณภาพการปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการมีผลทางบวกต่อส่วนแบ่งตลาดรวม และ 3) คุณภาพการปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการมีผลทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets - ROA) ซึ่งการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) วัดจาก 1) คุณภาพการปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการ 2) ความสามารถทางการบริหารต้นทุน 3) การถ่วงดุลของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร อันได้แก่ กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ 4) ค่าตอบแทนคณะกรรมการและผู้บริหาร และ 5) ความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสีย

2.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of Management Share Ownership – MSO) และการเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth - FG)

จากการทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) และการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) พบ 1) งานวิจัย 3 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 7 งานที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) กับอัตราผลตอบแทนจาก

สินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศ ปากีสถาน สหรัฐอเมริกา และสหราชอาณาจักร 2) งานวิจัย 1 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 7 งาน ที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราการเติบโตของยอดขาย โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศฟินแลนด์ 3) งานวิจัย 1 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 7 งานที่มีความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) แต่ไม่ได้ระบุความสัมพันธ์ว่าเป็นในเชิงบวกหรือในเชิงลบ โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศสหรัฐอเมริกา และ 4) งานวิจัย 2 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 7 งานที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศสิงคโปร์และตุรกี มีรายละเอียดในแต่ละงานวิจัยดังนี้

Keasey, Short and Watson (1994) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง Firm Performance และสัดส่วนการถือหุ้นของ directors ของบริษัทขนาดเล็กและขนาดกลางในสหราชอาณาจักร พบว่าผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าในทางตรงกันข้ามกับงานวิจัยของการศึกษาบริษัทขนาดใหญ่ในเรื่อง Curvilinear Relationship ระหว่าง Firm Performance และร้อยละของผู้ถือหุ้นที่ถือ โดยคณะกรรมการบริษัท โดยพบว่าผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท (ROA) จะเพิ่มขึ้นเมื่อ Director's Ownership เพิ่มขึ้นจนถึงจุดสูงสุดที่ 68.2% ของความเป็นเจ้าของซึ่งหลังจากนั้นแล้วจะลดลง นอกจากนี้ผลการวิจัยยังชี้ให้เห็นว่าบริษัทซึ่งมีกรรมการที่มีค่าตอบแทนสูงขึ้นและเป็นกรรมการที่ดำรงตำแหน่งเป็นผู้อำนวยการในบริษัทอื่น มีผลกำไรเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และยิ่งไปกว่านั้น บริษัทซึ่งเจ้าของขาดการรับรู้วิธีการจัดการ โครงสร้างการบริหารในปัจจุบันจะมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ต่ำลงอย่างมีนัยสำคัญ

Cui and Mak (2002) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นเจ้าของของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการวิจัยและพัฒนาสูงของบริษัทจดทะเบียนใน NYSE, AMEX และ NASDAQ พบว่า มีความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นเจ้าของของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทวัดจาก Tobin's Q เป็นลักษณะ W-shaped คือ เหวี่ยงตัวขึ้นแรงลงแรง และไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างความเป็นเจ้าของของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทวัดจาก ROA ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวโดยใช้ตัวชี้วัด คือ Tobin's Q และ ROA และพบว่ามีความสัมพันธ์ที่สอดคล้องกัน

Bhagat and Bolton (2008) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า 1) ความพยายามในการปรับปรุง Corporate Governance ควรจะ Focus ในส่วนของ Stock Ownership of Board Members ซึ่งมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกทั้ง Operating Performance ในอนาคต (วัดโดย ROA) และความน่าจะเป็นของ Disciplinary Management Turnover อันเกิดจากการทำงานที่แย่ และ 2) Board Independence มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับ Operating Performance ในอนาคต (วัดโดย ROA)

Lappalainen and Niskanen (2009) ศึกษาองค์ประกอบของคณะกรรมการและโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่ส่งผลต่อการเจริญเติบโตของธุรกิจ SMEs ในประเทศฟินแลนด์ พบว่า 1) Ownership Structure และ Board Structure เป็นตัวกำหนดที่สำคัญในการเจริญเติบโตของธุรกิจ SMEs 2) การเพิ่มขึ้นของ Managerial Ownership จะทำให้การเติบโตลดลง และ 3) การเพิ่มขึ้นของจำนวน Top Managers หรือ Outsider on Board จะทำให้อัตราการเติบโตลดลง ซึ่งการเจริญเติบโตของธุรกิจวัดโดย อัตราการเติบโตของยอดขาย (Growth Rate of Sales)

Mandaci and Gumus (2010) ศึกษาเกี่ยวกับการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ (Ownership Concentration), ความเป็นเจ้าของของผู้บริหาร (Managerial Ownership) กับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศตุรกี พบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ (Ownership Concentration) กับมูลค่าของกิจการ (Firm Value) วัดโดย Tobin's Q และความสามารถในการทำกำไร (Profitability) วัดโดย ROA ในขณะที่ความเป็นเจ้าของของผู้บริหาร (Managerial Ownership) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ (Firm Value) วัดโดย Tobin's Q แต่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างความเป็นเจ้าของของผู้บริหาร (Managerial Ownership) กับความสามารถในการทำกำไร (Profitability) วัดโดย ROA

Swamy (2011) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในกิจการที่เป็นเจ้าของโดยครอบครัวที่ไม่ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า 1) ความเป็นเจ้าของของครอบครัว (Family Ownership) มีอิทธิพลต่อ Return on Assets (ROA) อย่างมีนัยสำคัญ 2) ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) มีความสัมพันธ์อย่างมากต่อการปัจจัยกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อ Return on Equity (ROE) 3) ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อ Return on Assets (ROA) และ 4) กรรมการอิสระ (Outsiders in Board of Directors or Independent Director) มีผลกระทบในเชิงบวกอย่างมากต่อผลการดำเนินงานที่วัดโดย Return on Assets (ROA) และ Return on Equity (ROE)

Din and Javid (2011) ศึกษาผลกระทบของการถือหุ้นของผู้บริหารต่อนโยบายทางการเงินและผลการดำเนินงานของ โรงงานในประเทศปากีสถาน พบว่า 1) Managerial Ownership มีผลกระทบต่อ Firm's Financial Policies คือ Dividend และ Leverage 2) Managerial Ownership มีผลกระทบในเชิงบวกต่อ Firm Performance และ 3) Ownership Level of Mangers มีผลกระทบในเชิงบวกต่อ Firm Performance ซึ่ง Firm Performance จะวัด โดย Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE) และ Tobin's Q

2.3 ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size - BS) และการเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth - FG)

พระราชบัญญัติ บริษัทมหาชนจำกัด กำหนดว่า บริษัทต้องมีกรรมการไม่น้อยกว่า 5 คน โดยบริษัทแต่ละแห่งสามารถกำหนดจำนวนกรรมการของตนเองที่เห็นว่าเหมาะสมได้ในข้อบังคับบริษัท ทั้งนี้กรรมการไม่น้อยกว่าครึ่งหนึ่งต้องมีถิ่นฐานอยู่ในประเทศ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2547: 31) ต่อมาในปี 2555 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 ได้กำหนดให้คณะกรรมการควรมีขนาดที่เหมาะสม และประกอบด้วยบุคคล ที่มีความรู้ ประสบการณ์ และความสามารถที่เพียงพอที่จะปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยต้องมีจำนวนไม่น้อยกว่า 5 คน และไม่ควรเกิน 12 คน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับขนาด ประเภท และความซับซ้อนของธุรกิจ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555: 36)

จากการทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของขนาดของคณะกรรมการ (BS) และการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) พบ 1) งานวิจัย 1 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 9 งาน ที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างขนาดของคณะกรรมการ (BS) กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และในงานวิจัยเดียวกันนี้พบว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการ (BS) กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แต่ไม่ได้ระบุความสัมพันธ์ว่าเป็นในเชิงบวกหรือในเชิงลบ โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศสหรัฐอเมริกา 2) งานวิจัย 7 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 9 งาน ที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างขนาดของคณะกรรมการ (BS) กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศ บังคลาเทศ กรีซ สหรัฐอเมริกา ไนจีเรีย และนิวซีแลนด์ และ 3) งานวิจัย 1 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 9 งาน ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการ (BS) กับอัตราการเติบโตของยอดขาย โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศอินเดีย โดยมีรายละเอียดในแต่ละงานวิจัยดังนี้

Yermack (1996) ศึกษาเกี่ยวกับ Market Valuation ที่สูงขึ้นของบริษัท กับคณะกรรมการบริหารขนาดเล็กในประเทศสหรัฐอเมริกา ผลการวิจัยพบว่ามีความสัมพันธ์แบบผกผันระหว่าง ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) และคุณค่าของกิจการ (Firm Value) ที่วัดโดยวัดโดย Return on Assets (ROA) และ Tobin's Q

Eisenberg, Sundgren and Wells (1998) ศึกษาเกี่ยวกับขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่ขึ้นและการลดคุณค่าของบริษัทในกิจการขนาดเล็กในประเทศสหรัฐอเมริกา ผลการวิจัยพบว่ามี ความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่างขนาดของคณะกรรมการและความสามารถในการทำ กำไรที่วัดโดย ROA รวมไปถึงบริษัทขนาดเล็กที่มีขนาดของกรรมการที่เล็กในประเทศฟินแลนด์

Khanchel (2007) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ: การวัดและการวิเคราะห์สิ่ง ที่แสดงผลในประเทศดูนิเซีย พบว่า 1) Audit Committee และ Total Governance Index มีความสัมพันธ์ ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อ Firm Size, Investment Opportunities, Intangible Assets และ Directors and Officers Ownership 2) Board of Directors (ประกอบด้วย Board Size และ Outside Directors), Board Committees, Audit Committee และ Total Governance Index มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อ Institutional Ownership และ External Financing Needs 3) Board of Directors (ประกอบด้วย Board Size และ Outside Directors), Board Committees, Audit Committee และ Total Governance Index ไม่มี ผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อ Investment Opportunities (วัดโดย Capital Expenditures/Total Assets) และ Firm Performance (วัดโดย Growth of Sales และ Tobin's Q)

Rashid *et al.* (2010) ศึกษาเกี่ยวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการและผลการ ดำเนินงานของบริษัทในประเทศบังคลาเทศ พบว่า 1) ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) มีอิทธิพล ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงาน และ 2) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่าง Outside independent directors กับผลการดำเนินงาน ซึ่งในงานวิจัยนี้วัดผลการดำเนินงาน โดยดูจาก Return on Assets (ROA) และ Tobin's Q

Drakos and Bekiris (2010) ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะ กรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศกรีซ ผลการวิจัยพบว่า 1) มีความสัมพันธ์แบบผกผัน ระหว่าง ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) และผลการดำเนินงานของบริษัท (Firm Performance) และ 2) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง Board Independence กับ Firm Performance ซึ่ง Firm Performance ในงานวิจัยนี้วัดโดย Return on Assets (ROA) และ Tobin's Q

Christensen, Kent and Stewart (2010) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศออสเตรเลีย พบว่า 1) Board Size มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท (วัดโดย ROA) 2) Board Size มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (วัดโดย Tobin's Q) 3) Board Meeting มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท (วัดโดย Tobin's Q) และ 4) Board Independence มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท (ทั้งการวัดโดย ROA และ Tobin's Q)

Swamy (2011) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในกิจการที่เป็นเจ้าของโดยครอบครัวที่ไม่ได้เข้าตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า 1) ความเป็นเจ้าของของครอบครัว (Family Ownership) มีอิทธิพลต่อ Return on Assets (ROA) อย่างมีนัยสำคัญ 2) ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) มีความสัมพันธ์อย่างมากต่อการปัจจัยกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อ Return on Equity (ROE) 3) ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อ Return on Assets (ROA) และ 4) กรรมการอิสระ (Outsiders in Board of Directors or Independent Director) มีผลกระทบในเชิงบวกอย่างมากต่อผลการดำเนินงานที่วัดโดย Return on Assets (ROA) และ Return on Equity (ROE)

Uwugbe and Fakiile (2012) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของขนาดของคณะกรรมการต่อประสิทธิภาพด้านการเงินของธนาคารในประเทศไนจีเรีย ผลการวิจัยพบที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างขนาดของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของธนาคารในประเทศไนจีเรีย ขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่ขึ้นจะมีประสิทธิผลที่ลดลงมากกว่าขนาดของคณะกรรมการที่เล็ก เพราะการเพิ่มขนาดของคณะกรรมการจะเกิดปัญหาตัวแทนที่เพิ่มขึ้น และยิ่งไปกว่านั้นสมาชิกของคณะกรรมการมีแนวโน้มที่จะทำงานที่ขัดกันในการทำงานเดียวกัน (สมาชิกของคณะกรรมการไม่ทำงานเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์เดียวกัน) นำมาซึ่งคุณค่าของบริษัทที่แย่ลง

Koerniadi and Tourani-Rad (2012) ศึกษาเกี่ยวกับความสำคัญของกรรมการอิสระในประเทศนิวซีแลนด์ พบว่า 1) Board Independence มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ (วัดโดย ROA, ROE และ EVA) และ 2) Board Size มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ (วัดโดย ROA และ ROE)

3. กลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set - IOS) และการเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth - FG)

จากการทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) และการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) พบ 1) งานวิจัย 1 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 5 งานที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศนิวซีแลนด์ 2) งานวิจัย 3 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 5 งานที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่าง 2.1) กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) กับการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ที่วัดโดยอัตราการเติบโตของยอดขาย และอัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ 2.2) กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) กับการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ที่วัดโดยสัดส่วนการลงทุนสุทธิต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ อัตราการเจริญเติบโตของค่าใช้จ่ายในการลงทุนที่แท้จริง และอัตราการเจริญเติบโตของการจ้างงาน 2.3) กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศสหรัฐอเมริกา ฮองกง และออสเตรเลีย และ 3) งานวิจัย 1 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 5 งานที่มีความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) แต่ไม่ได้ระบุความสัมพันธ์ว่าเป็นในเชิงบวกหรือในเชิงลบ โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศเนเธอร์แลนด์ โดยมีรายละเอียดในแต่ละงานวิจัยดังนี้

Skinner (1993) ศึกษาเกี่ยวกับกลุ่มโอกาสในการลงทุนและทางเลือกของหลักการบัญชีในประเทศเนเธอร์แลนด์ ผลการวิจัยพบว่า Investment Opportunity Set มีผลกระทบทางอ้อมต่อ Accounting Choice ผ่านผลกระทบของ Nature of Firm Contracts โดย Accounting Choice จะดูในส่วนของ Accounting Performance ที่วัดโดย ROA

Lang, Ofek and Stulz (1996) ศึกษาเกี่ยวกับการก่อหนี้ การลงทุน และการเจริญเติบโตของบริษัทในประเทศฮ่องกง ผลการวิจัยพบว่ากลุ่มโอกาสในการลงทุนที่วัดโดยสัดส่วนราคาตามบัญชีของหนี้ระยะสั้นและระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม, กระแสเงินสด และ Tobin's Q ไม่ได้ลดโอกาสการเจริญเติบโตของกิจการ แต่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อบริษัทที่ไม่สามารถทำให้ตลาดทุนต่างๆ มองเห็นโอกาสในการสร้างมูลค่าผลตอบแทนที่เพียงพอแก่การแบกรับภาระหนี้สิน และผลกระทบต่างๆ ที่เกิดจากหนี้สินจนกระทั่งภาระดังกล่าวผ่านพ้นไปได้

Kallapur and Trombley (1999) ศึกษาการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแทนการวัด สำหรับ กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) นโยบายการเงิน การจ่ายปันผล การจ่ายค่าตอบแทน การบัญชี

และการเจริญเติบโตของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า การวัด IOS โดยใช้ 1) ตัวแทนตามเกณฑ์ราคา (Price-based Proxies) พบว่า Book to Market Value of Assets (A/V), Market to Book Value of Equity (MVE/BVE), Ratio of Property Plant and Equipment to Firm Value (PPE/V), Ratio of Replacement Value of Assets to Market Value (Tobin's Q) และ Ratio of Depreciation to Firm Value (DEP/V) มีความสัมพันธ์ในทางลบกับการเจริญเติบโตของบริษัท ส่วน Earnings to Price Ratios (E/P) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างชัดเจนกับการเจริญเติบโตของบริษัท 2) การวัด IOS โดยใช้ ตัวแทนตามเกณฑ์การลงทุน (Investment-based Proxies) พบว่า Ratio of Capital Additions to Asset Book Value (CAPX/A) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเจริญเติบโต, Ratio of Capital Expenditures to Value (CAPX/V) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการเจริญเติบโต และ Ratio of R&D to Firm Values (R&D/V), Ratio of R&D to Assets (R&D/A) และ Ratio of R&D to Sales (R&D/S) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างชัดเจนกับการเจริญเติบโตของบริษัท และ 3) การวัด IOS โดยใช้ เกณฑ์วัดความแปรปรวน (Variance Measures) พบว่า ทั้ง Variance of Total Return (VARRET) และ Market Model Beta (BETA) ไม่มีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโตของบริษัท

Hutchinson (2002) ศึกษาเกี่ยวกับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการลงทุนของบริษัท, องค์ประกอบของคณะกรรมการ และผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศออสเตรเลีย ผลการวิจัยพบว่า 1) Firm's Investment Opportunities มีความสัมพันธ์เป็นอย่างมากกับสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร (Proportion of Executive Directors on Board) ที่สูงขึ้น 2) เมื่อทดสอบประสิทธิภาพของคณะกรรมการจะพบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงลบที่ลดลงระหว่าง Firm's Investment Opportunity Set และ Firm Performance (วัดโดย ROE) เมื่อระดับของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (Non-Executive Director) สูงขึ้น

Hossain, Ahmed and Godfrey (2005) ศึกษาเกี่ยวกับกลุ่มโอกาสในการลงทุน และความสนใจในการเปิดเผยข้อมูลในอนาคตในประเทศนิวซีแลนด์ ผลการวิจัยพบว่า 1) กลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อ ความสนใจในการเปิดเผยข้อมูลในอนาคต (Voluntary Disclosure of Prospective Information) 2) ความสนใจในการเปิดเผยข้อมูลในอนาคต (Voluntary Disclosure of Prospective Information) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อ Firm Size และ New Security Offerings 3) ความสนใจในการเปิดเผยข้อมูลในอนาคต (Voluntary Disclosure of Prospective Information) ไม่มีความสัมพันธ์กับ Inside Ownership และ Firm Profitability และ 4) กลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set) มีผลกระทบในเชิงบวกต่อ Firm's Investment และ Firm's Profitability ที่วัดโดย ROE

4. การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) และกลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set - IOS)

4.1 สัดส่วนของกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors - IND) และกลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set - IOS)

จากการทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของสัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) และกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) พบงานวิจัย 2 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 2 งานที่มีความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) และกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) แต่ไม่ได้ระบุความสัมพันธ์ว่าเป็นในเชิงบวกหรือในเชิงลบ โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศนิวซีแลนด์ทั้งสองงาน โดยมีรายละเอียดในแต่ละงานวิจัยดังนี้

Hossain, Cahan and Adams (2000) ศึกษาเกี่ยวกับกลุ่มโอกาสในการลงทุน และการเลือกใช้กรรมการจากบุคคลภายนอก (Outside Directors) ในประเทศนิวซีแลนด์ พบว่า 1) สัดส่วนของกรรมการอิสระที่มาจากบุคคลภายนอก (Independent Outside Directors) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) 2) การที่บริษัทมีเจริญเติบโตสูงมีความสัมพันธ์กับการมีกรรมการอิสระที่มาจากบุคคลภายนอก (Independent Outside Directors) และ 3) การเปลี่ยนแปลง กรรมการอิสระที่มาจากบุคคลภายนอก (Independent Outside Directors) มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) ที่เกิดขึ้นในเวลาเดียวกัน

Orr, Emanuel and Wong (2005) ศึกษาเกี่ยวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการ และ Firm Value ของบริษัทในประเทศนิวซีแลนด์ พบว่า 1) Board Composition ของบริษัทที่มีทางเลือกในการเจริญเติบโตสูง มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อ Firm Value 2) Firm Value จะได้รับผลกระทบในเชิงบวกจากการเชื่อมต่อความสัมพันธ์ของผลกระทบระหว่าง IOS และ Board Composition

4.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of Management Share Ownership – MSO) และกลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set - IOS)

จากการทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) และกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) พบ 1) งานวิจัย 1 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 2 งานที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) และกลุ่มโอกาสในการลงทุน

(IOS) โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศฮ่องกง 2) งานวิจัย 1 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 2 งานที่มีความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) และกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) แต่ไม่ได้ระบุความสัมพันธ์ว่าเป็นในเชิงบวกหรือในเชิงลบ โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศนิวซีแลนด์ โดยมีรายละเอียดในแต่ละงานวิจัยดังนี้

Ho, Lam and Sami (2004) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มโอกาสในการลงทุนของบริษัท (Firm's Investment Opportunity Set - IOS), ความเป็นเจ้าของของผู้บริหาร (Director Ownership) และนโยบายทางเลือกของบริษัท (Corporate Policy Choices) ในประเทศฮ่องกง พบว่า 1) บริษัทที่เจริญเติบโตมีสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เจริญเติบโต 2) บริษัทที่เจริญเติบโตมีการจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าบริษัทที่ไม่เจริญเติบโต 3) บริษัทที่เจริญเติบโตมีการจ่ายค่าตอบแทนโดยเฉลี่ยให้กับผู้บริหารระดับสูงห้าอันดับแรกสูงกว่าบริษัทที่ไม่เจริญเติบโต 4) ไม่พบว่ามีอุบัติการณ์ของแผนกระตุ้นตลาดที่ใช้ของบริษัทที่เจริญเติบโตมากกว่าบริษัทที่ไม่เจริญเติบโต 5) ไม่พบว่ามีอุบัติการณ์ของแผนกระตุ้นทางบัญชีที่ใช้ของบริษัทที่เจริญเติบโตมากกว่าบริษัทที่ไม่เจริญเติบโต 6) บริษัทที่เจริญเติบโตมีการ โบนัสสูงกว่าบริษัทที่ไม่เจริญเติบโต 7) แหล่งเงินทุนของบริษัทที่เจริญเติบโตจะมีสัดส่วนของการให้เช่าสินทรัพย์สูงกว่าบริษัทที่ไม่เจริญเติบโต 8) มีผลกระทบในเชิงลบระดับปานกลางของความเป็นเจ้าของของผู้บริหาร (Director Ownership) บนความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการเติบโต (Investment Opportunity Set) ค่าตอบแทนของผู้บริหาร และเงินโบนัส

Orr, Emanuel and Wong (2005) ศึกษาเกี่ยวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการ และ Firm Value ของบริษัทในประเทศนิวซีแลนด์ พบว่า 1) Board Composition ของบริษัทที่มีทางเลือกในการเจริญเติบโตสูง มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อ Firm Value และความสัมพันธ์นี้จะยังคงอยู่เมื่อคุณลักษณะของ Outside Directors ยังอยู่ เช่น ระยะเวลาของการดำรงตำแหน่งของ Outside Director (Tenure of Outside Directors), ระดับความเป็นเจ้าของของ Outside Director (Level of Outside Director Equity Ownership), จำนวนคณะกรรมการที่เป็น Outside Director (The Number of Other Board Positions Held by Outside Directors) และสัดส่วนของกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (Proportion of Non-executive Directors) และ 2) Firm Value จะได้รับผลกระทบในเชิงบวกจากการเชื่อมความสัมพันธ์ของผลกระทบระหว่าง IOS และ Board Composition

4.3 ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size - BS) และกลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set - IOS)

จากการทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของขนาดของคณะกรรมการ (BS) และกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) พบ 1) งานวิจัย 2 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 3 งานที่มีความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการ (BS) และกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) แต่ไม่ได้ระบุความสัมพันธ์ว่าเป็นในเชิงบวกหรือในเชิงลบ โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศนิวซีแลนด์ และญี่ปุ่น 2) งานวิจัย 1 งาน จากงานวิจัยทั้งหมด 3 งานที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการ (BS) และกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) โดยเป็นงานวิจัยที่ทำในประเทศอินเดีย โดยมีรายละเอียดในแต่ละงานวิจัยดังนี้

Orr, Emanuel and Wong (2005) ศึกษาเกี่ยวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการ และ Firm Value ของบริษัทในประเทศนิวซีแลนด์ พบว่า 1) Board Composition ของบริษัทที่มีทางเลือกในการเจริญเติบโตสูง มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อ Firm Value และความสัมพันธ์นี้จะยังคงอยู่เมื่อคุณลักษณะของ Outside Directors ยังอยู่ เช่น ระยะเวลาของการดำรงตำแหน่งของ Outside Director (Tenure of Outside Directors), ระดับความเป็นเจ้าของของ Outside Director (Level of Outside Director Equity Ownership), จำนวนคณะกรรมการที่เป็น Outside Director (The Number of Other Board Positions Held by Outside Directors) และสัดส่วนของกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (Proportion of Non-executive Directors) และ 2) Firm Value จะได้รับผลกระทบในเชิงบวกจากการเชื่อมต่อความสัมพันธ์ของผลกระทบระหว่าง IOS และ Board Composition

Khanchel (2007) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ: การวัดและการวิเคราะห์สิ่งที่แสดงผลในประเทศอินเดีย พบว่า 1) Audit Committee และ Total Governance Index มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อ Firm Size, Investment Opportunities, Intangible Assets และ Directors and Officers Ownership 2) Board of Directors (ประกอบด้วย Board Size และ Outside Directors), Board Committees, Audit Committee และ Total Governance Index มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อ Institutional Ownership และ External Financing Needs 3) Board of Directors (ประกอบด้วย Board Size และ Outside Directors), Board Committees, Audit Committee และ Total Governance Index ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อ Investment Opportunities (วัดโดย Capital Expenditures/Total Assets) และ Firm Performance (วัดโดย Growth of Sales และ Tobin's Q)

Nakano and Nguyen (2012) ศึกษาเกี่ยวกับขนาดของคณะกรรมการ และความเสียหายของ บริษัทในประเทศญี่ปุ่น ผลการวิจัยพบว่าขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) ที่ใหญ่ขึ้นแสดงให้เห็นถึงความไม่แน่นอนของผลการดำเนินงานที่ต่ำลง เหมือนๆ กันกับความเสียหายต่อภาวะล้มละลายที่ลดลงเช่นกัน นอกจากนี้ผลงานวิจัยยังชี้ให้เห็นว่าผลกระทบของขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) จะมีนัยสำคัญลดลงเมื่อบริษัทมีโอกาในการลงทุนมากมาย แต่จะมีความสำคัญมากขึ้นเมื่อบริษัทมีโอกาในการลงทุนน้อย

5. การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance), กลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set - IOS) และการเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth - FG)

Hutchinson and Gul (2004) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มโอกาสการลงทุน (Investment Opportunity Set) การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) และผลการดำเนินงานของบริษัท (Firm Performance) ในประเทศออสเตรเลีย โดยศึกษาข้อมูลของปี 1999 พบว่า 1) โอกาสการลงทุนส่งผลในเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท 2) ความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างโอกาสการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจะลดลงเมื่อบริษัทมีสัดส่วนกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (NED) เพิ่มขึ้น 2) ความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างโอกาสการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจะลดลงเมื่อบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารสูงขึ้น และ 3) ความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างโอกาสการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจะลดลงเมื่อบริษัทมีการจ่ายค่าตอบแทนให้ผู้จัดการสูงขึ้น

ผกาภาส เอื้องอุดม (2543) ศึกษาผลกระทบของขนาดของคณะกรรมการ องค์ประกอบของคณะกรรมการ และการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี 2539 และ ปี 2541 พบว่าโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ยกเว้นกรรมการที่เป็นชาวต่างประเทศที่มีอิทธิพลทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท ในปี พ.ศ.2541 และในช่วงวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจพบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีตมีอิทธิพลต่อโครงสร้างคณะกรรมการ โดยผู้วิจัยให้ความเห็นว่า ผลการดำเนินงานที่ไม่ดีในอดีตจะทำให้มีการเพิ่มจำนวนกรรมการในคณะกรรมการของบริษัท เช่นเดียวกับสัดส่วนกรรมการอิสระที่เพิ่มขึ้น สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทของกรรมการที่มาจากบุคคลภายในนั้นพบว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีตมีอิทธิพลทางบวกกับสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทของกรรมการที่มาจากบุคคลภายใน ในปี พ.ศ. 2539 แต่ในช่วงวิกฤตการณ์เศรษฐกิจในปี 2541 กลับไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทกับสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทของกรรมการ

ที่มาจากบุคคลภายใน แต่พบว่าโอกาสการลงทุนของบริษัทมีอิทธิพลทางบวกกับสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทของกรรมการที่มาจากบุคคลภายในซึ่งสามารถสรุปได้ว่าผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีตจะส่งผลให้เกิดการปรับเปลี่ยนโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียน

วาสนา จันทร์ศรี (2549) ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลกระทบที่มีต่อผลการดำเนินงาน: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี 2548 พบว่าขนาดของคณะกรรมการ, สัดส่วนของกรรมการอิสระ, สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย และขนาดของสำนักงานสอบบัญชี มีความสัมพันธ์กับการได้รับประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี และกลุ่มบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ดีกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างมีนัยสำคัญ แต่ผลการทดสอบด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ

ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ (2550) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2548-2549 พบว่า ค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันของบริษัท กล่าวได้ว่าบริษัทที่จ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในอัตราสูงจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันดีกว่าบริษัทที่จ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในอัตราต่ำ โดยผู้วิจัยให้ความเห็นว่านโยบายการจ่ายค่าตอบแทนสามารถลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนได้ ส่วนการศึกษาผลกระทบของกลไกในการกำกับดูแลกิจการพบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารทำให้เกิดความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างกลุ่มโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน ดังนั้นผู้วิจัยจึงให้ความเห็นว่าบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนจะมีผลการดำเนินงานที่ดีได้หากบริษัทดังกล่าวจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารในอัตราสูง ส่วนสัดส่วนกรรมการบริษัทที่เป็นอิสระและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ไม่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบัน

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งหมด 5 กลุ่ม คือ 1) ตัวชี้วัดการเจริญเติบโตของบริษัท 2) ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการเจริญเติบโตของบริษัท 3) ความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มโอกาสในการลงทุนและการเจริญเติบโตของบริษัท 4) ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและกลุ่มโอกาสในการลงทุน และ 5) การกำกับดูแลกิจการ, กลุ่มโอกาสในการลงทุน และการเจริญเติบโตของบริษัท สามารถสรุปตัวชี้วัดการเจริญเติบโตของบริษัทในมุมมองทางด้านบัญชีที่ถูก

ใช้มากที่สุดสี่อันดับแรก ได้แก่ อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA), อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth), อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Assets Growth), และอัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และในมุมมองทางการเงิน ได้แก่ อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return) ได้ดังตารางที่ 2.1 สำหรับตัวแปรและผลการวิจัยของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับ ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท และผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท สามารถสรุปได้ดังตารางที่ 2.2 และตารางที่ 2.3 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.1 สรุปตัวชี้วัดการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) เรียงตามลำดับการถูกเลือกใช้มากที่สุด ไปยังน้อยที่สุดของงานวิจัยในอดีต

ตัวชี้วัด	ผู้วิจัย
1. อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)	Demirgüç-Kunt and Maksimovic (1998), Johnson and Soenen (2003), Brito and Vasconcelos (2009), O'Brien and David (2009), Liow (2010), Kiani, Chen and Madjd-Sadjadi (2012), Dhar and De (2011), ภัทรพร (2552)
2. อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth)	Kallapur and Trombley (1999), O'Brien and David (2009), Habib, Aziz and Aamir (2010), Coad (2010), Lu and Wang (2010), Kiani, Chen and Madjd-Sadjadi (2012)
3. อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	Demirgüç-Kunt and Maksimovic (1998), Johnson and Soenen (2003), Dhar and De (2011), Kiani, Chen and Madjd-Sadjadi (2012), ภัทรพร (2552)
4. อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Assets Growth)	Kallapur and Trombley (1999), O'Brien and David (2009), Habib, Aziz and Aamir (2010), Liow (2010), Kiani, Chen and Madjd-Sadjadi (2012)
5. อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return)	Bhagat and Bolton (2008), Korkmaz and Karaca (2012)

ตารางที่ 2.2 สรุปตัวแปรและผลการวิจัยของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท

ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม (ผลการวิจัย)	ผู้วิจัย
การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance - CG)	การเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth - FG)	
1. สัดส่วนของกรรมการอิสระ		
(Proportion of Independent Directors – IND)		
สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND)	ROA (-)	Bhagat and Bolton (2008), Christensen, Kent and Stewart (2010)
สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND)	ROA (ไม่มีความสัมพันธ์)	Drakos and Bekiris (2010), Rashid et al. (2010)
สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND)	ROA (+), ROE (+)	Swamy (2011), Khan and Awan (2012)
สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND)	ROA (-), ROE (-)	Koerniadi and Tourani-Rad (2012)
สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND)	อัตราการเติบโตของยอดขาย (+) อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (+)	ญานินท์ ตั้งภิญโญพุทธิคุณ (2552)
สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND)	ROA (+)	สุภานี นวกุล (2553)

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม (ผลการวิจัย)	ผู้วิจัย
2. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of Management Share Ownership – MSO)		
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO)	ROA (+)	Keasey, Short and Watson (1994), Bhagat and Bolton (2008)
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO)	ROA (ไม่มีความสัมพันธ์กัน)	Cui and Mak (2002), Mandaci and Gumus (2010)
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO)	อัตราการเติบโตของยอดขาย (-)	Lappalainen and Niskanen (2009)
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO)	ROA (ไม่ระบุความสัมพันธ์ +/-)	Swamy (2011)
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO)	ROA (+), ROE (+)	Din and Javid (2011)
3. ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size - BS)		
ขนาดของคณะกรรมการ (BS)	ROA (-)	Yermack (1996), Eisenberg, Sundgren and Wells (1998), Rashid et al. (2010), Drakos and Bekiris (2010), Christensen, Kent and Stewart (2010)

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม (ผลการวิจัย)	ผู้วิจัย
ขนาดของคณะกรรมการ (BS)	อัตราการเติบโตของยอดขาย (ไม่มี ความสัมพันธ์)	Khanchel (2007)
ขนาดของคณะกรรมการ (BS)	ROA (+), ROE (ไม่ระบุความสัมพันธ์ +/-)	Swamy (2011)
ขนาดของคณะกรรมการ (BS)	ROE (-)	Uwuigbe and Fakiile (2012)
ขนาดของคณะกรรมการ (BS)	ROA (-), ROE (-)	Koerniadi and Tourani-Rad (2012)

หมายเหตุ: (+) หมายถึง มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก

(-) หมายถึง มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ

ตารางที่ 2.3 สรุปตัวแปรและผลการวิจัยของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดุลการชำระเงินกับการเจริญเติบโตของบริษัท

ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม (ผลการวิจัย)	ผู้วิจัย
1. กลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set – IOS)	การเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth - FG)	
กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) - อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (Gross plant, property and equipment to market value of the firm ratios - PPEV)	ROA (ไม่ระบุความสัมพันธ์ +/-)	Skinner (1993)
กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) - Tobin's q = สัดส่วนมูลค่าของบริษัทในตลาดหุ้น/ replacement cost ของสินทรัพย์ในบริษัท (ratio of the sum of the book value of debt and market value of equity)	- สัดส่วนการลงทุนสุทธิต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (-) - อัตราการเจริญเติบโตของค่าใช้จ่ายในการลงทุนที่แท้จริง (-) - อัตราการเจริญเติบโตของการจ้างงาน (-)	Lang, Ofek and Stulz (1996)

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม (ผลการวิจัย)	ผู้วิจัย
<p>กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS)</p> <ul style="list-style-type: none"> - อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to Book value of assets Ratios - MBVA) - อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (Market to Book value of equity Ratios - MBVE) - อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (Gross plant, property and equipment to market value of the firm ratios - PPEV) 	<ul style="list-style-type: none"> - อัตราการเติบโตของยอดขาย (-) - อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (-) 	Kallapur and Trombley (1999)
<p>กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS)</p> <ul style="list-style-type: none"> - อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to Book value of assets Ratios - MBVA) - อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (Market to Book value of equity Ratios - MBVE) - อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (Gross plant, property and equipment to market value of the firm ratios - PPEV) 	ROE (-)	Hutchinson M., (2002)

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม (ผลการวิจัย)	ผู้วิจัย
<p>กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS)</p> <p>- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to Book value of assets Ratios - MBVA)</p> <p>- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (Market to Book value of equity Ratios - MBVE)</p>	ROA (+)	Hossain, Ahmed and Godfrey (2005)
2. การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance - CG)	กลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set – IOS)	
2.1 สัดส่วนของกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors – IND)		
สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND)	MBVA and MBVE (+)	Hossain, Cahan and Adams (2000)
สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND)	(Market Value of Equity + Book Value of Preference Shares and Total Liabilities) – (Book Value of Total Assets) / (Market Value of Equity + Book Value of Total Liabilities) (ไม่ระบุความสัมพันธ์ +/-)	Orr, Emanuel and Wong (2005)

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม (ผลการวิจัย)	ผู้วิจัย
2.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of Management Share Ownership – MSO)		
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO)	Return on Market Value – ROMV (-)	Ho, Larn and Sami (2004)
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO)	(Market Value of Equity + Book Value of Preference Shares and Total Liabilities) – (Book Value of Total Assets) / (Market Value of Equity + Book Value of Total Liabilities) (ไม่ระบุความสัมพันธ์ +/-)	Orr, Emanuel and Wong (2005)
2.3 ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size - BS)		
ขนาดของคณะกรรมการ (BS)	(Market Value of Equity + Book Value of Preference Shares and Total Liabilities) – (Book Value of Total Assets) / (Market Value of Equity + Book Value of Total Liabilities) (ไม่ระบุความสัมพันธ์ +/-)	Orr, Emanuel and Wong (2005)

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม (ผลการวิจัย)	ผู้วิจัย
ขนาดของคณะกรรมการ (BS)	Capital Expenditures / Total Assets (ไม่มีความสัมพันธ์)	Khanchel (2007)
ขนาดของคณะกรรมการ (BS)	Tobin's Q, Sales growth (ไม่ระบุความสัมพันธ์ +/-)	Nakano and Nguyen (2012)
3. ตัวแปรต้น: กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS)	IOS ส่งผลทางตรงต่อ ROE (-)	Hutchinson and Gul (2004)
- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA)	IOS ส่งผลทางอ้อมต่อ ROE ผ่าน CG (+)	
- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE)		
- อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEV)		
ตัวแปรกำกับ: การกำกับดูแลกิจการ (CG)		
- สัดส่วนกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (Proportion of Non-executive Directors)		
- การถือหุ้นของผู้บริหาร (Managerial Shareholdings)		
- ค่าตอบแทนของผู้บริหาร (Managers' remuneration)		
ตัวแปรควบคุม: ขนาดของกิจการ (Firm Size), ภาระผูกพันทางการเงิน (Leverage) และผลการดำเนินงานงวดก่อน - ROE _(t-1)		

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม (ผลการวิจัย)	ผู้วิจัย
<p>4. ตัวแปรต้น: โครงสร้างคณะกรรมการ</p> <ul style="list-style-type: none"> - ขนาดของคณะกรรมการ - องค์ประกอบของคณะกรรมการ - การถือหุ้นของบริษัทของกรรมการที่มาจากบุคคลภายใน 	<p>ตัวแปรตาม: ผลการดำเนินงานวัด โดย ROA</p> <ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัททกเว้นกรรมการที่เป็นชาวต่างประเทศที่มีอิทธิพลทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท - ผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีตจะส่งผลให้เกิดการปรับเปลี่ยนโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียน 	<p>ผกามาศ เอื่องอุดม (2543)</p>
<p>5. ตัวแปรต้น:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ขนาดของคณะกรรมการ - สัดส่วนของกรรมการอิสระ - สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย - ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี 	<p>ตัวแปรตาม: การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี, ROA, ROE ผลการวิจัยพบว่า ขนาดของคณะกรรมการ, สัดส่วนของกรรมการอิสระ, สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย และขนาดของสำนักงานสอบบัญชี มีความสัมพันธ์กับการได้รับประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี และกลุ่มบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ดีกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างมีนัยสำคัญ แต่ผลการทดสอบด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ</p>	<p>วาสนา จันทร์ศรี (2549)</p>

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ตัวแปรต้น	ตัวแปรตาม (ผลการวิจัย)	ผู้วิจัย
<p>6. ตัวแปรต้น: กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS)</p> <ul style="list-style-type: none"> - อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) - อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของผู้ถือหุ้น (MBVE) - อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEV) <p>ตัวแปรกำกับ: การกำกับดูแลกิจการ (CG)</p> <ul style="list-style-type: none"> - สัดส่วนกรรมการบริษัทที่เป็นอิสระ (IND) - สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MOWN) - ค่าตอบแทนของผู้บริหาร (MREM) <p>ตัวแปรควบคุม: ขนาดของกิจการ (Firm Size), ระดับความเสี่ยง (Leverage) และผลการดำเนินงานงวดก่อน - $ROE_{(t-1)}$</p>	<p>IOS ไม่ส่งผลทางอ้อมต่อ ROE ผ่าน IND</p> <p>IOS ไม่ส่งผลทางอ้อมต่อ ROE ผ่าน MOWN</p> <p>IOS ส่งผลทางอ้อมต่อ ROE ผ่าน MREM (+)</p> <p>IOS ไม่ส่งผลทางตรงต่อ ROE</p> <p>MREM ส่งผลทางตรงต่อ ROE (+)</p>	<p>ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ์ (2550)</p>

หมายเหตุ: (+) หมายถึง มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก

(-) หมายถึง มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ

กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท และผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ตามที่กล่าวมาข้างต้น พบว่า มีทั้งผลงานวิจัยที่มีความสัมพันธ์กันและไม่มีความสัมพันธ์กัน จึงเป็นที่น่าสนใจในการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าผลการวิจัยจะเป็นอย่างไร โดยสามารถสรุปตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยได้ดังตารางที่ 2.4

ตารางที่ 2.4 สรุปตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

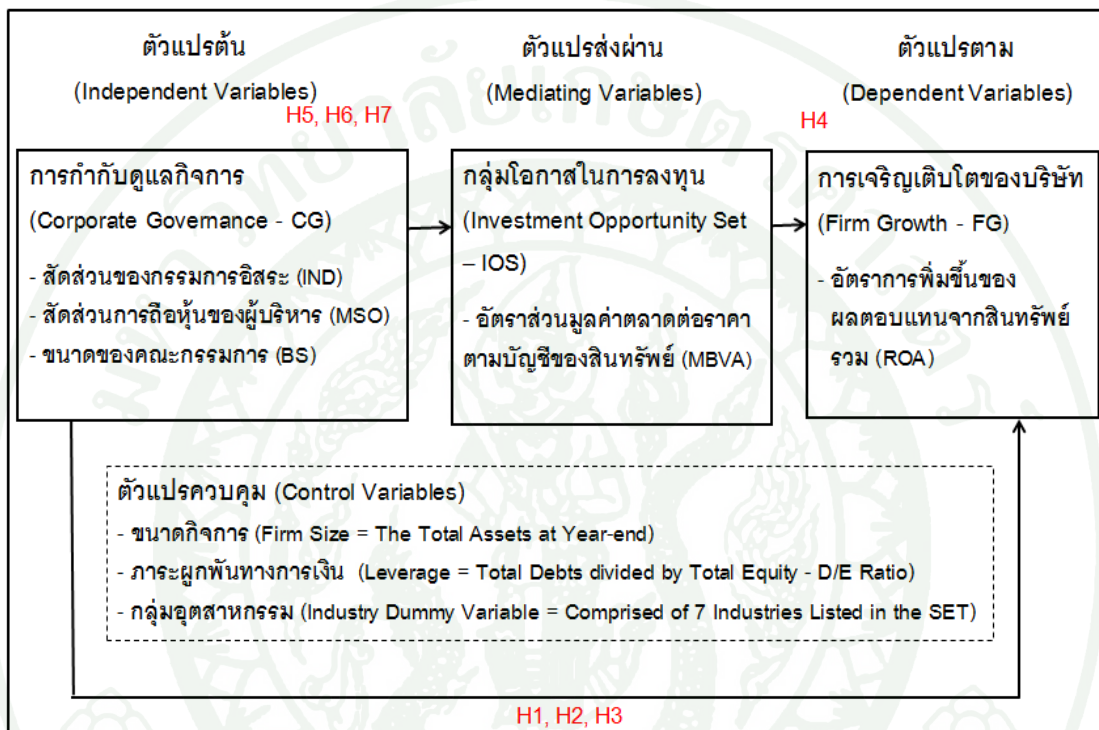
ตัวแปรที่ใช้	ผู้วิจัย
ตัวแปรต้น (Independent Variables)	
1. การกำกับดูแลกิจการ (CG)	
- สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND)	Hossain, Cahan and Adams (2000), Orr, Emanuel and Wong (2005), Bhagat and Bolton (2008), Christensen, Kent and Stewart (2010), Swamy (2011), Khan and Awan (2012), Koerniadi and Tourani-Rad (2012), Yanin (2009), วาสนา จันทร์ศรี (2549), สุภานี นวกุล (2553)
- สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO)	Keasey, Short and Watson (1994), Ho, Larn and Sami (2004), Orr, Emanuel and Wong (2005), Bhagat and Bolton (2008), Lappalainen and Niskanen (2009), Swamy (2011), Din and Javid (2011)
- ขนาดของคณะกรรมการ (BS)	Yermack (1996), Eisenberg, Sundgren and Wells (1998), Orr, Emanuel and Wong (2005), Khanchel (2007), Rashid et al. (2010), Drakos and Bekiris (2010), Christensen, Kent and Stewart (2010), Swamy (2011), Uwuigbe and Fakiile (2012), Koerniadi and Tourani-Rad (2012), Nakano and Nguyen (2012), ผกามาศ เอื้องอุดม (2543), วาสนา จันทร์ศรี (2549)

ตารางที่ 2.4 (ต่อ)

ตัวแปรที่ใช้	ผู้วิจัย
ตัวแปรส่งผ่าน (Mediating Variables) 2. กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS)	Skinner (1993), Lang, Ofek and Stulz (1996), Kallapur and Trombley (1999), Hossain, Cahan and Adams (2000), Hutchinson M., (2002), Hutchinson and Gul (2004), Ho, Larn and Sami (2004), Hossain, Ahmed and Godfrey (2005), Orr, Emanuel and Wong (2005), Khanchel (2007), Nakano and Nguyen (2012), ฐารทิพย์ ศรีวิสุทธิ (2550)
ตัวแปรตาม (Dependent Variables) 3. การเจริญเติบโตของบริษัท (FG) - อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทน จากสินทรัพย์รวม (ROA)	Skinner (1993), Keasey, Short and Watson (1994), Yermack (1996), Demirgüç-Kunt and Maksimovic (1998), Eisenberg, Sundgren and Wells (1998), Hossain, Ahmed and Godfrey (2005), Bhagat and Bolton (2008), O'Brien and David (2009), Drakos and Bekiris (2010), Christensen, Rashid et al. (2010), Kent and Stewart (2010), Christensen, Kent and Stewart (2010), Swamy (2011), Din and Javid (2011), Dhar and De (2011), Khan and Awan (2012), Koerniadi and Tourani-Rad (2012), Uwuigbe and Fakiile (2012), ผกามาศ เอื้องอุดม (2543), วาสนา จันทร์ศรี (2549), ภัทรพร ภาระนาค (2552), สุภานี นวกุล (2553)

นอกจากนี้ยังพบว่า งานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตมีการใช้ตัวแปรควบคุม (Control Variable) โดยตัวแปรควบคุมที่ถูกเลือกใช้มากที่สุดสองอันดับแรก คือ ขนาดกิจการ (Firm Size) และภาระผูกพันทางการเงิน (Leverage) และยังพบว่าในงานวิจัยของ Wiwattanakantang (1999) ที่ศึกษาศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท Non-Financial ในประเทศไทย จะใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) คือ กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry) ในการศึกษา เพราะมีงานวิจัยในอดีตของ Bowen and Huber (1982) และ Bradley et al. (1984) อ้างใน Wiwattanakantang (1999: 391) ที่ระบุว่า leverage ratios มีความแตกต่างกันในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม การไม่ควบคุมปัจจัยของกลุ่มอุตสาหกรรมอาจทำให้ผลการศึกษาลดคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริง ดังนั้นผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาผลกระทบ

ของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโต โดยมีตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดกิจการ (Firm Size) ภาระผูกพันทางการเงิน (Leverage) และตัวแปรหุ่น คือ กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยมีกรอบแนวคิดในการวิจัยดังภาพที่ 2.4



ภาพที่ 2.4 กรอบแนวคิดในการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย

1. สัดส่วนของกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors – IND) มีผลกระทบต่อ การเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth - FG)
2. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of Management Share Ownerships – MSO) มีผลกระทบต่อ การเจริญเติบโตของบริษัท (FG)
3. ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size - BS) มีผลกระทบต่อ การเจริญเติบโตของบริษัท (FG)
4. กลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set - IOS) มีผลกระทบต่อ การเจริญเติบโตของบริษัท (FG)
5. สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) จะมีผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ก็ต่อเมื่อ สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) มีผลต่อกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS)
6. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) จะมีผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ก็ต่อเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) มีผลต่อกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS)
7. ขนาดของคณะกรรมการ (BS) จะมีผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ก็ต่อเมื่อขนาดของคณะกรรมการ (BS) มีผลต่อกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS)

จากการตรวจสอบหลักการ ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งหมดสามารถเชื่อมโยงกับกรอบแนวคิด และสมมติฐานได้ดังนี้

การทดสอบความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างการกำกับดูแลกิจการ ด้วยตัวชี้วัดคือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และขนาดของคณะกรรมการ กับการเจริญเติบโตของบริษัทตามสมมติฐาน H1, H2 และ H3 ตามลำดับ สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการ และทฤษฎีตัวแทน กล่าวคือ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นมอบอำนาจให้ผู้บริหารหรือผู้จัดการมาบริหารงานแทนตน แต่ผู้บริหารหรือผู้จัดการมักจะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ทำให้เกิดความขัดแย้งกันในเรื่องผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารหรือผู้จัดการ จึงทำให้ธุรกิจต้องมีการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เพื่อติดตาม ควบคุม และดูแลผู้บริหารหรือผู้จัดการให้บริหารจัดการองค์กรเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างเป็นธรรม มีกลไกที่สามารถลดปัญหาของตัวแทนลงได้ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน กล่าวคือ 1) การกำหนดโครงสร้างคณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการอิสระในจำนวนที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนด เพื่อทำหน้าที่ในการสนับสนุนนโยบายที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น คัดค้านการตัดสินใจที่ไม่เป็นธรรม หรือไม่โปร่งใส ซึ่งอาจกระทบต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ 2) การให้ผู้บริหารหรือผู้จัดการถือหุ้นของบริษัทในสัดส่วนที่เหมาะสม ซึ่งจะทำให้ผู้บริหารหรือผู้จัดการเพิ่มบทบาทการเป็นผู้ถือหุ้น และคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น และ 3) การกำหนดขนาดของคณะกรรมการที่เหมาะสมตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อส่งเสริมประสิทธิภาพในการตัดสินใจ

การทดสอบความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างกลุ่มโอกาสในการลงทุนกับการเจริญเติบโตของบริษัทตามสมมติฐาน H4 สอดคล้องกับหลักการการจัดการทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจทางการเงินที่สำคัญ 3 ประการ คือ การตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน (Investment Decision) การจัดหาเงินทุน (Financing Decision) และการกำหนดนโยบายทางการเงิน (Dividend Decision) โดยการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนจะต้องสัมพันธ์กับการจัดหาเงินทุนให้มีต้นทุนต่ำที่สุด เพราะเป้าหมายของการจัดการการเงิน คือ การสร้างผลกำไรและมูลค่าเพิ่มให้กับเจ้าของกิจการ และนำไปสู่การเติบโตอย่างยั่งยืนและถาวร

การทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัทตามสมมติฐาน H5, H6 และ H7 สอดคล้องกับหลักการ

กำกับดูแลกิจการ ทฤษฎีตัวแทน และหลักการการจัดการทางการเงิน กล่าวคือ ธุรกิจต้องมีการกำกับดูแลกิจการเพื่อติดตาม ควบคุม และดูแลการทำงานของผู้บริหารหรือผู้จัดการ เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งกันในเรื่องผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ดังที่กล่าวมาข้างต้น และลดต้นทุนทางอ้อมที่อาจเกิดขึ้นในการมอบอำนาจการดำเนินการให้ตัวแทน (Agency Costs) เช่น การตัดสินใจไม่ลงทุนในโครงการที่เหมาะสม ทำให้บริษัทสูญเสียโอกาสที่จะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการตามเป้าหมายของการจัดการการเงิน ดังนั้นหากบริษัทมีโครงสร้างของคณะกรรมการที่ดี คือ มีขนาดของคณะกรรมการที่เหมาะสม นำไปสู่การกำหนดสัดส่วนของกรรมการอิสระตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่เหมาะสม จะทำให้เกิดการตัดสินใจเลือกลงทุนในโครงการที่เหมาะสม สร้างผลตอบแทนที่ดี และส่งผลในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยในอดีตที่สนับสนุนการใช้ตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการ คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และขนาดของคณะกรรมการ ในการทดสอบความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ตามสมมติฐาน H1, H2 และ H3, ความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างกลุ่มโอกาสในการลงทุนกับการเจริญเติบโตของบริษัทตามสมมติฐาน H4 และความสัมพันธ์ทางอ้อมโดยคุณลักษณะของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัทตามสมมติฐาน H5, H6 และ H7 ดังตารางที่ 2.2 และตารางที่ 2.3 ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า มีงานวิจัยในต่างประเทศหลายๆ งานที่ทดสอบความสัมพันธ์ทางตรงตามสมมติฐาน H1, H2, H3 และ H4 ซึ่งพบทั้งมีความสัมพันธ์กันและไม่มีความสัมพันธ์กัน และงานวิจัยในประเทศออสเตรเลียของ Hutchinson and Gul (2004) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มโอกาสการลงทุน (IOS) การกำกับดูแลกิจการ (CG) ด้วยตัวชี้วัด 3 ตัว คือ สัดส่วนกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (NED) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และการจ่ายค่าตอบแทนให้ผู้จัดการ กับผลการดำเนินงานของบริษัท ด้วยตัวชี้วัด คือ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของปี 1999 พบว่าโอกาสในการลงทุนส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อ ROE แต่ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อ ROE ผ่านการกำกับดูแลกิจการ จากนั้นมีงานวิจัยในประเทศไทยของ ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ (2550) ทดสอบความสัมพันธ์ทางอ้อมของผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2548-2549 โดยการกำกับดูแลกิจการใช้ตัวชี้วัด 3 ตัว คือ สัดส่วนกรรมการบริษัทอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และค่าตอบแทนของผู้บริหาร ซึ่งต่างจากงานวิจัยของ Hutchinson and Gul (2004) คือ ใช้สัดส่วนกรรมการบริษัทอิสระแทนสัดส่วนกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร โดยมีงานวิจัยในอดีตของ Fama (1980 อ้างใน ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ, 2550: 20-21) กล่าวว่ากรรมการอิสระจะช่วยลดปัญหาที่เกิดจากกรรมการที่มาจากบุคคลภายใน หรือปัญหาที่ผู้บริหารร่วมกันหาผลประโยชน์

จากความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องจากการที่กรรมการที่เป็นผู้บริหาร (Executive Director) มีอำนาจควบคุมคณะกรรมการบริษัทได้ ผลการวิจัยของ ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ (2550) พบว่า คำตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ทั้งทางตรงและทางอ้อมในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานงวดปัจจุบันของบริษัท แต่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทั้งทางตรงและทางอ้อมกับ สัดส่วนกรรมการบริษัทอิสระ และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของผกามาศ เอื้องอุดม (2543) ที่พบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีต ที่วัด โดย ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีอิทธิพลต่อโครงสร้างคณะกรรมการ ที่วัดโดย ขนาดของคณะกรรมการ และวาสนา จันทร์ศรี (2549) พบว่าขนาดของคณะกรรมการ มีความสัมพันธ์กับการ ได้รับประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี และกลุ่มบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ดีกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างมีนัยสำคัญ

จากหลักการ ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังกล่าวข้างต้นทำให้ผู้วิจัยสนใจศึกษาผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัทในส่วนของ สัดส่วนกรรมการบริษัทอิสระ และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ที่ยังไม่พบว่ามี ความสัมพันธ์ดังกล่าวสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการศึกษาช่วง 1-2 ปี โดยผู้วิจัยสนใจศึกษาในช่วงเวลาที่มากขึ้น คือ 8 ปี เนื่องจากการลงทุนในโครงการต่างๆ อาจต้องใช้ เวลาในการสร้างผลตอบแทนที่ดีให้กับกิจการ และสนใจศึกษาในส่วนของขนาดของคณะกรรมการ เช่นเดียวกับ สัดส่วนกรรมการบริษัทอิสระ และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร เพิ่มเติมจากงานวิจัยของผกามาศ เอื้องอุดม (2543) และวาสนา จันทร์ศรี (2549) นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการน่าจะเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดโอกาสในการลงทุนที่ดีโดยผ่านการตัดสินใจของบรรษัทภิบาล ทำให้เกิดการ คัดเลือกกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดี ดังนั้นในงานวิจัยนี้จึงใช้ตัวแปรต้น คือ การกำกับดูแลกิจการ ตัวแปรส่งผ่าน คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุน และตัวแปรตาม คือ การเจริญเติบโตของบริษัท และเป็นที่มาของสมมติฐาน H5, H6 และ H7 ซึ่งจากการตรวจสอบงานวิจัยในอดีตที่วัดการเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth) งานวิจัยโดยส่วนใหญ่จะศึกษาข้อมูลมากกว่า 5 ปี ส่วนการวัดผลการดำเนินงานของ บริษัท (Firm Performance) งานวิจัยในอดีตจะศึกษาข้อมูล ตั้งแต่ 1 ปี ไปจนถึงมากกว่า 5 ปี ในงานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลแบบภาคตัดขวางผสมเวลา (Panel Data) เป็นข้อมูลที่ประกอบด้วยข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) ของแต่ละข้อมูลตัดขวางตามเวลา (Cross-sectional Data) เพื่อให้มองเห็นมุมมองของทั้ง ตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นลักษณะเด่นของข้อมูลแบบภาคตัดขวางผสมเวลา (Panel Data) จึงเหมาะกับการ วัดการเจริญเติบโตที่ใช้ข้อมูลมากกว่า 5 ปี แต่อย่างไรก็ตามปัจจุบันการวัดผลการดำเนินงานในมุมมอง ทางด้านบัญชีผู้บริหารจะดูการเติบโตของตัวชี้วัดต่างๆ เช่น การเติบโตของยอดขาย อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

(ROE) หรือการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ ส่วนการวัดผลการดำเนินงานในมุมมองทางการเงินผู้ถือหุ้น จะดูการเติบโตของอัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return) จึงอาจกล่าวได้ว่า การเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth) กับ ผลการดำเนินงานของบริษัท (Firm Performance) เป็นคำที่ใช้สลับกันไปมา (Interchange) นอกจากนี้ยังพบว่างานวิจัยในอดีตของ Brito and Vasconcelos (2009), Liow (2010), Mandaci and Gumus (2010), Eisenberg, Sundgren and Wells (1998) และ กัทราพร ภาระนาถ (2552) วัดความสามารถในการทำกำไร ด้วยตัวชี้วัด คือ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ด้วยเช่นกัน

ในงานวิจัยนี้ได้ใช้ตัวแปรควบคุม (Control Variable) คือ ขนาดกิจการ (Firm Size) และ ภาระผูกพันทางการเงิน (Leverage) เพื่อควบคุมปัจจัยอื่นๆ นอกเหนือจากตัวแปรต้นคือ การกำกับดูแลกิจการ และตัวแปรส่งผ่าน คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุน ที่อาจส่งผลต่อตัวแปรตาม คือ การเจริญเติบโตของบริษัท ทำให้ผลการวิจัยคลาดเคลื่อน และอาจเป็นการเติบโตที่ไม่ยั่งยืน นอกจากนี้ยังใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) คือ กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry) เพราะมีงานวิจัยในอดีตของ Bowen and Huber (1982) และ Bradley et al. (1984) อ้างใน Wiwattanakantang (1999: 391) ที่ระบุว่าอัตราส่วนภาระผูกพันทางการเงิน (leverage ratios) มีความแตกต่างกันในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม การไม่ควบคุมปัจจัยของกลุ่มอุตสาหกรรมอาจทำให้ผลการศึกษาคคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริงได้

บทที่ 3

วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์คุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในด้านการกำกับดูแลกิจการ ด้านกลุ่มโอกาสในการลงทุน และด้านการเจริญเติบโตของบริษัท ในแต่ละปีของช่วงเวลาที่ศึกษา และในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม, วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท และวิเคราะห์ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาในครั้งนี้ ข้อมูลที่ใช้ศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจำแนกได้เป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคและบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี ทั้งนี้ไม่รวมธุรกิจการเงิน ได้แก่ ธนาคาร ประกันภัยและประกันชีวิต และเงินทุนและหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นธุรกิจที่มีลักษณะพิเศษทั้งด้านสินทรัพย์และกฎระเบียบข้อบังคับ ด้านสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน โดยศึกษาบริษัทที่มีข้อมูลเปิดเผยต่อสาธารณะ ตั้งแต่ปี 2546-2554 ครบถ้วนทุกปี ในการศึกษาครั้งนี้ ตัวแปรตาม คือ การเจริญเติบโตของบริษัท เป็นเรื่องของการคำนวณการเปลี่ยนแปลง ดังนั้นงานวิจัยนี้จะศึกษาข้อมูลตั้งแต่ปี 2547-2554 แต่ในการวิเคราะห์จะเก็บข้อมูลตั้งแต่ปี 2546 เพื่อใช้เป็นปีฐานในการคำนวณโดยเก็บข้อมูลจากการทบทวนเอกสารแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1), SETSMART และข้อมูลการกำกับดูแลกิจการตั้งแต่ปี 2546-2554 จากฐานข้อมูลวิจัยของคณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตศรีราชา

การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการตอบคำถามวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 การวิเคราะห์คุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในด้านการกำกับดูแลกิจการ ด้านกลุ่มโอกาสในการลงทุน และด้านการเจริญเติบโตของบริษัท ในแต่ละปีของช่วงเวลาที่ศึกษา และในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ใช้สถิติเชิงพรรณนา

วิเคราะห์ข้อมูลที่เก็บรวบรวมระดับมาตราส่วน (Ratio Scale) โดยเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของตัวแปรจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม รวมถึงการหาค่าเฉลี่ย ค่ากลาง ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรแบบรวมปีจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม นอกจากนี้ยังใช้สถิติเชิงอนุมานวิเคราะห์ T-test เพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของกำกับดูแลกิจการ (CG), กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) และการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ในช่วงเวลาก่อนและหลังการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้สอดคล้องกับ OECD ในปี 2549 และวิเคราะห์ F-test (ANOVA) เปรียบเทียบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

ในการตอบคำถามวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท และวัตถุประสงค์ข้อที่ 3 การวิเคราะห์ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ได้มีการตรวจสอบปัญหา Multicollinearity ด้วยการวิเคราะห์สถิติเชิงปริมาณ แบบ Pearson Correlation จากนั้นในการทดสอบสมมติฐานทั้ง 7 ข้อ ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) โดยเป็นข้อมูลแบบภาคตัดขวางผสมเวลา (Panel Data) ทดสอบ Hausman (Hausman Test) เพื่อพิจารณาว่าควรเลือกใช้การประมาณค่าแบบ Fixed Effects หรือการประมาณค่าแบบ Random Effects โดยทดสอบค่า β ที่ได้จากทั้งสองวิธี ถ้าผลการทดสอบพบว่าค่า β ไม่มีความแตกต่างกัน จะใช้การประมาณค่าแบบ Random Effects แต่หากพบว่าค่า β มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ที่ 0.05 จะใช้การประมาณค่าแบบ Fixed Effects ในกรณีที่พบว่าควรใช้วิธี Fixed Effects แต่ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) มีความสัมพันธ์เชิงเส้นอย่างสมบูรณ์ (Perfectly Collinear) ไม่สามารถประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการเชิงถดถอยได้ จะใช้การประมาณค่าแบบ Random Effects แทน ในการทดสอบสมมติฐานและยอมรับค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 สามารถเขียนสมการในการทดสอบได้ดังนี้

$$\begin{aligned}
 FG_{it} = & \alpha + \beta_1(IND_{it}) + \beta_2(MSO_{it}) + \beta_3 \text{Log}(BS_{it}) + \beta_4(IOS_{it}) + \beta_5(IND_{it} * IOS_{it}) + \\
 & \beta_6(MSO_{it} * IOS_{it}) + \beta_7[\text{Log}(BS_{it}) * IOS_{it}] + \beta_8 \text{Log}(Size_{it}) + \beta_9(Leverage_{it}) + \\
 & \beta_{10}(Industry_{it}) + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{3.1}$$

กำหนดให้

$$\begin{aligned}
 FG_{it} & = \text{ค่านวนจาก อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)} \\
 & \text{(หน่วย: ร้อยละ)}
 \end{aligned}$$

IND_{it}	=	สัดส่วนของกรรมการอิสระของบริษัท i ณ ปีที่ t (หน่วย: ร้อยละ)
MSO_{it}	=	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัท i ณ ปีที่ t (หน่วย: ร้อยละ)
$\text{Log}(BS_{it})$	=	ลอการิทึมของขนาดของคณะกรรมการของบริษัท i ณ ปีที่ t
IOS_{it}	=	กลุ่มโอกาสในการลงทุนของบริษัท i ณ ปีที่ t (หน่วย: เท่า) คำนวณจาก อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to Book Value of Assets Ratios - MBVA) $MBVA = (\text{สินทรัพย์รวม} - \text{ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญรวม}) + (\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว ณ วันสิ้นปี} \times \text{ราคาปิด ณ วันสิ้นปี}) / \text{สินทรัพย์รวม}$
$\text{Log}(\text{Size}_{it})$	=	ลอการิทึมของขนาดของกิจการของบริษัท i ณ ปีที่ t คำนวณจาก สินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี
Leverage_{it}	=	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ณ ปีที่ t (หน่วย: เท่า)
$\text{Industry Dummy Variable}_{it}$	=	ตัวแปรหุ่นที่แทนกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ ปีที่ t โดยที่ Industry_1 มีค่าเท่ากับ 1 ถ้าของบริษัท i ณ ปีที่ t อยู่ในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มิฉะนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0 Industry_2 มีค่าเท่ากับ 1 ถ้าของบริษัท i ณ ปีที่ t อยู่ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค มิฉะนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0 Industry_3 มีค่าเท่ากับ 1 ถ้าของบริษัท i ณ ปีที่ t อยู่ในอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม มิฉะนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0 Industry_4 มีค่าเท่ากับ 1 ถ้าของบริษัท i ณ ปีที่ t อยู่ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มิฉะนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0 Industry_5 มีค่าเท่ากับ 1 ถ้าของบริษัท i ณ ปีที่ t อยู่ในอุตสาหกรรมทรัพยากร มิฉะนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0 Industry_6 มีค่าเท่ากับ 1 ถ้าของบริษัท i ณ ปีที่ t อยู่ในอุตสาหกรรมบริการ มิฉะนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0

โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ $\beta_1(IND_{it})$, $\beta_2(MSO_{it})$ และ $\beta_3 \text{Log}(BS_{it})$ จะใช้ตอบคำถามวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ $\beta_5(IND_{it} * IOS_{it})$, $\beta_6(MSO_{it} * IOS_{it})$ และ $\beta_7[\text{Log}(BS_{it}) * IOS_{it}]$ ใช้ตอบคำถามวัตถุประสงค์ข้อที่ 3

ในการทดสอบสมมติฐาน ตัวแปรส่งผ่าน (Mediating Variables) คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) โดยวัดจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to Book Value of Assets Ratios - MBVA) จะทดสอบความมีเสถียร (Robustness) ของแปรด้วยตัวชี้วัดอีก 2 ตัวดังนี้

1. อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (Market to Book Value of Equity Ratios - MBVE) ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

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

2. อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (Gross Plant, Property and Equipment to Market Value of the Firm Ratios – PPEV) ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

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

ในการทดสอบสมมติฐาน ตัวแปรตาม (Dependent Variables) คือ การเจริญเติบโตของบริษัท (FG) วัดจากอัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจาก สินทรัพย์รวม (ROA) จะทดสอบความมีเสถียร (Robustness) ของแปรตามด้วยตัวชี้วัดอีก 4 ตัว แบ่งเป็นตัวชี้วัดในมุมมองทางด้านบัญชี 3 ตัว คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth), อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Asset Growth) ตัวชี้วัดในมุมมองทางการเงิน คือ อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return)

นอกจากนี้ยังทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2551 โดยใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) เพื่อดูว่าในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2551 จะส่งผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัทอย่างไร ทดสอบภาพรวมของการกำกับดูแลกิจการว่าบริษัทที่ได้รับการประเมินว่าเป็นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัทอย่างไร

โดยผู้ประเมิน คือ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) และทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนงวดก่อนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการทำกับดูแลกิจการงวดก่อนกับการเจริญเติบโตงวดปัจจุบัน เพื่อดูว่ากลุ่มโอกาสในการลงทุนงวดก่อนจะส่งผลการเจริญเติบโตของบริษัทงวดปัจจุบันอย่างไร หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า การลงทุนจะต้องใช้เวลาในการสร้างผลตอบแทนให้กับบริษัทหรือไม่ อย่างไร



บทที่ 4

ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์

ผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท โดยเก็บข้อมูลจากการทบทวนเอกสารแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1), SETSMART และข้อมูลการกำกับดูแลกิจการจากฐานข้อมูลวิจัยของคณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตศรีราชา และนำมาวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาอธิบายคุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในด้านการกำกับดูแลกิจการ ด้านกลุ่มโอกาสในการลงทุน และด้านการเจริญเติบโตของบริษัท ในแต่ละปีของช่วงเวลาที่ศึกษา และในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม และใช้สถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นกับตัวแปรตาม ซึ่งได้แบ่งเนื้อหาในบทนี้ออกเป็น 3 ส่วน ดังนี้

1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลของจำนวนบริษัทที่นำมาศึกษา
2. ผลการวิเคราะห์คุณลักษณะของบริษัทที่นำมาศึกษา
3. ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นกับตัวแปรตาม

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลของจำนวนบริษัทที่นำมาศึกษา

ข้อมูลที่นำมาศึกษาได้เก็บรวบรวมมาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2547-2554 โดยศึกษาบริษัทที่มีข้อมูลเปิดเผยต่อสาธารณะครบถ้วนทุกปีซึ่งจำแนกออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคและบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทฤษฎากร บริการ และเทคโนโลยี ทั้งนี้ไม่รวม ธุรกิจการเงิน ได้แก่ ธนาคาร ประกันภัยและประกันชีวิต และเงินทุนและหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นธุรกิจที่มีลักษณะพิเศษทั้งด้านสินทรัพย์และกฎระเบียบข้อบังคับด้านสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 จำนวนบริษัทที่นำมาศึกษาจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท ทั้งหมด	บริษัทที่นำมาศึกษา	
		จำนวน	ร้อยละ
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	36	34	94.44
2. สินค้าอุปโภคและบริโภค	36	35	97.22
3. สินค้าอุตสาหกรรม	46	38	82.61
4. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	99	50*	50.51
5. ทรัพยากร	15	14	93.33
6. บริการ	62	60	96.77
7. เทคโนโลยี	22	20	90.91
รวม	316	251	79.43

หมายเหตุ: *ไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ไม่ครบถ้วนทุกปี จำนวน 47 บริษัท และบริษัทที่ไม่มีราคาซื้อขายหุ้นในระหว่างปีของช่วงเวลาที่ศึกษา จำนวน 2 บริษัท

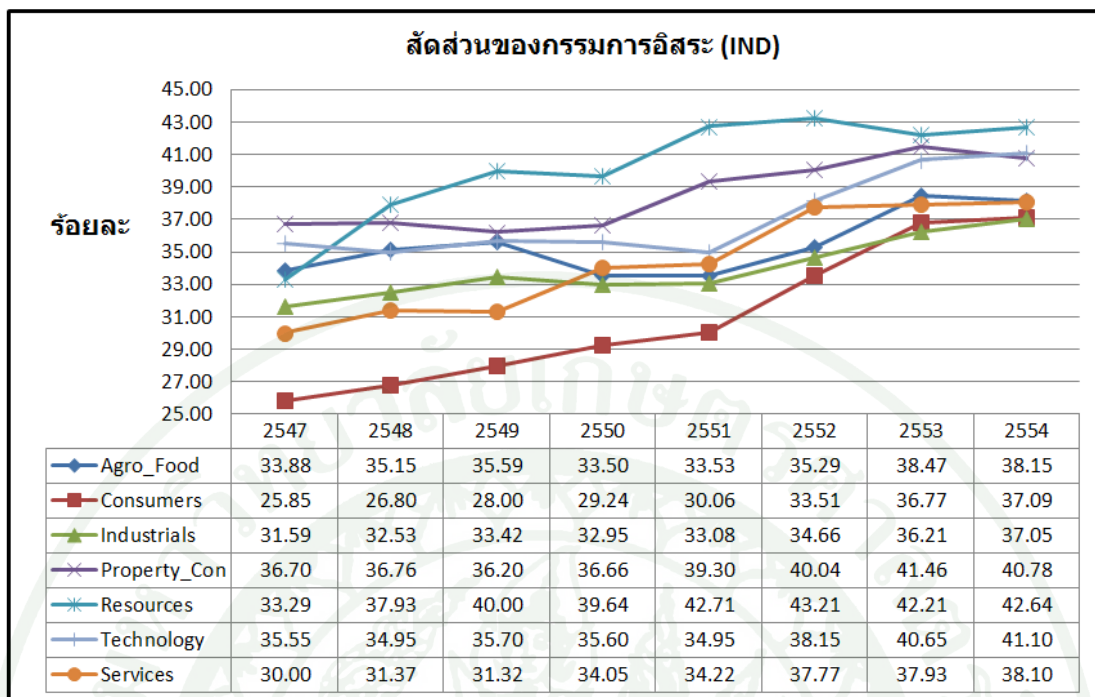
ตารางที่ 4.1 เป็นการแสดงจำนวนบริษัทที่นำมาศึกษาจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม มีจำนวนทั้งสิ้น 251 บริษัท หรือคิดเป็นร้อยละ 79.43 ของจำนวนบริษัททั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษารั้งนี้ไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ไม่ครบถ้วนทุกปีในช่วงเวลาที่ศึกษา บริษัทที่ไม่มีราคาซื้อขายหุ้นในระหว่างปีของช่วงเวลาที่ศึกษา และบริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟูกิจการเนื่องจากไม่มีข้อมูลสำคัญของกรรมการอิสระ

ผลการวิเคราะห์คุณลักษณะของบริษัทที่นำมาศึกษา

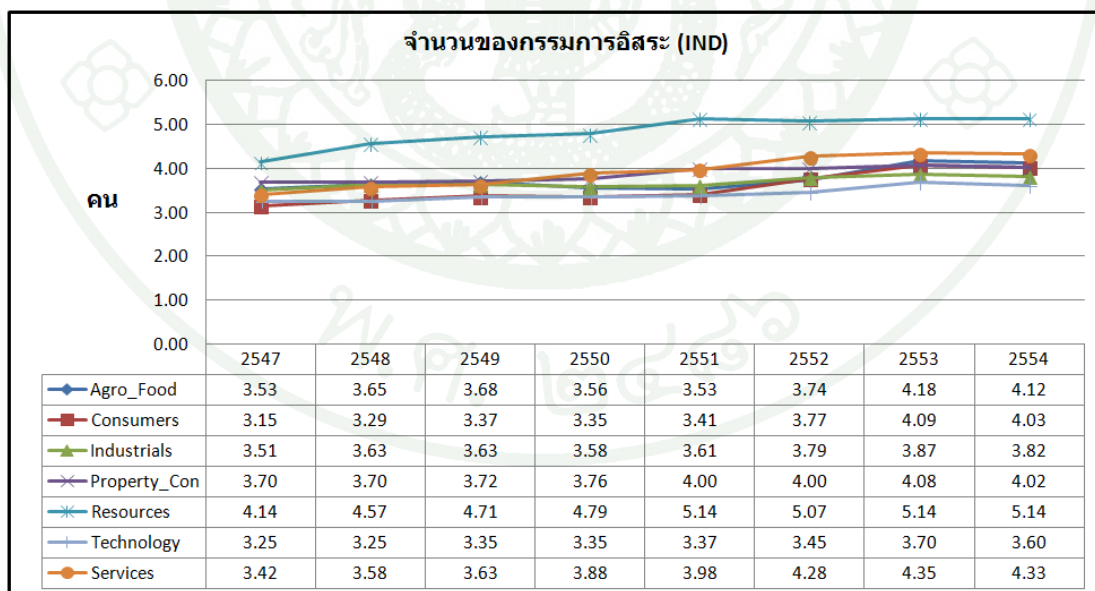
การวิจัยวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 การวิเคราะห์คุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในด้านกำกับดูแลกิจการ ด้านกลุ่มโอกาสในการลงทุน และด้านการเจริญเติบโตของบริษัท ในแต่ละปีของช่วงเวลาที่ศึกษา และในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ใช้สถิติเชิงพรรณนาหาเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของตัวแปรจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม ของทุกตัวแปร ได้แก่ 1) ตัวแปรต้น คือ การกำกับดูแลกิจการ (CG) ประกอบด้วยตัวชี้วัด คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND), สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) และขนาดของคณะกรรมการ (BS) 2) ตัวแปร

ส่งผ่าน คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) ตัวชี้วัด คือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของ
 สินทรัพย์ (MBVA) รวมถึงการทดสอบความมีเสถียรด้วยตัวชี้วัด คือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคา
 ตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE) และอัตราส่วนที่คืน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของ
 กิจการ (PPEV) และ 3) ตัวแปรตาม คือ การเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ตัวชี้วัด คือ อัตราการเพิ่ม
 ขึ้นของผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) รวมถึงการทดสอบความมีเสถียรด้วยตัวชี้วัด คือ
 อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth), อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือ
 หุ้น (ROE), อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Assets Growth) และอัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทน
 จากการลงทุนในหุ้น (Stock Return) ซึ่งสามารถสรุปผลการวิจัยได้ดังนี้

- สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี กำหนดให้
 คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด แต่ต้องไม่
 น้อยกว่า 3 คน ผลการวิจัยพบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระโดยเฉลี่ยของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมี
 กรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด และไม่น้อยกว่า 3 คน เป็นไปตามที่กำหนด
 ตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี 2547-2554 ยกเว้น 3 กลุ่มอุตสาหกรรม ที่ถึงแม้ว่าจะมีกรรมการ
 อิสระไม่น้อยกว่า 3 คน แต่ยังไม่ถึง 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด ได้แก่ กลุ่มสินค้าอุปโภคและ
 บริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มบริการ ซึ่งทั้ง 3 กลุ่มอุตสาหกรรมนี้สามารถมีสัดส่วน
 ของกรรมการอิสระเป็นไปตามที่กำหนดได้ในปี 2552, 2549 และ 2550 ตามลำดับ ดังแสดงในภาพ
 ที่ 4.1 และภาพที่ 4.2

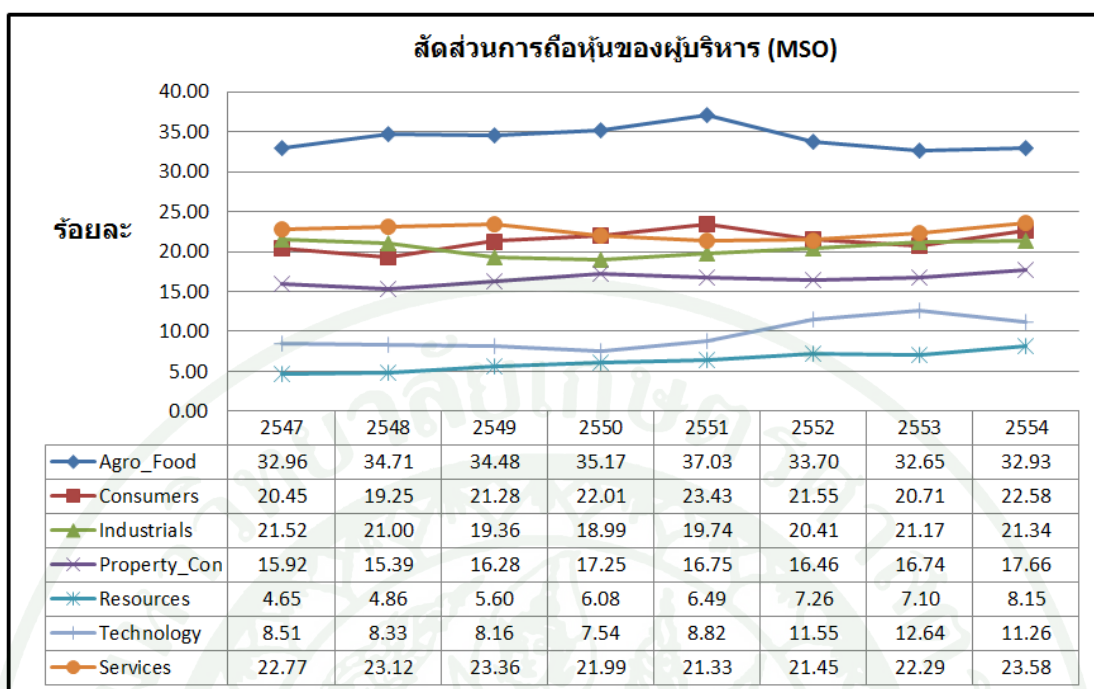


ภาพที่ 4.1 สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) โดยเฉลี่ย (ร้อยละ) จำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม

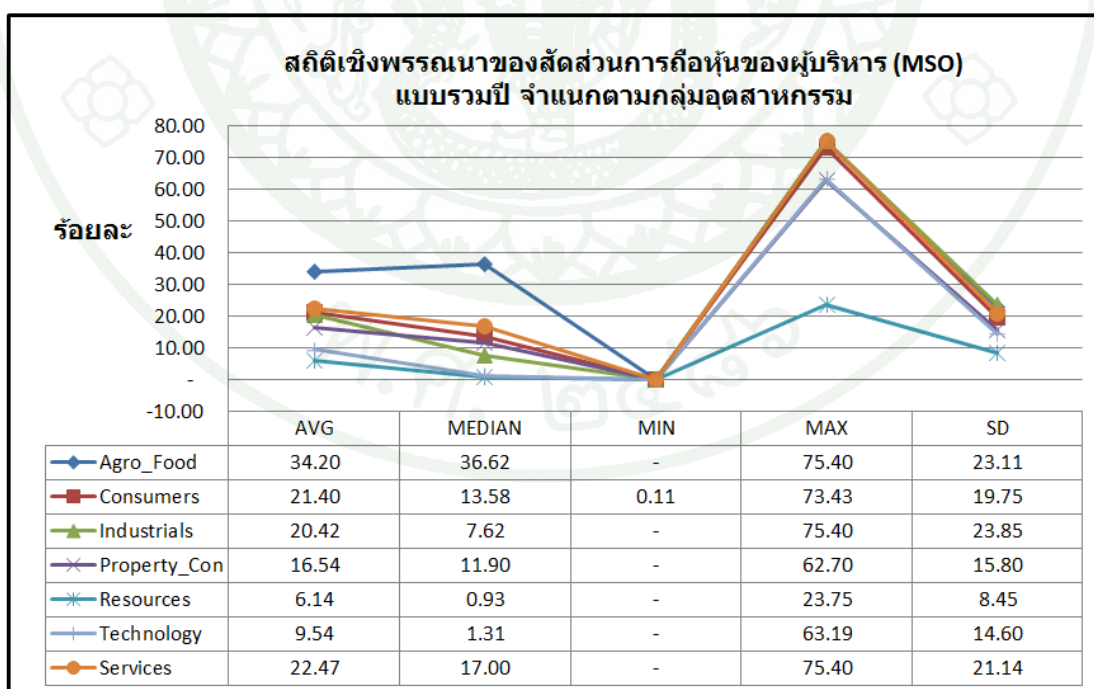


ภาพที่ 4.2 จำนวนของกรรมการอิสระ (IND) โดยเฉลี่ย (คน) จำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม

- สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) โดยเฉลี่ยในช่วงเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี 2547-2554 ของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าเฉลี่ยสูงสุด คือ มากกว่าร้อยละ 30 เมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 15-25 ยกเว้นกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเทคโนโลยี ที่มีค่าเฉลี่ยต่ำกว่าร้อยละ 15 ดังแสดงในภาพที่ 4.3 นอกจากนี้ยังพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารแบบรวมปี ของทุกกลุ่มอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุดที่แตกต่างกันมาก เช่น กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 34.20 ค่าต่ำสุดร้อยละ 0 และค่าสูงสุดร้อยละ 75.40 และกลุ่มเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 9.54 ค่าต่ำสุดร้อยละ 1.31 และค่าสูงสุดร้อยละ 63.19 ดังแสดงในภาพที่ 4.4 ซึ่งหมายถึง บริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารแบบกระจุกตัว มีงานวิจัยในอดีตของ Wiwattanakantang (1999: 380) ที่ศึกษาศึกษาเกี่ยวกับ โครงสร้างเงินทุนของบริษัท Non-Financial ในประเทศไทย ในปี 2539 พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทเป็นแบบกระจุกตัว คือ มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 35.08 ค่าต่ำสุดร้อยละ 0 และค่าสูงสุดร้อยละ 92.53 และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ (2550) ที่ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี 2548-2549 พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทเป็นแบบกระจุกตัว คือสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารของทุกกลุ่มอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุดที่แตกต่างกันมาก เช่น กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 19.45 ค่าต่ำสุดร้อยละ 0 และค่าสูงสุดร้อยละ 94.97 และกลุ่มเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 10.75 ค่าต่ำสุดร้อยละ 0 และค่าสูงสุดร้อยละ 64.82 แต่อย่างไรก็ดีเมื่อเทียบค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุด กับกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันในงานวิจัยนี้ พบว่ากลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ยและค่าสูงสุดที่ความแตกต่างกัน กล่าวคือในงานวิจัยนี้ค่าเฉลี่ยและค่าสูงสุดของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารเท่ากับร้อยละ 34.20 และร้อยละ 75.40 ตามลำดับ ในขณะที่งานวิจัยของ ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ (2550) ค่าเฉลี่ยและค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 19.45 และร้อยละ 94.97 ตามลำดับ ส่วนค่าต่ำสุดแตกต่างกันเพียงเล็กน้อยเท่านั้น

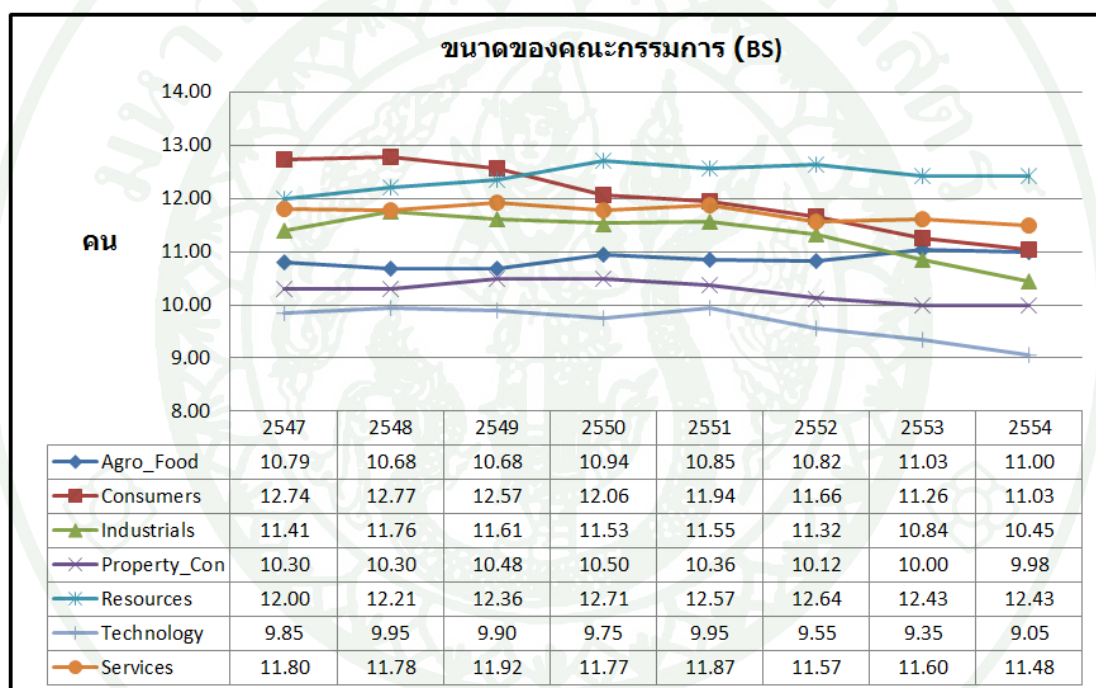


ภาพที่ 4.3 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม



ภาพที่ 4.4 สถิติเชิงพรรณนาของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) แบบรวมปี จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

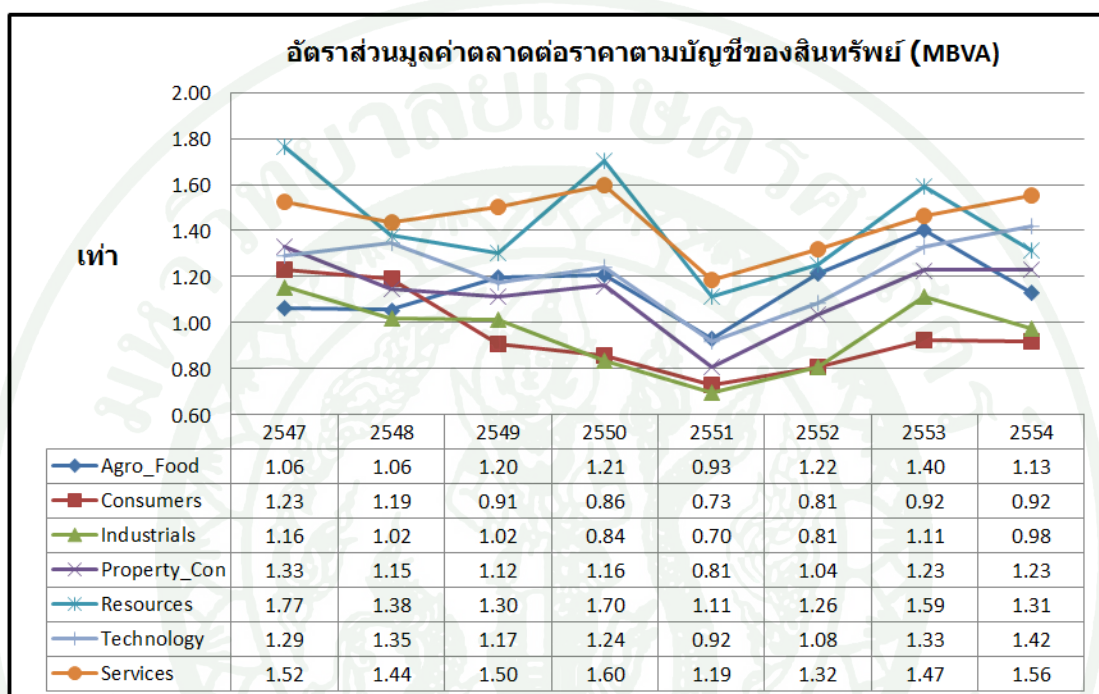
- ขนาดของคณะกรรมการ (BS) โดยเฉลี่ยของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมไม่น้อยกว่า 5 คน ตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี 2547-2554 เป็นไปตามพระราชบัญญัติ บริษัทมหาชนจำกัด กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ยของขนาดของคณะกรรมการสูงที่สุดอย่างต่อเนื่องคือ กลุ่มทรัพยากร มีจำนวน 12 คน และกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ยของขนาดของคณะกรรมการต่ำที่สุดอย่างต่อเนื่องคือ กลุ่มเทคโนโลยี มีจำนวน 9 คน ดังแสดงในภาพที่ 4.5 ปัจจุบันหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 กำหนดให้ต้องมีจำนวนคณะกรรมการไม่น้อยกว่า 5 คน และไม่ควรมากเกิน 12 คน แต่ในงานวิจัยนี้ศึกษาข้อมูลถึงปี 2554 เพราะระหว่างที่เก็บรวบรวมข้อมูล ยังไม่มีข้อมูลของปี 2555



ภาพที่ 4.5 ขนาดของคณะกรรมการ (BS) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม

- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) อัตราส่วนนี้เป็นการเปรียบเทียบราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ ถ้ามีค่ามากกว่า 1 เท่า จะหมายถึง สินทรัพย์ของบริษัทมีราคาตลาดสูงกว่าราคาตามบัญชี แสดงบริษัทมีสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ที่ดี นักลงทุนมองเห็น โอกาสในการลงทุนของบริษัท แต่ถ้ามีค่าเฉลี่ยน้อยกว่า 1 เท่า จะมีความหมายตรงกันข้ามกัน ผลการวิจัยพบว่า อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) โดยเฉลี่ยของกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ มีค่าเฉลี่ยสูงกว่า 1 เท่า ตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี 2547-2554 ในขณะที่กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยต่ำกว่า 1 เท่า

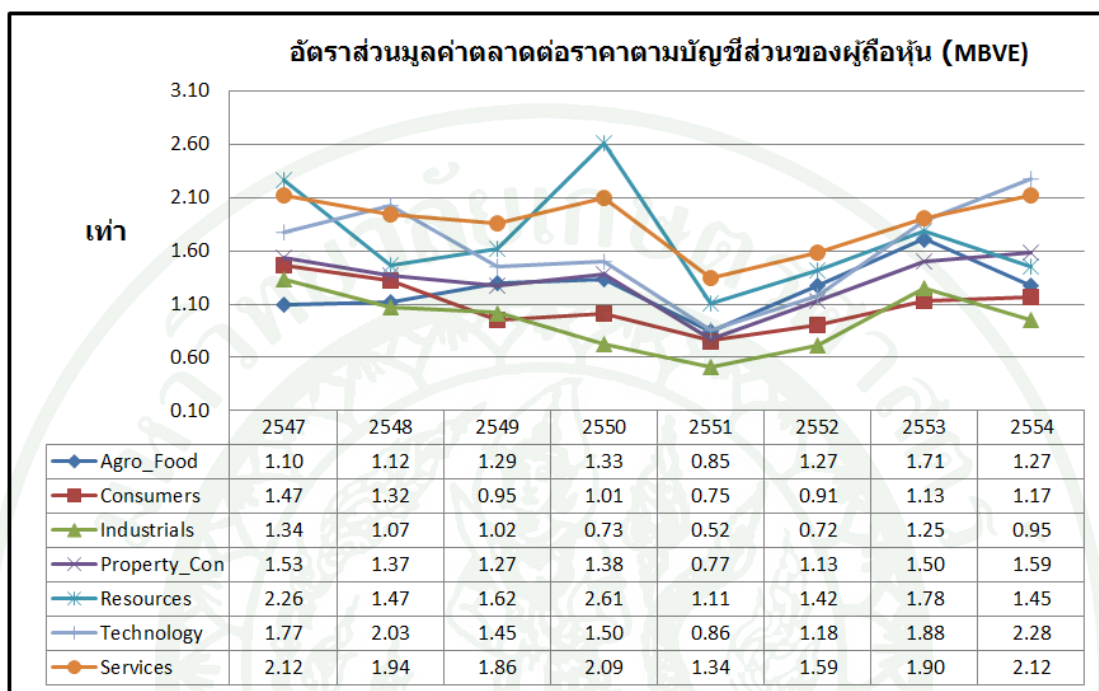
ตั้งแต่ปี 2549-2554 สำหรับกลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค และปี 2550-2552 และปี 2554 สำหรับสินค้าอุตสาหกรรม และในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจปี 2551 ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยต่ำกว่า 1 เท่า ยกเว้นกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ ที่มีค่าสูงกว่า 1 เท่าคือ 1.11 และ 1.19 ตามลำดับ ดังแสดงในภาพที่ 4.6



ภาพที่ 4.6 อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม

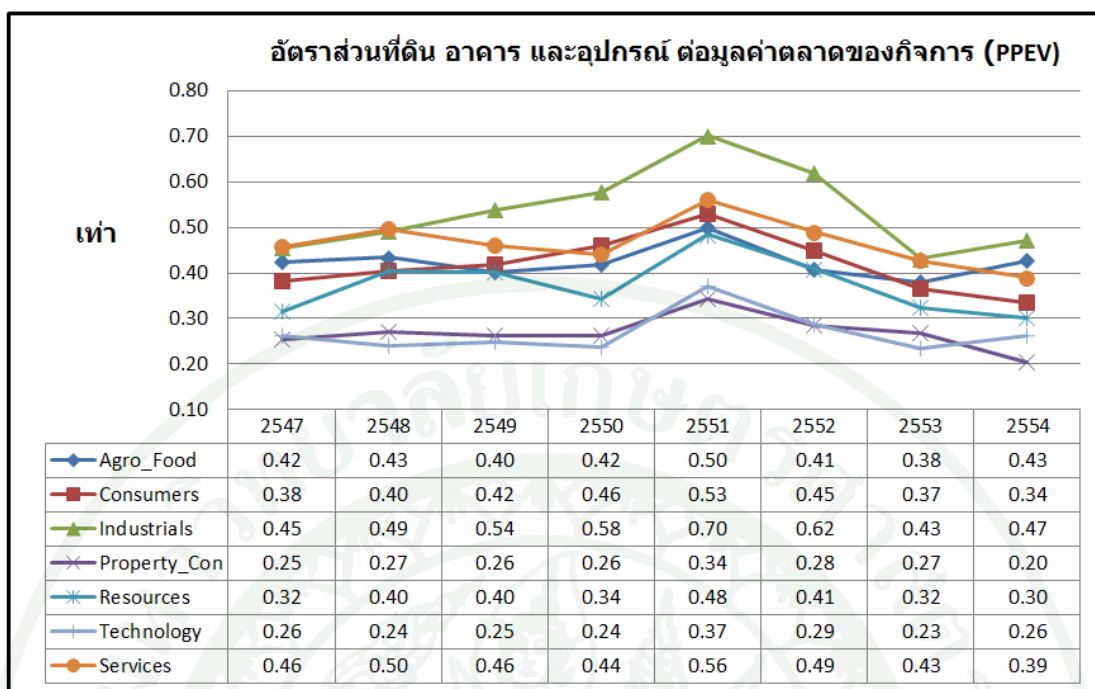
- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE) เป็นตัวชี้วัดที่ใช้ทดสอบความมีเสถียรของอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) โดยอัตราส่วนนี้เป็นการเปรียบเทียบราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น ถ้ามีค่ามากกว่า 1 เท่า จะหมายถึง นักลงทุนมองเห็นแนวโน้มผลประกอบการของบริษัทมีทิศทางสูงขึ้น มีศักยภาพในการสร้างรายได้และผลกำไรในอนาคต แต่ถ้ามีค่าเฉลี่ยน้อยกว่า 1 เท่า จะมีความหมายตรงกันข้ามกัน ซึ่งผลการวิจัยส่วนใหญ่เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) กล่าวคือ กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ มีค่าเฉลี่ยสูงกว่า 1 เท่า ตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี 2547-2554 ในขณะที่กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค และสินค้าอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยต่ำกว่า 1 เท่า ในปี 2549, 2551-2552 สำหรับกลุ่มสินค้าอุปโภค และปี 2550-2552 และปี 2554 สำหรับสินค้าอุตสาหกรรม และในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจปี 2551 ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ย

ต่ำกว่า 1 เท่า ยกเว้นกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ ที่มีค่าสูงกว่า 1 เท่าคือ 1.11 และ 1.34 ตามลำดับ ดังแสดงในภาพที่ 4.7



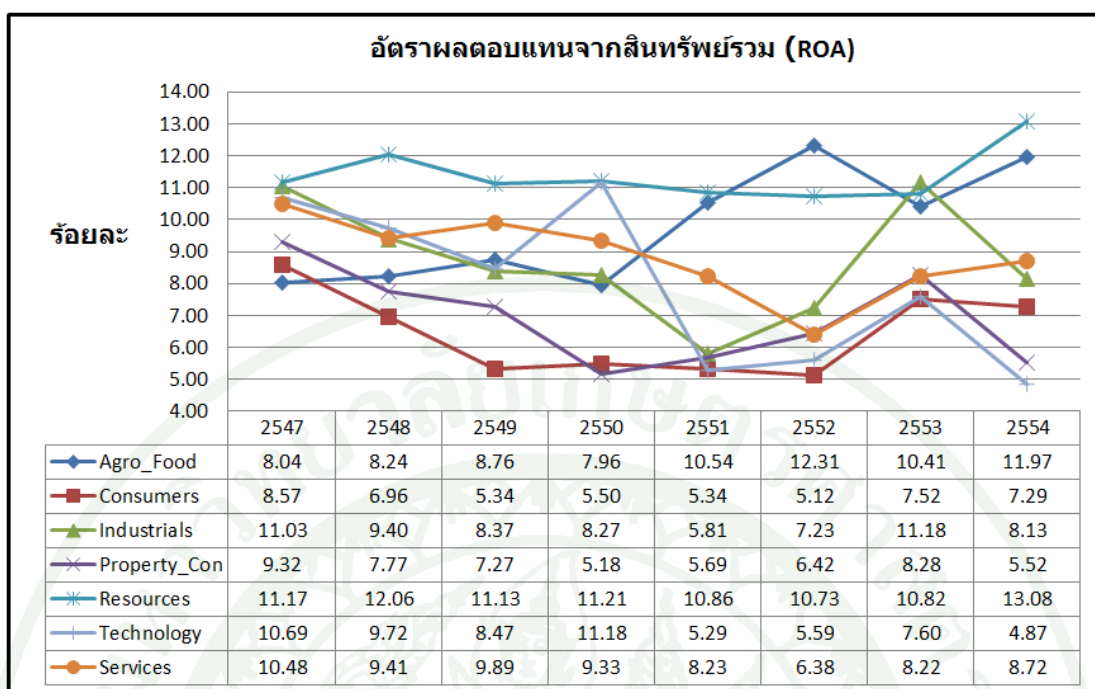
ภาพที่ 4.7 อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม

- อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEV) เป็นตัวชี้วัดที่ใช้ทดสอบความมีเสถียรของอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) โดยอัตราส่วนนี้เป็นการเปรียบเทียบระหว่างราคาตามบัญชี ณ วันที่ได้มาของสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานกับมูลค่าตลาด ถ้าอัตราส่วนมีค่าน้อย แสดงว่านักลงทุนคาดว่าสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานสามารถก่อให้เกิดรายได้และผลกำไรในอนาคตได้เป็นจำนวนมาก ผลการวิจัยพบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยต่ำกว่า 0.50 เท่า ในช่วงเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี 2547-2554 ในขณะที่สินค้าอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ยสูงกว่า 0.50 เท่า ตั้งแต่ปี 2549-2552 และในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจปี 2551 ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมต่ำกว่า 0.50 เท่า ยกเว้นกลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มบริการ ที่มีค่าสูงกว่า 0.50 เท่า ดังแสดงในภาพที่ 4.8



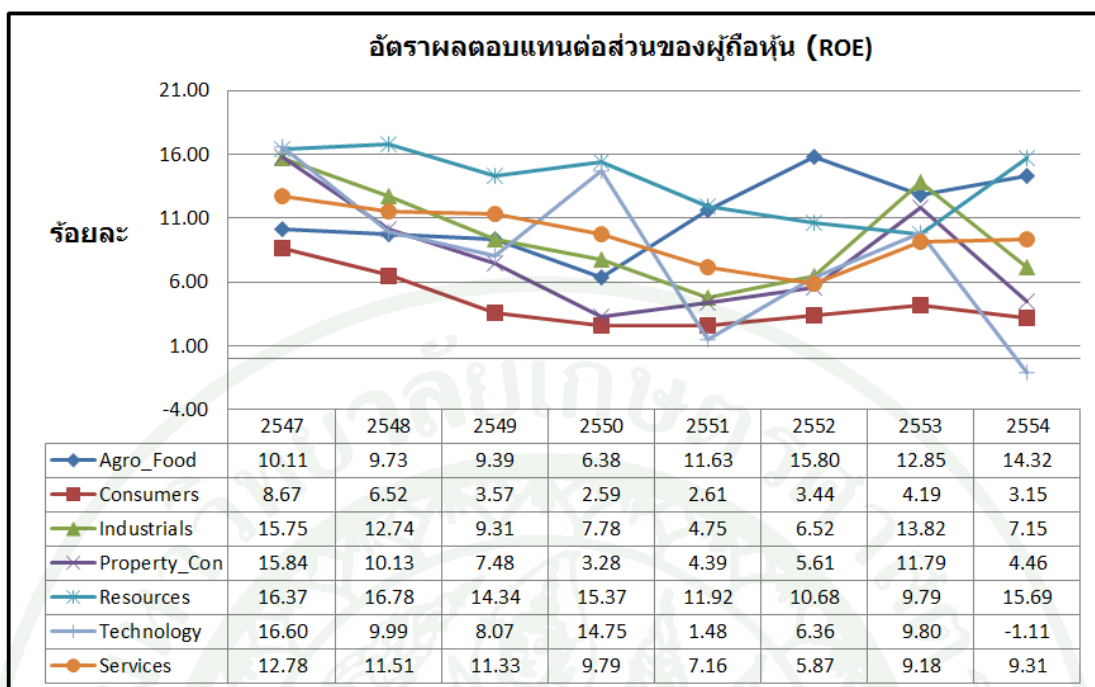
ภาพที่ 4.8 อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEV) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม

- อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราส่วนนี้เป็นค่าที่บ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์ของบริษัท โดยคำนวณจาก กำไรสุทธิ/สินทรัพย์สุทธิ โดยสินทรัพย์สุทธิของบริษัทนั้นประกอบด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของหนี้สิน ค่า ROA นี้ยิ่งสูงยิ่งดี เพราะแสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูงเมื่อเทียบกับมูลค่าสินทรัพย์ที่ลงทุน หากค่า ROA ของบริษัทต่ำกว่าร้อยละ 5 นักลงทุนมีอาชีพมักจะไม่ได้ให้ความสนใจกับบริษัทนั้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.) ผลการวิจัยพบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) โดยเฉลี่ยของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมในช่วงเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี 2547-2554 มีค่าเฉลี่ยสูงกว่าร้อยละ 5 ยกเว้นกลุ่มเทคโนโลยี ที่มีค่าเฉลี่ยต่ำกว่าร้อยละ 5 เพียงเล็กน้อย ในปี 2554 คือ มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 4.87 ดังแสดงในภาพที่ 4.9



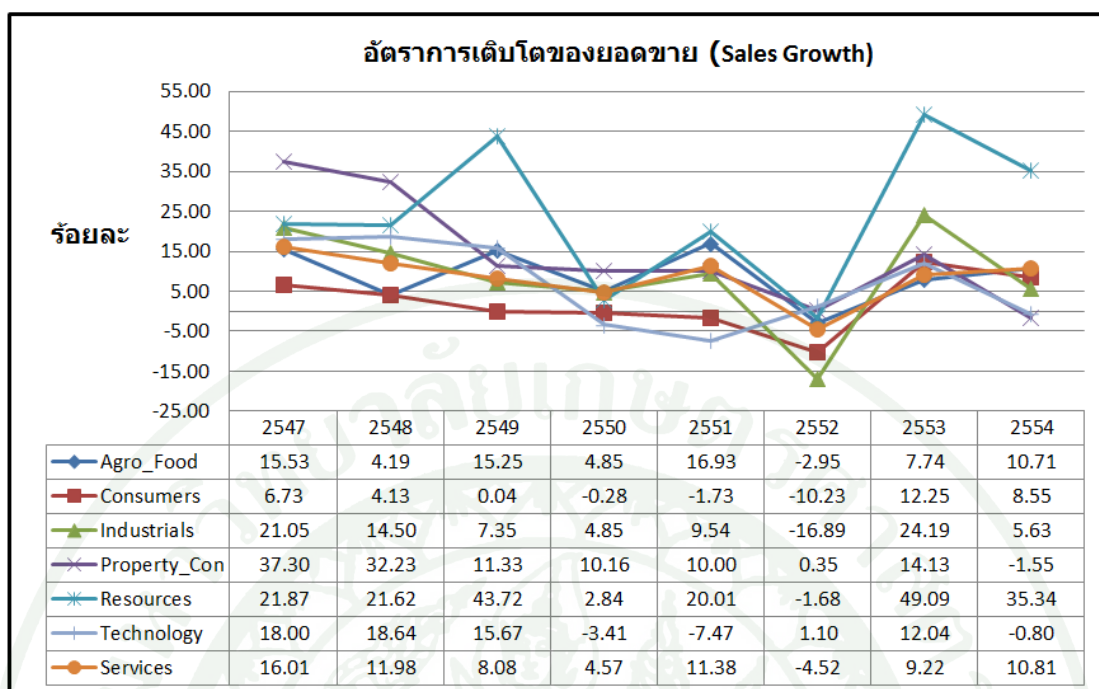
ภาพที่ 4.9 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม

- อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนนี้เป็นตัวที่บ่งบอกถึงความสามารถของบริษัทในการนำเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นไปทำให้งอกเงย โดยคำนวณจาก กำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้น ค่า ROE นี้ยิ่งสูงยิ่งดี โดยนักลงทุนมืออาชีพจะมองหาหุ้นที่มีค่า ROE สูงกว่าร้อยละ 12-15 อย่างต่อเนื่องหลายๆ ปี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.) ผลการวิจัยพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยเฉลี่ยของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ต่ำกว่าร้อยละ 12 มากกว่า 3 ปีต่อเนื่อง มีเพียง 2 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ที่มีค่าเฉลี่ยมากกว่าร้อยละ 12 เป็นเวลาเท่ากับหรือมากกว่า 3 ปีต่อเนื่อง โดยในปี 2547-2550 มีค่าเฉลี่ยมากกว่าร้อยละ 12 สำหรับกลุ่มทรัพยากร และปี 2552-2554 มีค่าเฉลี่ยมากกว่าร้อยละ 12 สำหรับกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารดังแสดงในภาพที่ 4.10



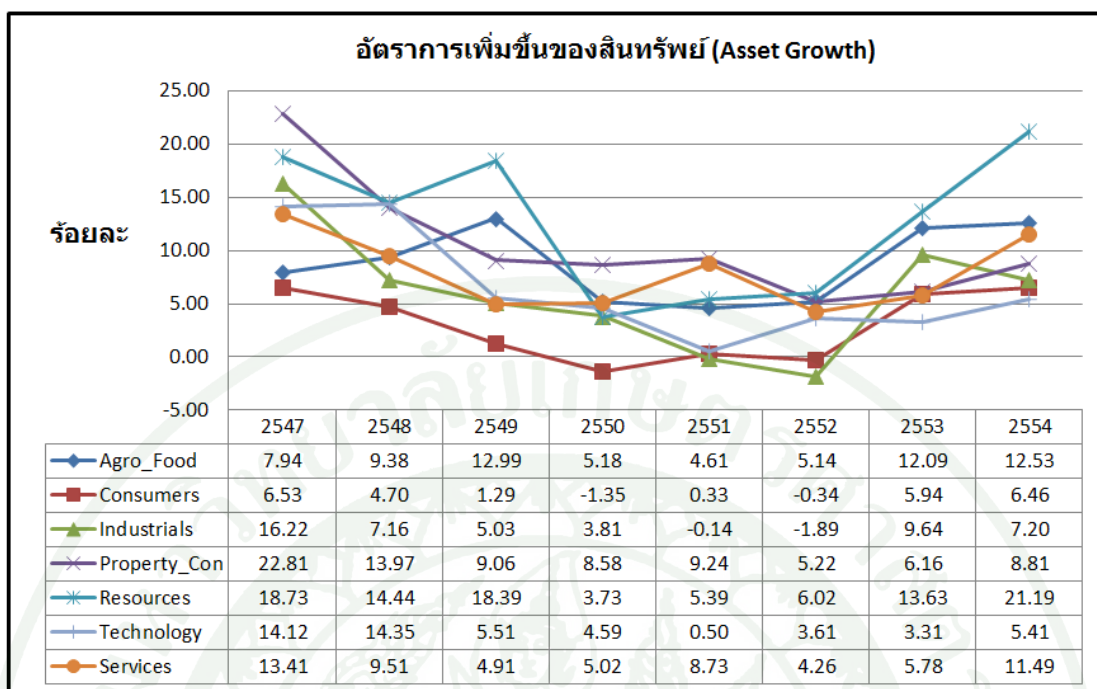
ภาพที่ 4.10 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม

- อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) โดยเฉลี่ยของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีแนวโน้มเป็นไปในทิศทางเดียวกันตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี 2547-2554 ยกเว้นกลุ่มทรัพยากรที่มีการเติบโตของยอดขายที่โดดเด่นเมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ในปี 2549 และปี 2553-2554 คือ มีการเติบโตของยอดขายมากถึงร้อยละ 43.72, 49.09 และ 35.34 ตามลำดับ ดังแสดงในภาพที่ 4.11



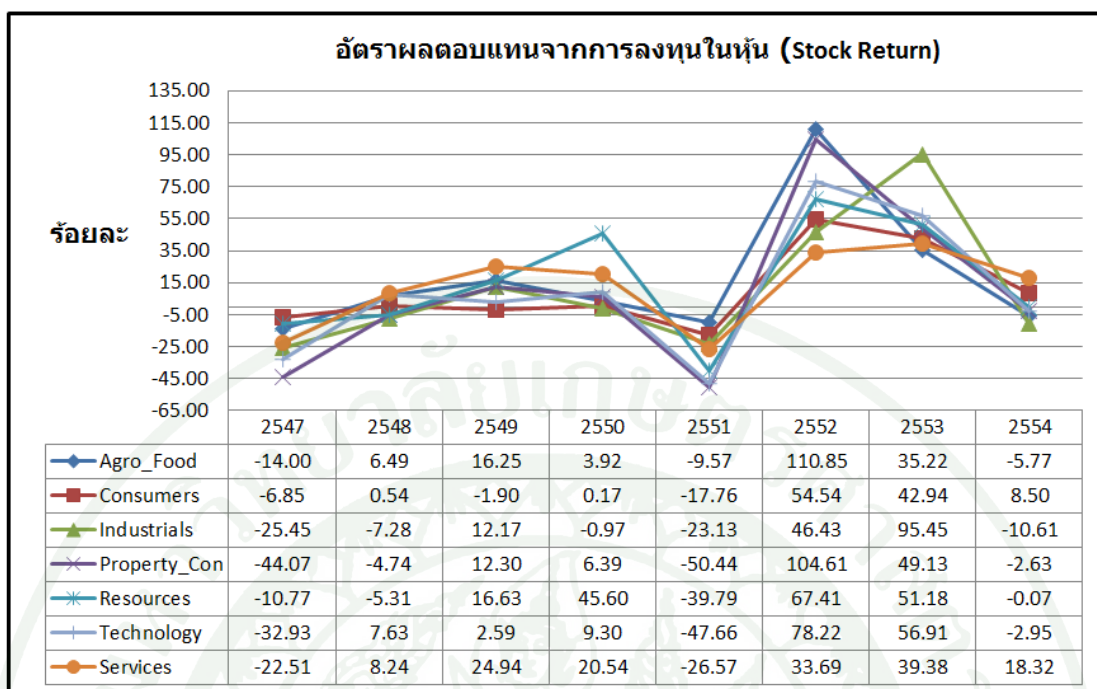
ภาพที่ 4.11 อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม

- อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Asset Growth) โดยเฉลี่ยของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีแนวโน้มเป็นไปในทิศทางเดียวกันในช่วงเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี 2547-2554 ยกเว้น 2 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ที่มีการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ที่สูงเมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ในปี 2549 และปี 2553-2554 คือ กลุ่มทรัพยากร มีการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ ร้อยละ 18.39, 13.63 และ 21.19 ตามลำดับ และเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ร้อยละ 12.99, 12.09 และ 12.53 ตามลำดับ ดังแสดงในภาพที่ 4.12



ภาพที่ 4.12 อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Asset Growth) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม

- อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return) ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นประกอบด้วยตัวแปรหลัก 3 ประการ คือ 1) ตัวแปรทางเศรษฐกิจ ถ้าเศรษฐกิจดี หุ้นที่ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจที่ดีจะมีราคาเพิ่มขึ้น 2) ตัวแปรอุตสาหกรรม ถ้าอุตสาหกรรมใดอยู่ในช่วงขาขึ้น ราคาหุ้นที่อยู่ในอุตสาหกรรมนั้นมักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วย และ 3) ตัวแปรผลประกอบการของบริษัทนั้นๆ เป็น ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น โดยตรง ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของธุรกิจ กลยุทธ์ของบริษัท และความสามารถของผู้บริหาร (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน, ม.ป.ป.) ผลการวิจัยพบว่าโดยเฉลี่ยของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีแนวโน้มเป็นในทิศทางเดียวกัน คือ ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจปี 2551 มีค่าเฉลี่ยที่ติดลบร้อยละ 10-50 และในปี 2552-2553 กลับมามีค่าเฉลี่ยเป็นบวกร้อยละ 30-110 ดังแสดงในภาพที่ 4.13



ภาพที่ 4.13 อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return) โดยเฉลี่ยจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม

นอกจากนี้ในงานวิจัยนี้ยังหาค่าเฉลี่ย ค่ากลาง ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรแบบรวมปี จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมของทุกตัวแปร ไว้ในภาคผนวก ก

นอกจากนี้ยังใช้สถิติเชิงอนุมานเพื่อตามคำถามตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยข้อที่ 1 โดยการวิเคราะห์ T-test เพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของกำกับดูแลกิจการ (CG), กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) และการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ในช่วงเวลาก่อนและหลังการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้สอดคล้องกับ OECD ในปี 2549 พบว่าทุกตัวชี้วัด ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND), อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) มีค่าเฉลี่ยที่แตกต่างกันในช่วงเวลาก่อนและหลังการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ยกเว้นตัวชี้วัด สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) และขนาดของคณะกรรมการ (BS) ที่มีค่าเฉลี่ยที่ไม่แตกต่างกันทั้งก่อนและหลังการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่วนการวิเคราะห์ F-test (ANOVA) เปรียบเทียบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่าทุกตัวชี้วัดมีค่าเฉลี่ยที่แตกต่างกัน ดังตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.2 สถิติเชิงอนุมาน วิเคราะห์ T-test เพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของตัวแปรในช่วงเวลาก่อน และหลังการปรับปรุงหลักการค้ากับดูแลกิจการที่ดี และวิเคราะห์ F-test (ANOVA) เพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของตัวแปรในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

ตัวแปร	ช่วงเวลาก่อนและหลัง การปรับปรุง CG		เปรียบเทียบแต่ละกลุ่ม อุตสาหกรรม	
	T-test	t Critical	F-test	P-value
1. การกำกับดูแลกิจการ (CG)				
1.1 สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND)	(6.8872)*	1.9628	24.2862	0.0000
1.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO)	0.0253	1.9627	40.4310	0.0000
1.3 ขนาดของคณะกรรมการ (BS)	0.9162	1.9629	23.7876	0.0000
2. กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS)				
2.1 อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชี ของสินทรัพย์ (MBVA)	2.7161*	1.9630	20.1513	0.0000
3. การเจริญเติบโตของบริษัท (FG)				
3.1 อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจาก สินทรัพย์รวม (ROA)	2.8896*	1.9625	7.1687	0.0000

หมายเหตุ: *ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นกับตัวแปรตาม

การวิจัยวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 และข้อที่ 3 ได้มีการตรวจสอบปัญหา multicollinearity ด้วยการวิเคราะห์สถิติเชิงปริมาณ แบบ Pearson Correlation ดังตารางที่ 4.3 พบว่าไม่มีตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 4.3 การวิเคราะห์สถิติเชิงปริมาณ แบบ Pearson Correlation

Correlation*	<u>IND</u>	<u>MSO</u>	<u>LOG_BS</u>	<u>MBVA</u>	<u>MBVE</u>	<u>PPEV</u>	<u>ROA</u>	<u>SALES</u> <u>GROWTH</u>	<u>ROE</u>	<u>ASSETS</u> <u>GROWTH</u>	<u>STOCK</u> <u>RETURN</u>	<u>LOG_SIZE</u>	<u>LEVERAGE</u>
IND	1.00												
MSO	0.00	1.00											
LOG_BS	-0.50	-0.14	1.00										
MBVA	0.01	0.00	0.03	1.00									
MBVE	0.04	-0.02	0.02	0.89	1.00								
PPEV	-0.05	0.13	0.08	-0.40	-0.36	1.00							
ROA	0.00	0.07	0.11	0.32	0.24	-0.14	1.00						
SALESGROWTH	0.01	-0.04	-0.02	0.10	0.09	-0.07	0.22	1.00					
ROE	0.00	0.04	0.08	0.22	0.12	-0.10	0.84	0.21	1.00				
ASSETSGROWTH	0.04	-0.01	0.01	0.09	0.11	-0.12	0.27	0.39	0.30	1.00			
STOCKRETURN	0.08	0.03	-0.02	0.16	0.15	-0.12	0.20	0.05	0.22	-0.00	1.00		
LOG_SIZE	0.07	-0.24	0.21	0.08	0.10	-0.11	0.19	0.07	0.21	0.19	0.03	1.00	
LEVERAGE	0.07	-0.05	-0.04	0.02	0.23	-0.09	-0.22	0.04	-0.22	0.08	-0.05	0.23	1.00

หมายเหตุ: * มีความสัมพันธ์กันสูงที่ 0.80 ขึ้นไป

** ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

ตารางที่ 4.4 เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางตรง ตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท และวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางอ้อม ตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 3 วิเคราะห์ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regressions) โดยเป็นข้อมูลแบบภาคตัดขวางผสมเวลา (Panel Data) ในการทดสอบสมมติฐาน และยอมรับค่านัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่ง Model# 4.1 จะเป็น Model หลักที่ใช้ในการตอบคำถามของวิจัยนี้ โดย ตัวแปรส่งผ่าน ตัวชี้วัดคือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) และตัวแปรตาม ตัวชี้วัดคือ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) จากนั้นทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรส่งผ่านด้วยตัวชี้วัดอีก 2 ตัว คือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE) และอัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEV) ตาม Model# 4.2 และ Model# 4.3 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4.4 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางตรง ตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท พบว่าการกำกับดูแลได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) และขนาดของคณะกรรมการ (BS) ส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท วัดโดยผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ส่วนสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) ไม่มีผลกระทบทางตรงต่อการเจริญเติบโตของบริษัท ตาม Model# 4.1 ค่า Coefficient β_3 , β_4 และ β_5

จากตารางที่ 4.4 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางอ้อม ตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 3 วิเคราะห์ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท พบว่าการกำกับดูแล (CG) ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) และขนาดของคณะกรรมการ (BS) ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) วัดโดยผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญโดยผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) วัดโดยอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) ขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) ไม่มีผลกระทบต่อทางอ้อมต่อการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) อย่างมีนัยสำคัญตาม Model# 4.1 ค่า Coefficient β_7 , β_8 และ β_9 นอกจากนี้ยังพบว่ากลุ่มโอกาสในการลงทุนส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท ตาม Model# 4.1 ค่า Coefficient β_6 และไม่พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรม (Industry) ส่งผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ตาม Model# 4.1 ค่า Coefficient β_{10} , β_{11} , β_{12} , β_{13} , β_{14} และ β_{15}

จากตารางที่ 4.4 การทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรส่งผ่าน คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุน ที่วัดโดย อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) ด้วยตัวชี้วัดอีก 2 ตัว คือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE) และอัตราส่วนที่ดิน อาคาร และ อุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEV) ผลการวิจัยพบว่า

- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE) มีผลการวิจัยที่สอดคล้องกับอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท, กลุ่มโอกาสในการลงทุนส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท, สัดส่วนของกรรมการอิสระกับขนาดของคณะกรรมการส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท ตาม Model# 4.2 ค่า Coefficient β_3 β_6 β_7 และ β_9 และไม่พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรม (Industry) ส่งผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ตาม Model# 4.2 ค่า Coefficient β_{10} β_{11} β_{12} β_{13} β_{14} และ β_{15}
- อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEV) ไม่พบผลการวิจัยที่สอดคล้องกับอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) ตาม Model# 4.3

ตารางที่ 4.4 การทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการ
กำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท วัดโดย ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม
(ROA) โดยทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรส่งผ่าน คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุน

ตัวแปร	<u>MBVA</u>	<u>MBVE</u>	<u>PPEV</u>
	Model# 4.1	Model# 4.2	Model# 4.3
	***	***	***
ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β)			
ตัวแปรตาม คือ <u>ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)</u>			
C	12.8261	3.9253	-7.7968
LOG_SIZE	3.1624*	3.2633*	3.3020*
LEVERAGE	-1.6399*	-1.9795*	-1.7147*
IND	-0.1246*	-0.0562*	0.0075
MSO	-0.0012	0.0035	0.0263
LOG_BS	-14.1412*	-6.1320	7.4577*
IOS	-12.7763*	-5.1785*	13.3699
IND*IOS	0.0906*	0.0285*	-0.1174
MSO*IOS	0.0251	0.0212*	0.0112
LOG_BS*IOS	12.7485*	5.7405*	-17.2845*
AGRO_FOOD	1.3800	1.5155	2.3255
CONSUMERS	-0.3125	-0.5724	-0.5671
INDUSTRIALS	1.6908	1.6340	2.8076
PROPERTY_CON	-0.8871	-0.8699	-1.1285
RESOURCES	0.6874	0.7528	2.5810
SERVICES	-0.2826	-0.3972	1.8794
Adjusted R-squared	0.1329	0.1252	0.0929
Chi-Sq. Statistic**	30.8237*	37.1924*	34.1376*

หมายเหตุ: *ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

** Correlated Random Effects - Hausman Test

*** Ransom Effects

ตารางที่ 4.5 เป็นการทดสอบความมีเสถียร (Robustness) ของตัวแปรตาม คือ การเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ที่วัดโดย อัตราการเพิ่มขึ้นผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ด้วยตัวชี้วัดอีก 4 ตัว แบ่งเป็นตัวชี้วัดในมุมมองทางด้านบัญชี 3 ตัว คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth), อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Asset Growth) ตาม Model# 4.4, 4.5 และ 4.6 ตามลำดับ และตัวชี้วัดในมุมมองทางการเงิน 1 ตัว คือ อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return) ตาม Model# 4.7 ผลการวิจัยพบว่า

- อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) พบผลการวิจัยที่สอดคล้องกับอัตราการเพิ่มขึ้นผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) ไม่มีผลกระทบต่อทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อการเจริญเติบโตของบริษัท ตาม Model# 4.4
- อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบผลการวิจัยที่สอดคล้องกับอัตราการเพิ่มขึ้นผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ทั้งทางตรงและทางอ้อมทุกตัวแปร ตาม Model# 4.5
- อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Asset Growth) พบผลการวิจัยที่สอดคล้องกับอัตราการเพิ่มขึ้นผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) คือ ขนาดของคณะกรรมการส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท กลุ่มโอกาสในการลงทุนส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท ขนาดของคณะกรรมการส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัทผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุน สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) ไม่มีผลกระทบต่อทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อการเจริญเติบโตของบริษัท ตาม Model# 4.6
- อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return) พบผลการวิจัยที่สอดคล้องกับอัตราการเพิ่มขึ้นผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุนส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท สัดส่วนของกรรมการอิสระส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัทผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุน สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) ไม่มีผลกระทบต่อทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อการเจริญเติบโตของบริษัท ตาม Model# 4.7

ตารางที่ 4.5 การทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุน วัดโดย อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) ต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท โดยทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรตาม คือ การเจริญเติบโตของบริษัท

ตัวแปร	ROA Model# 4.1 ***	SalesGrowth Model# 4.4 ***	ROE Model# 4.5 ***	AssetsGrowth Model# 4.6 ***	StockReturn Model# 4.7 ***
ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β)					
ตัวแปรส่งผ่าน คือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA)					
C	12.8261	10.0396	16.1486	17.3577	31.4710
LOG_SIZE	3.1624*	1.9188	6.7968*	6.0930*	2.9017
LEVERAGE	-1.6399*	0.6030	-4.1739*	0.7504	-3.5297*
IND	-0.1246*	-0.1267	-0.2548*	-0.0872	-0.4930
MSO	-0.0012	-0.0715	0.0201	0.0082	0.1400
LOG_BS	-14.1412*	-9.9214	-24.2059*	-33.7860*	-34.0459
IOS	-12.7763*	9.0892	-21.9238*	-18.0367*	-40.9176*
IND*IOS	0.0906*	-0.0116	0.1806*	0.0035	0.8711*
MSO*IOS	0.0251	0.0344	0.0266	0.0306	-0.0831
LOG_BS*IOS	12.7485*	-5.7349	20.6335*	18.8297*	28.9261
AGRO_FOOD	1.3800	4.6959	0.9468	4.0377	7.8980
CONSUMERS	-0.3125	-1.5096	-3.5476	1.2810	5.6538
INDUSTRIALS	1.6908	4.9530	1.6692	2.4572	7.1585
PROPERTY_CON	-0.8871	8.0542*	-1.0885	4.6101	-0.6373
RESOURCES	0.6874	18.7160*	-0.2123	6.5223*	-3.5104
SERVICES	-0.2826	3.0700	-2.0235	3.6535	-3.5405
Adjusted	0.1329	0.0252	0.1029	0.0340	0.0429
R-squared					
Chi-Sq. Statistic**	30.8237*	14.8613	6.8638	61.9987*	92.047*

หมายเหตุ: *ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

** Correlated Random Effects - Hausman Test

*** Ransom Effects

นอกจากนี้ยังมีการทดสอบความมีเสถียรของทั้งตัวแปรส่งผ่านด้วยตัวชี้วัด คือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE) กับทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรตามด้วยตัวชี้วัด คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth), อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Asset Growth) และอัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return) ดังแสดงไว้ในภาคผนวก ข ตารางที่ 1 ใน Model# 1, 2, 3 และ 4 พบผลการวิจัยที่สอดคล้องกับ Model# 4.1 ดังนี้

- สัดส่วนของกรรมการอิสระส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัทตาม Model# 2
- ขนาดของคณะกรรมการส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัทตาม Model# 1, 2, 3 และ 4
- กลุ่มโอกาสในการลงทุนส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัทตาม Model# 2, 3 และ 4
- สัดส่วนของกรรมการอิสระ ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท ผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุน ตาม Model# 2 และ 4
- ขนาดของคณะกรรมการ ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุน ตาม Model# 2, 3 และ 4
- สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ไม่มีผลกระทบต่อทางอ้อมต่อการเจริญเติบโตของบริษัท

จากนั้นทดสอบความมีเสถียรของทั้งตัวแปรส่งผ่านด้วยตัวชี้วัด คือ อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEV) กับทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรตาม ด้วยตัวชี้วัด คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth), อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Asset Growth) และอัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return) ดังแสดงไว้ในภาคผนวก ข ตารางที่ 2 ใน Model# 7, 8, 9 และ 10 พบผลการวิจัยที่สอดคล้องกับ Model# 4.1 ดังนี้

- ขนาดของคณะกรรมการ ส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท ตาม

Model# 7

- กลุ่มโอกาสในการลงทุนส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัทตาม

Model# 7

- สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ไม่มีผลกระทบต่อทางอ้อมต่อการเจริญเติบโตของบริษัท

นอกจากการทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรส่งผ่าน คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) และตัวแปรตาม คือ การเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ยังทดสอบเพิ่มเติมดังนี้

- ทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2551 โดยใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ผลการวิจัยพบว่าช่วงเวลาที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2551 จะส่งผลในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท วัดโดย การเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Asset Growth) และผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return) ดังแสดงไว้ในภาคผนวก ก ตารางที่ 3 ใน Model# 14 และ 15

- ทดสอบภาพรวมของการกำกับดูแลกิจการ โดยดูความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่ได้รับการประเมินว่าเป็นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเจริญเติบโตของบริษัท โดยใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ผลการวิจัยพบว่าบริษัทที่ได้รับการประเมินว่าเป็นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท วัดโดย อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจาก สินทรัพย์รวม (ROA) อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) และอัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ดังแสดงไว้ในภาคผนวก ง ตารางที่ 4 ใน Model# 16, 17 และ 18

- ทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนงวดก่อนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการงวดก่อนกับการเจริญเติบโตปัจจุบัน ผลการวิจัยพบว่า กลุ่มโอกาสในการลงทุนงวดก่อน (IOS_{t-1}) ยังคงส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัทงวดปัจจุบัน (FG) ดังแสดงไว้ในภาคผนวก จ ตารางที่ 5 ใน Model# 21 ค่า Coefficient β_6 ซึ่งสอดคล้องกับ Model# 4.1 ซึ่งเป็น Model หลักที่ใช้ในการตอบคำถามของวิจัยนี้ นอกจากนี้ยังพบว่า กลุ่มโอกาสในการลงทุนงวดก่อน (IOS_{t-2}) ไม่ส่งผลทางตรงต่อการเจริญเติบโตของบริษัทงวดปัจจุบัน (FG)

อย่างมีนัยสำคัญ ดังแสดงไว้ในภาคผนวก จ ตารางที่ 5 ใน Model# 22 ค่า Coefficient β_6 ส่วนผลกระทบทางอ้อมพบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระงวดก่อน (IND_{t-1}), และขนาดของคณะกรรมการงวดก่อน (BS_{t-1}) ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัทงวดปัจจุบัน (FG) โดยผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุนงวดก่อน (IOS_{t-1}) ดังแสดงไว้ในภาคผนวก จ ตารางที่ 5 ใน Model# 21 ค่า Coefficient β_7 และ β_8 สอดคล้องกับ Model# 4.1 และพบว่าขนาดของคณะกรรมการงวดก่อน (BS_{t-2}) ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัทงวดปัจจุบัน (FG) โดยผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุนงวดก่อน (IOS_{t-2}) ดังแสดงไว้ในภาคผนวก จ ตารางที่ 5 ใน Model# 22 ค่า Coefficient β_9 สอดคล้องกับ Model# 4.1

ตารางที่ 4.6 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐาน	ทิศทาง ความสัมพันธ์	ผลการวิจัย
1. สัดส่วนของกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors – IND) มีผลกระทบต่อ การเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth - FG)	ทิศทาง ตรงกันข้าม (-)	ปฏิเสธ H1 มีความสัมพันธ์
2. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of Management Share Ownerships – MSO) มี ผลกระทบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท (FG)		ยอมรับ H2 ไม่มีความสัมพันธ์
3. ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size - BS) มี ผลกระทบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท (FG)	ทิศทาง ตรงกันข้าม (-)	ปฏิเสธ H3 มีความสัมพันธ์
4. กลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set - IOS) มีผลกระทบต่อ การเจริญเติบโตของบริษัท (FG)	ทิศทาง ตรงกันข้าม (-)	ปฏิเสธ H4 มีความสัมพันธ์
5. สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) จะมีผลต่อการ เจริญเติบโตของบริษัท (FG) ก็ต่อเมื่อสัดส่วนของ กรรมการอิสระ (IND) มีผลต่อกลุ่มโอกาสในการ ลงทุน (IOS)	ทิศทาง เดียวกัน (+)	ปฏิเสธ H5 มีความสัมพันธ์

ตารางที่ 4.6 (ต่อ)

สมมติฐาน	ทิศทาง ความสัมพันธ์	ผลการวิจัย
6. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) จะมีผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ก็ต่อเมื่อ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) มีผลต่อกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS)		ยอมรับ H6 ไม่มีความสัมพันธ์
7. ขนาดของคณะกรรมการ (BS) จะมีผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัท (FG) ก็ต่อเมื่อขนาดของคณะกรรมการ (BS) มีผลต่อกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS)	ทิศทาง เดียวกัน (+)	ปฏิเสธ H7 มีความสัมพันธ์

หมายเหตุ: ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

ข้อวิจารณ์

การศึกษาเรื่อง ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ผู้วิจัยขอเสนอความคิดเห็นและข้อวิจารณ์ ดังนี้

จากผลการวิจัยที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระ ส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท แต่ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการเจริญเติบโตของบริษัท ผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุนนั้น แสดงให้เห็นว่าบริษัทควรที่จะยังคงรักษาสัดส่วนของกรรมการอิสระให้เป็นไปหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อไป ควรจะยังคงยึดถือแนวทางปฏิบัติที่ดีในการคัดเลือกกรรมการอิสระที่มีความรู้ความสามารถ มีคุณสมบัติที่หลากหลาย มีความเป็นอิสระอย่างแท้จริงจากการควบคุมของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือมีส่วนได้ส่วนเสียกับการตัดสินใจของผู้บริหาร ไม่มีความสัมพันธ์ทางธุรกิจกับบริษัทในลักษณะที่จะทำให้มีข้อจำกัดในการแสดงความคิดเห็นที่เป็นอิสระ เพื่อให้สามารถเข้ามาทำหน้าที่ตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารได้อย่างเต็มที่ ช่วยสนับสนุนนโยบายที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น และคัดค้านการตัดสินใจที่อาจจะผิดพลาด ส่งผลเสียต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นได้ โดยสิ่งที่สำคัญคือ บริษัทควรจะต้องปฏิบัติตามแนวทางการรักษาสัดส่วนของกรรมการอิสระดังกล่าวควบคู่ไปกับการกำหนดนโยบาย

ในการเลือกลงทุนในโครงการที่เหมาะสม เพราะจะช่วยส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท

ผลการวิจัยพบว่า ขนาดของคณะกรรมการ ส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท แต่ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการเจริญเติบโตของบริษัทผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุนด้วยเช่นกัน ดังนั้นบริษัทควรจะยังคงให้ความสำคัญในการกำหนดขนาดของคณะกรรมการให้เหมาะสมต่อไป ควรประกอบไปด้วยบุคคลที่มีคุณสมบัติที่เหมาะสม มีความรู้ความสามารถ และมีประสบการณ์ สามารถปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ การกำหนดขนาดของคณะกรรมการที่เหมาะสมจะช่วยส่งเสริมประสิทธิภาพในการตัดสินใจ และขนาดของคณะกรรมการยังเป็นพื้นฐานของการกำหนดจำนวนของกรรมการอิสระซึ่งส่งผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัทดังที่กล่าวมาแล้วข้างต้น โดยสิ่งที่สำคัญเช่นเดียวกับการรักษาสัดส่วนของกรรมการอิสระคือ บริษัทควรให้ความสำคัญในการกำหนดขนาดของคณะกรรมการที่เหมาะสมควบคู่ไปกับการกำหนดนโยบายในการเลือกลงทุนในโครงการที่เหมาะสม เพราะจะช่วยส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัทด้วยเช่นกัน

ผลการวิจัยยังพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ไม่มีผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อการเจริญเติบโตของบริษัท อาจเป็นเพราะมีความสัมพันธ์ในเชิงซับซ้อนที่เป็นลักษณะไม่อยู่ในเส้นตรงแนวเดียวกัน (Non-linear) ทำให้เกิดการหักกลบลบกัน (offset) ไป จึงไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กันในงานวิจัยนี้

นอกจากนี้ผลการวิจัยยังพบว่ากลุ่มโอกาสในการลงทุนส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท อาจเป็นเพราะในการลงทุนระยะยาวส่วนใหญ่ต้องใช้เวลาในการสร้างผลตอบแทนมากกว่า 10 ปีขึ้นไป จึงไม่พบว่ามีสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัทในช่วงเวลา 8 ปีที่ศึกษาในงานวิจัยนี้

ในส่วนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ควรนำค่าเฉลี่ยของการกำกับดูแลกิจการ ค่าเฉลี่ยของกลุ่มโอกาสในการลงทุน และค่าเฉลี่ยของการเจริญเติบโตของบริษัท มาเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม โดยควรพิจารณาว่าบริษัทมีค่าเฉลี่ยสูงกว่าหรือต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม เพื่อหาแนวทางส่งเสริมหรือปรับปรุงประสิทธิภาพการบริหารจัดการ และผลการดำเนินงานของบริษัทต่อไป

ในส่วนของผู้ถือหุ้นและนักลงทุนควรเลือกลงทุนกับบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนที่ดี และมีหลักทรัพย์ที่ดี ให้ความสำคัญในเรื่องการกำหนดขนาดของคณะกรรมการ การกำหนด สัดส่วนของกรรมการอิสระ และการกำหนดคุณสมบัติของคณะกรรมการและกรรมการอิสระ ซึ่ง การที่บริษัทมีโครงสร้างของคณะกรรมการที่ดี ประกอบกับการมีโอกาสในการลงทุนที่ดี จะนำไปสู่ การตัดสินใจเลือกลงทุนในโครงการเหมาะสม มีวิสัยทัศน์ที่กว้างไกล ทำให้บริษัทสามารถดำรงอยู่ ได้ และเจริญเติบโตต่อไปในอนาคต

นอกจากนี้ในส่วนของผู้ควบคุมกฎเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการควรควบคุมให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยเคร่งครัด ควรให้ความสำคัญกับโครงสร้างของคณะกรรมการที่ดี เพื่อให้เกิดการบริหารจัดการเงินทุนอย่างมี ประสิทธิภาพ สร้างผลตอบแทนที่ดีให้กับผู้ลงทุน ก่อให้เกิดการขยายฐานการลงทุน เป็นส่วนหนึ่ง ในการช่วยขับเคลื่อนการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศไทย

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 ซึ่งได้ให้แนวปฏิบัติที่ดีเพิ่มเติมในส่วนของสัดส่วนกรรมการ อิสระ และขนาดของคณะกรรมการ ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรยึดถือแนวปฏิบัติดังกล่าวควบคู่กับการกำหนดนโยบายในการเลือกลงทุนในโครงการที่ เหมาะสม เพราะจะช่วยส่งผลในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท

บทที่ 5

สรุปผล อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย

จากผลการศึกษาเรื่อง ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาคุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในด้านการค้ากับดูแลกิจการ ด้านกลุ่มโอกาสในการลงทุน และด้านการเจริญเติบโตของบริษัท วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท และวิเคราะห์ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท โดยศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2547-2554 ที่มีข้อมูลเปิดเผยต่อสาธารณะตั้งแต่ปี 2546-2554 ครอบคลุมทุกปี รวมทั้งสิ้น 251 บริษัท

การวิเคราะห์คุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในด้านการค้ากับดูแลกิจการ ด้านกลุ่มโอกาสในการลงทุน และด้านการเจริญเติบโตของบริษัท ในแต่ละปีของช่วงเวลาการศึกษา และในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม จะใช้สถิติเชิงพรรณนาหาเปรียบเทียบค่าเฉลี่ย ค่ากลาง ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของตัวแปรจำแนกตามปีที่ศึกษา และกลุ่มอุตสาหกรรม ของทุกตัวแปร

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท และการวิเคราะห์ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) โดยเป็นข้อมูลแบบภาคตัดขวางผสมเวลา (Panel Data) ในการทดสอบสมมติฐาน และยอมรับค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 พบว่า การค้ากับดูแลกิจการ ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ และขนาดของคณะกรรมการ ส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อการเจริญเติบโตของบริษัท นอกจากนี้ยังพบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระ และขนาดของคณะกรรมการ ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัทผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุน จึงกล่าวได้ว่า เมื่อนำกลุ่มโอกาสในการลงทุนมาศึกษาร่วมกับการค้ากับดูแลกิจการและการเจริญเติบโตของบริษัทสามารถเปลี่ยนทิศทาง

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัทจากผลกระทบในเชิงลบ ให้กลายเป็นผลกระทบในเชิงบวกได้ ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการถือเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดี โดยผ่านการตัดสินใจของบรรษัทภิบาล ทำให้เกิดการคัดเลือกกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดี ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท

อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการศึกษาในครั้งนี้ สามารถนำมาอภิปรายผลงานวิจัยได้ดังต่อไปนี้

วัตถุประสงค์ข้อที่ 1 การวิเคราะห์คุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในด้านกำกับดูแลกิจการ ด้านกลุ่มโอกาสในการลงทุน และด้านการเจริญเติบโตของบริษัท ในแต่ละปีของช่วงเวลาที่ศึกษา และในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า

- สัดส่วนของกรรมการอิสระโดยเฉลี่ยของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด และไม่น้อยกว่า 3 คน เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี 2547-2554 ยกเว้น 3 กลุ่มอุตสาหกรรม ที่ถึงแม้ว่าจะมีกรรมการอิสระไม่น้อยกว่า 3 คน แต่ยังไม่ถึง 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด ได้แก่ กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มบริการ แต่ในท้ายที่สุดแล้วทั้ง 3 กลุ่มอุตสาหกรรมนี้สามารถมีสัดส่วนของกรรมการอิสระเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้ในปี 2552, 2549 และ 2550 ตามลำดับ สำหรับกลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภคถือว่าสามารถมีสัดส่วนกรรมการอิสระเป็นไปตามที่กำหนดได้ช้ากว่ากลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มบริการ แต่เป็นที่น่าสังเกตว่าได้มีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง โดยมีสัดส่วนกรรมการอิสระที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2549-2551 จนกระทั่งสามารถมีสัดส่วนของกรรมการอิสระเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้ในปี 2552 ซึ่งจากการที่ทั้ง 3 กลุ่มอุตสาหกรรม มีการพัฒนาอย่างต่อเนื่องในส่วนของกรรมการอิสระและสามารถมีสัดส่วนของกรรมการอิสระเป็นไปตามที่กำหนดได้ในท้ายที่สุด ทั้งนี้เนื่องจากในปี 2549 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ที่ได้ประกาศใช้เมื่อเดือนมีนาคม 2545 ให้สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปี 2004) และข้อเสนอแนะของธนาคารโลกจากการเข้าร่วมโครงการ Corporate Governance – Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC) เพื่อให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใช้เป็นแนวทางปฏิบัติที่ดีในการกำกับดูแล

กิจการต่างๆ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ ชารทิพย์ ศรีวิสุทธิ (2550) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระในปี 2548-2549 ของกลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค และกลุ่มบริการมีสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่ถึง 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด

- สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) โดยเฉลี่ยของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าเฉลี่ยสูงสุด ในขณะที่กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเทคโนโลยี ที่มีค่าเฉลี่ยค่อนข้างต่ำ เมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ นอกจากนี้ยังพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารแบบรวมปี ของทุกกลุ่มอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด และค่าสูงที่แตกต่างกันมาก ทั้งนี้เป็นเพราะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารแบบกระจุกตัว สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Wiwattanakantang (1999: 380) ที่ศึกษาศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท Non-Financial ในประเทศไทย ในปี 2539 พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทเป็นแบบกระจุกตัว เมื่อเทียบค่าเฉลี่ยแบบรวมปีของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ซึ่งถือเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมากที่สุดในงานวิจัยนี้กับงานวิจัยในอดีตของ Wiwattanakantang (1999) ในปี 2539 พบว่าไม่แตกต่างกันมากนัก แต่อย่างไรก็ตามในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ พบว่ามีค่าเฉลี่ยแบบรวมปีแตกต่างกับงานวิจัยในอดีตมากพอสมควร และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ ชารทิพย์ ศรีวิสุทธิ (2550) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทเป็นแบบกระจุกตัวเช่นกัน แต่อย่างไรก็ดีเมื่อเทียบค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุด กับกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันในงานวิจัยนี้ พบว่ากลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ยและค่าสูงสุดที่ความแตกต่างกัน ทั้งนี้เป็นเพราะช่วงเวลาในการศึกษาที่แตกต่างกัน คือในงานวิจัยของ ชารทิพย์ ศรีวิสุทธิ (2550) ศึกษาในปี 2548-2549 ในขณะที่งานวิจัยนี้ศึกษาในปี 2547-2554

- ขนาดของคณะกรรมการ (BS) โดยเฉลี่ยของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมไม่น้อยกว่า 5 คน เป็นไปตามพระราชบัญญัติ บริษัทมหาชนจำกัด กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ยของขนาดของคณะกรรมการสูงที่สุดอย่างต่อเนื่องคือ กลุ่มทรัพยากร มีจำนวน 12 คน และกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ยของขนาดของคณะกรรมการต่ำที่สุดอย่างต่อเนื่องคือ กลุ่มเทคโนโลยี มีจำนวน 9 คน ทั้งนี้เป็นเพราะขนาดของคณะกรรมการเป็นพื้นฐานของการกำหนดจำนวนของกรรมการอิสระ หรืออาจกล่าวอีกนัยหนึ่งว่ามีความเกี่ยวข้องกัน การที่ผลการวิจัยสัดส่วนของกรรมการอิสระพบว่า ทุกกลุ่ม

อุตสาหกรรมมีกรรมการอิสระไม่น้อยกว่า 3 คน ถึงแม้ว่ามีบางกลุ่มอุตสาหกรรม ในบางปีที่ศึกษา จะมีสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่ถึง 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมดก็ตาม แต่ก็เป็นส่วนหนึ่งในการสนับสนุนให้บริษัทมีขนาดของคณะกรรมการเป็นไปตามที่กำหนด เพราะโครงสร้างของคณะกรรมการจะต้องประกอบไปด้วย กรรมการที่เป็นผู้บริหาร (Executive Director - ED) และ กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (Non-Executive Director - NED) และในกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (NED) จะต้องประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด และไม่น้อยกว่า 3 คน ดังนั้นเพื่อให้การบริหารงานถ่วงดุลอำนาจกันได้อย่างเหมาะสม บริษัทที่มีขนาดของกรรมการอิสระที่สูง จะมีขนาดของคณะกรรมการที่สูงตามไปด้วย จะเห็นได้จากกลุ่มทรัพยากรที่มีค่าเฉลี่ยสัดส่วนของกรรมการอิสระสูงสุด มีจำนวน 4-5 คน จะมีขนาดของคณะกรรมการสูงสุด มีจำนวน 12 คน ในขณะที่กลุ่มเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยสัดส่วนของกรรมการอิสระต่ำที่สุด มีจำนวน 3 คน จะมีขนาดของคณะกรรมการต่ำที่สุด มีจำนวน 9-10 คน นอกจากนี้บริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มทรัพยากรมีจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ไม่มาก มีเพียง 15 บริษัท แต่ถูกนำมารวมในงานวิจัยนี้ 14 บริษัท เนื่องจากอีก 1 บริษัทมีข้อมูลไม่ครบ 8 ปี ประกอบไปด้วยบริษัทขนาดใหญ่ที่มีสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 48.4 ล้านบาท จึงต้องมีขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่ตามไปด้วย ส่วนกลุ่มเทคโนโลยี มีจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ไม่มากเช่นกัน มีเพียง 22 บริษัท แต่ถูกนำมารวมในงานวิจัยนี้ 20 บริษัท เนื่องจากอีก 2 บริษัทมีข้อมูลไม่ครบ 8 ปี ประกอบไปด้วยบริษัทขนาดใหญ่ที่มีสินทรัพย์รวมเฉลี่ยเพียง 24.4 ล้านบาท จึงมีขนาดของคณะกรรมการที่เล็กลงตามไปด้วย ปัจจุบันหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 กำหนดให้ต้องมีจำนวนคณะกรรมการไม่น้อยกว่า 5 คน และไม่ควรมากเกิน 12 คน แต่ในงานวิจัยนี้ศึกษาข้อมูลถึงปี 2554 เพราะระหว่างที่เก็บรวบรวมข้อมูล ยังไม่มีข้อมูลของปี 2555

- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) โดยเฉลี่ยของกลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยแบบรวมปี 0.95 เท่า ทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งต่ำกว่า 1 เท่าเพียงเล็กน้อย ทั้งนี้เนื่องจาก 2 ปัจจัยหลักๆ คือ 1) มีขนาดของกิจการเล็ก โดยดูจากสินทรัพย์เฉลี่ยแบบรวมปีต่ำกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ โดยทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีสินทรัพย์เฉลี่ยแบบรวมปีมากกว่า 10 ล้านบาท ยกเว้น 3 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีสินทรัพย์เฉลี่ยแบบรวมปี 8.54 ล้านบาท กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค มีสินทรัพย์เฉลี่ยแบบรวมปี 3.37 ล้านบาท และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม มีสินทรัพย์เฉลี่ยแบบรวมปี 5.74 ล้านบาท และ 2) ผลการดำเนินงานของบริษัทไม่ดี โดยดูจากตัวชี้วัดในมุมมองทางด้านบัญชี ทั้ง 4 ตัว คือ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA), ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) และการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Asset Growth) ซึ่งเมื่อ

เปรียบเทียบทั้ง 3 กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีขนาดของกิจการเล็ก จะพบว่า กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่ากลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จึงทำให้นักลงทุนมองเห็นโอกาสในการลงทุนของกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นมากกว่า ส่งผลให้สินทรัพย์ของบริษัทมีราคาตลาดต่ำกว่าราคาตามบัญชี

- อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ผลการวิจัยพบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) โดยเฉลี่ยของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมแบบรวมปีสูงกว่าร้อยละ 5 ซึ่งถือว่ามีผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นที่สนใจของนักลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.) ทั้งนี้เป็นเพราะทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) แบบรวมปีร้อยละ 7-24 ยกเว้นกลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภคที่มีอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) แบบรวมปีอยู่ที่เพียงร้อยละ 2.43 แต่ในขณะที่เดียวกันอุตสาหกรรมนี้มีอัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Asset Growth) แบบรวมปีต่ำกว่าด้วยเช่นกัน อยู่ที่เพียงร้อยละ 2.94 เมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมอื่นที่มีอัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ (Asset Growth) แบบรวมปีร้อยละ 6-12 ดังนั้นเมื่อนำมาคำนวณผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) โดยคำนวณจาก กำไรสุทธิ (จากยอดขาย) / สินทรัพย์สุทธิ (สินทรัพย์เดิม + สินทรัพย์ใหม่ที่เพิ่มขึ้น) จึงทำให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เฉลี่ยแบบรวมปีของอุตสาหกรรมนี้ยังคงสูงกว่าร้อยละ 5

วัตถุประสงค์ข้อที่ 2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ผลการวิจัยพบว่า

- สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) ส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05 โดยตัวชี้วัดของการเจริญเติบโตของบริษัท คือ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) สอดคล้องกับทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (stewardship theory) ที่กล่าวว่าผู้บริหารระดับสูง (Top managers) หรือผู้ดูแล (Custodian) จะถูกจูงใจด้วยผลประโยชน์จากผู้ประกอบการจะให้ความสำคัญกับการร่วมมือกันในการทำงานมากกว่าปล่อยให้ทำงานกันอย่างอิสระเพื่อการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว จะชอบที่จะใช้ความร่วมมือประสานงานในการแก้ปัญหาความขัดแย้งความ มีเหตุผล และมีความยุติธรรม รวมทั้งคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนรวมมากกว่าผลประโยชน์ของตน (ประเวศน์ มหารัตน์สกุล, 2552: 94-95) และสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Koerniadi and Tourani-Rad (2012) ศึกษาเกี่ยวกับความสำคัญของกรรมการอิสระในประเทศนิวซีแลนด์ พบว่ากรรมการอิสระส่งผลในเชิงลบต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) สอดคล้องกับทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (stewardship theory) โดยผลการวิจัยนี้บอกถึงความสำคัญของ

แนวโน้มการเพิ่มขึ้นของกรรมการอิสระในบริษัททั่วโลก และให้ข้อเสนอแนะว่ากรรมการอิสระอาจจะไม่เหมาะกับการบริหารงานในบริษัทที่ผู้บริหารส่วนใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นในบริษัท, งานวิจัยของ Christensen, Kent and Stewart (2010) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศออสเตรเลีย พบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระส่งผลในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) สอดคล้องกับทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (stewardship theory) โดยผลการวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) จะลดลงเมื่อสัดส่วนกรรมการอิสระเพิ่มขึ้น, งานวิจัยของ Muth and Doinaldson (1998) ศึกษาเกี่ยวกับทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์กับโครงสร้างคณะกรรมการ พบว่า คณะกรรมการที่มีกรรมการอิสระอยู่ในระดับลดต่ำลงจะนำไปสู่การมีผลการดำเนินงานที่สูงขึ้น ตามมุมมองของทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (stewardship theory), งานวิจัยของ Bhagat and Bolton (2008) ที่ศึกษาเกี่ยวกับ การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่ากรรมการอิสระส่งผลในเชิงลบต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และได้แสดงข้อคิดเห็นว่าบริษัทควรให้ความสำคัญกับการปรับปรุงผลการปฏิบัติงานของกรรมการอิสระในการควบคุมผู้บริหารที่มีผลการปฏิบัติงานที่ไม่ดี ปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานของผู้บริหาร, งานวิจัยของ Lawrence and Stapledon (1999) ศึกษาเกี่ยวกับ กรรมการอิสระกับการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการของบริษัทในประเทศออสเตรเลีย พบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในส่วนของ โครงสร้างของคณะกรรมการ ไม่ได้นำไปสู่การปรับปรุงผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น โดยให้เหตุผลว่ากรรมการอิสระอาจไม่ได้ปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพในช่วงเวลาที่ศึกษา ระหว่างปี 1985-1995 และงานวิจัยของ Connelly, Limpaphayom and Nagarajan (2012) ศึกษาเกี่ยวกับ ผลกระทบของ โครงสร้างความเป็นเจ้าของและการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่าของกิจการในประเทศไทย ผลการวิจัยพบว่าบริษัทจะไม่ได้รับผลประโยชน์จากการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เมื่อบริษัทมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิด (การถือครองกิจการของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ผ่านบริษัทหนึ่งไปยังอีกบริษัทหนึ่ง เป็นชั้นๆ ในแนวดิ่ง) ยังเป็นที่น่าสงสัยมากขึ้นในประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการเมื่อบริษัทมีโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่ไม่โปร่งใส และในงานวิจัยนี้ ไม่พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับ Tobin's Q โดยให้ข้อคิดเห็นว่า บริษัทในประเทศไทยมีการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีแต่ภายนอก เช่น มีจำนวนกรรมการอิสระเป็นไปตามที่กำหนด แต่กรรมการอิสระไม่ได้มีความเป็นอิสระอย่างแท้จริง ส่งผลต่อประสิทธิภาพในการทำงาน นอกจากนี้คุณชาติ จันทนียังยง รองเลขาธิการ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กล่าวถึงบทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ซึ่งจากการสำรวจสุขภาพการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในประเทศไทย พบว่าเรื่องนี้เป็นจุดอ่อน ปัจจุบัน IOD มีการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบทางกฎหมายของกรรมการอิสระอยู่เยอะมาก แต่ยังคงมีคำถามว่าเพียงพอหรือไม่ในการที่จะทำให้กรรมการอิสระ

ทำงานอย่างจริงจังมากขึ้น และมีการตั้งข้อสังเกตว่าการที่กรรมการอิสระไม่ทำหน้าที่อย่างจริงจัง เป็นเพราะกระบวนการสรรหา และแต่งตั้งกรรมการอิสระ มีการวิจารณ์อยู่เสมอว่าการทำ CG ส่วนมากเป็นเรื่องของ Form คือรูปแบบ แต่ไม่ได้เน้นในเรื่องเนื้อหา (Substance) เช่น การมี กรรมการอิสระ ก็เหมือนกับว่าให้มีไปอย่างนั้น มีครบตามจำนวน แต่ไม่ได้มีความเป็นอิสระอย่างแท้จริง จึงเป็นเรื่องที่ต้องมีการแก้ไข ปัจจุบัน ก.ล.ต. ได้ร่วมกับ IOD ในการสร้าง ฐานข้อมูล กรรมการ (Directors' Pool) ขึ้นในอนาคต เพราะหากมีการกำหนดคุณสมบัติต่างๆ ของกรรมการ มาก อาจจะมีคนที่มีความสัมพันธ์ครบถ้วนจำนวนไม่มาก ก.ล.ต. จึงมองว่าอาจต้องทำฐานข้อมูล กรรมการ เพื่อช่วยแก้ไขปัญหาดังกล่าว (กัชรภาพร ช้างแก้ว, 2557)

- สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) ไม่มีผลกระทบทางตรงต่อการเจริญเติบโตของ บริษัท อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05 โดยตัวชี้วัดของการเจริญเติบโตของบริษัท คือ ผลตอบแทนจาก สินทรัพย์รวม (ROA) ทั้งนี้อาจเป็นเพราะมีความสัมพันธ์ในเชิงซับซ้อนที่เป็นลักษณะไม่อยู่ใน เส้นตรงแนวเดียวกัน (Non-linear) ทำให้เกิดการหักกลบลบกัน (offset) ไป ซึ่งมีงานวิจัยในอดีตของ Keasey, Short and Watson (1994) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัท และ สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการของบริษัทขนาดเล็กและขนาดกลางในสหราชอาณาจักร พบว่า ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) จะเพิ่มขึ้นเมื่อความเป็นเจ้าของของกรรมการ (Director's Ownership) เพิ่มขึ้นจนถึงจุดสูงสุดที่ 68.2% หลังจากนั้นจะลดลง นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยในอดีตของ Cui and Mak (2002) ที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นเจ้าของของผู้บริหารกับผลการ ดำเนินงานของบริษัทที่มีการวิจัยและพัฒนาสูงของบริษัทจดทะเบียนใน NYSE, AMEX และ NASDAQ ที่พบว่าไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างความเป็นเจ้าของของผู้บริหารกับผลการ ดำเนินงานของบริษัทที่วัดจาก ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และงานวิจัยของ Mandaci and Gumus (2010) ที่ศึกษาเกี่ยวกับการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ (Ownership Concentration), ความ เป็นเจ้าของของผู้บริหาร (Managerial Ownership) กับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศตุรกี พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างความเป็นเจ้าของของผู้บริหาร (Managerial Ownership) กับความสามารถในการทำกำไร (Profitability) วัดโดยผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)

- ขนาดของคณะกรรมการ (BS) มีผลกระทบทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของ บริษัท อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05 โดยตัวชี้วัดของการเจริญเติบโตของบริษัท คือ ผลตอบแทนจาก สินทรัพย์รวม (ROA) ทั้งนี้อาจเป็นเพราะขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่เกินไปอาจทำให้เกิดการ แบ่งแยกหน้าที่ในการทำงานออกเป็นหลายส่วน เกิดความยุ่งยากซับซ้อนในการควบคุมการทำงาน

ของกรรมการตามมา และอาจทำให้กระบวนการตัดสินใจเกิดความล่าช้า ประสิทธิภาพในการตัดสินใจลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Christensen, Kent and Stewart (2010) ที่ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศออสเตรเลีย พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ (BS) ส่งผลในเชิงลบต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) สอดคล้องกับคำแนะนำการกำกับดูแลกิจการว่าควรจำกัดขนาดของคณะกรรมการเพื่อส่งเสริมประสิทธิภาพในการตัดสินใจ (ASX, 2003, cited in Christensen, Kent and Stewart, 2010), งานวิจัยของ Koerniadi and Tourani-Rad (2012) ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ (BS) มีผลในเชิงลบต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญ และยังสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต (Eisenberg et al., 1998 & Hossain, Prevost & Rao 2001 & Yermack, 1996, cited in Koerniadi and Tourani-Rad, 2012) ที่แสดงให้เห็นว่า ขนาดของคณะกรรมการ (BS) ที่ใหญ่จะมีประสิทธิภาพในการควบคุมการทำงานของกรรมการบริษัทที่ลดลง และงานวิจัยของ Rashid et al. (2010) และ Drakos and Bekiris (2010) ซึ่งพบว่า ขนาดของคณะกรรมการ (BS) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เช่นกัน

วัตถุประสงค์ข้อที่ 3 การวิเคราะห์ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ผลการวิจัยพบว่า

- กลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set - IOS) มีผลกระทบทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท โดยตัวชี้วัดของการเจริญเติบโตของบริษัท คือ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ทั้งนี้อาจเป็นเพราะการลงทุนในโครงการต่างๆ อาจต้องใช้เวลาในการสร้างผลตอบแทนที่ดีให้กับกิจการมากกว่า 10 ปีขึ้นไป จึงไม่พบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัทในช่วงเวลา 8 ปี (2547-2554) ที่ศึกษาในงานวิจัยนี้ นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยในอดีตของ Skinner (1993) ที่ศึกษาเกี่ยวกับกลุ่มโอกาสในการลงทุนและทางเลือกของหลักทรัพย์ในประเทศเนเธอร์แลนด์ พบว่า กลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set) มีผลกระทบต่อ Accounting Performance ที่วัดโดย ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และงานวิจัยของ Hutchinson and Gul (2004) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มโอกาสการลงทุน (Investment Opportunity Set) การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) และผลการดำเนินงานของบริษัท (Firm Performance) ในประเทศออสเตรเลียพบว่า โอกาสการลงทุนส่งผลในเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดย ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

- สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการเจริญเติบโตของบริษัทผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) ทั้งนี้เป็นเพราะกรรมการอิสระจะทำหน้าที่สนับสนุนนโยบายที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น คัดค้านการตัดสินใจที่ไม่เป็นธรรม หรือไม่โปร่งใส ซึ่งอาจกระทบต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ ทำให้เกิดกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดี โดยผ่านการตัดสินใจของบรรษัทภิบาล ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Hossain, Cahan and Adams (2000) ที่ศึกษาเกี่ยวกับกลุ่มโอกาสในการลงทุน และการเลือกใช้กรรมการอิสระที่มาจากบุคคลภายนอก (Independent Outside Directors) ในประเทศนิวซีแลนด์ พบว่า 1) สัดส่วนของกรรมการอิสระที่มาจากบุคคลภายนอก (Independent Outside Directors) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) 2) การที่บริษัทมีเจริญเติบโตสูงมีความสัมพันธ์กับการมีกรรมการอิสระที่มาจากบุคคลภายนอก (Independent Outside Directors) และ 3) การเปลี่ยนแปลง กรรมการอิสระที่มาจากบุคคลภายนอก (Independent Outside Directors) มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) ที่เกิดขึ้นในเวลาเดียวกัน และงานวิจัยของ Hutchinson and Gul (2004) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มโอกาสการลงทุน (Investment Opportunity Set) การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) และผลการดำเนินงานของบริษัท (Firm Performance) ในประเทศออสเตรเลีย พบว่าความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างโอกาสการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจะลดลงเมื่อบริษัทมีสัดส่วนกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (NED) เพิ่มขึ้น

- สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีผลกระทบทางอ้อมอย่างมีนัยสำคัญต่อการเจริญเติบโตของบริษัทผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุน ทั้งนี้อาจเป็นเพราะสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในเชิงซับซ้อนที่เป็นลักษณะไม่อยู่ในเส้นตรงแนวเดียวกัน (Non-linear) ซึ่งมิงานวิจัยในอดีตของ Keasey, Short and Watson (1994) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัท และสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการของบริษัทขนาดเล็กและขนาดกลางในสหราชอาณาจักร พบว่าผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) จะเพิ่มขึ้นเมื่อความเป็นเจ้าของของกรรมการ (Director's Ownership) เพิ่มขึ้นจนถึงจุดสูงสุดที่ 68.2% หลังจากนั้นจะลดลง นอกจากนี้ งานวิจัยในอดีตของ ชารทิพย์ ศรีวิสุทธิ (2550) ที่ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานจวบจจุบัน

- ขนาดของคณะกรรมการ (BS) ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการเจริญเติบโตของบริษัทผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) ทั้งนี้เป็นเพราะบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนหลากหลายช่องทาง จะต้องใช้คณะกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งในด้านทักษะ ประสบการณ์ ความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์กับบริษัท ในการพิจารณา ตัดสินใจ เลือกลงทุนในโครงการที่เหมาะสม เพื่อสร้างผลตอบแทนที่ดี สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ ดังนั้นบริษัทจึงควรกำหนดให้มีขนาดของคณะกรรมการที่เหมาะสมกับความซับซ้อนของธุรกิจ เพื่อสนับสนุนให้เกิดกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดี ส่งผลกระทบบนเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Nakano and Nguyen (2012) ที่ศึกษาเกี่ยวกับขนาดของคณะกรรมการ และความเสียหายของบริษัทในประเทศญี่ปุ่น พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) มีความสัมพันธ์กับโอกาสในการลงทุน และงานวิจัยในอดีตของ Orr, Emanuel and Wong (2005) ที่ศึกษาเกี่ยวกับองค์ประกอบของคณะกรรมการ และมูลค่ากิจการ (Firm Value) ของบริษัทในประเทศสวีเดน พบว่า ขนาดของกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกมีความสัมพันธ์กับกลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS)

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะการวิจัย

1. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ควรมีการเปรียบเทียบประสิทธิภาพการบริหารจัดการ และผลการดำเนินงานของบริษัท โดยนำค่าเฉลี่ยของการกำกับดูแลกิจการของบริษัท ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) และขนาดของคณะกรรมการ (BS), ค่าเฉลี่ยของกลุ่มโอกาสในการลงทุนของบริษัท ได้แก่ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) และค่าเฉลี่ยของการเจริญเติบโตของบริษัท ได้แก่ อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มาเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นๆ เพื่อนำไปส่งเสริมหรือปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานของบริษัท เช่น สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) ของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ยสูงกว่าร้อยละ 33 หรือมากกว่า 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด และไม่น้อยกว่า 3 คน เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี หากบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าว และมีค่าเฉลี่ยต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมนี้ หรือไม่เป็นไปตามที่กำหนด บริษัทควรจะต้องปรับปรุงในส่วนนี้ และเนื่องจากผลการวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท แต่เมื่อนำกลุ่มโอกาสในการลงทุนมาศึกษาพร้อมกับการกำกับดูแลกิจการ และการเจริญเติบโตของบริษัท พบว่าสามารถเปลี่ยนทิศทางการสัมพันธ์จากผลกระทบในเชิงลบให้กลายเป็นผลกระทบในเชิงบวกได้ บริษัทจึงควรมีการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนมูลค่า

ตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) ของบริษัทกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมด้วย หากพบว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม หมายถึง บริษัทมีสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ต่ำกว่าภาพรวมของอุตสาหกรรม ค่าเฉลี่ยนี้ยิ่งสูงยิ่งดี ดังนั้นบริษัทจึงควรจะต้องปรับปรุงในส่วนนี้ควบคู่กับการกำกับดูแลกิจการด้วยเช่นกัน จากตัวอย่างนี้ถือเป็นการเปรียบเทียบประสิทธิภาพการบริหารจัดการของบริษัท และในส่วนของเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัท บริษัทควรเปรียบเทียบผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ของบริษัทกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม เช่น ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ของกลุ่มทรัพยากร มีค่าเฉลี่ยสูงกว่าร้อยละ 10 ตลอดช่วงเวลา 8 ปี ตั้งแต่ปี 2547-2554 หากบริษัทมีผลการดำเนินงานต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมในช่วงเวลาดังกล่าว หมายถึง บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์ของบริษัทต่ำกว่าภาพรวมของอุตสาหกรรม ค่าเฉลี่ยนี้ยิ่งสูงยิ่งดี ดังนั้นบริษัทจึงควรต้องปรับปรุงประสิทธิภาพการบริหารจัดการของบริษัท เพื่อให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น ซึ่งในงานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีโอกาสในการลงทุนที่ดี จะมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น

2. ผู้ถือหุ้น และนักลงทุน ควรเลือกลงทุนในบริษัทที่ให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการ คือ มีการกำหนดสัดส่วนกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด และไม่น้อยกว่า 3 คน เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี และมีขนาดของคณะกรรมการไม่น้อยกว่า 5 คน เป็นไปตามพระราชบัญญัติ บริษัทมหาชนจำกัด และเป็นบริษัทที่มีกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดี คือ มีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) สูงกว่า 1 เท่า ซึ่งแสดงถึงสินทรัพย์ของบริษัทมีราคาตลาดสูงกว่าราคาตามบัญชี มีสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ที่ดี นักลงทุนมองเห็นโอกาสในการลงทุนของบริษัท ผลการวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่า เมื่อบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และมีกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดี จะส่งผลให้บริษัทมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ที่สูงขึ้น เพราะการมีสัดส่วนของกรรมการอิสระ และขนาดของคณะกรรมการที่เหมาะสมถือเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดโอกาสในการลงทุนที่ดี โดยผ่านการตัดสินใจของคณะกรรมการเหล่านี้ ทำให้เกิดการคัดเลือกลงทุนในโครงการที่เหมาะสม สร้างผลตอบแทนที่ดีให้กับบริษัท ส่งผลในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท

3. ผู้ควบคุมกฎเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการ ควรควบคุมให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยให้ความสำคัญกับการกำหนดสัดส่วนกรรมการอิสระ และขนาดของคณะกรรมการ เพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างของคณะกรรมการที่ดี มีประสิทธิภาพ นำไปสู่การตัดสินใจเลือกลงทุนในโครงการที่เหมาะสม สร้าง

ผลตอบแทนที่ดีให้กับผู้ลงทุน เกิดการขยายฐานการลงทุน ส่งผลในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท และภาพรวมของประเทศ

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

ในการศึกษาครั้งต่อไป อาจศึกษาเพิ่มเติมในส่วนของความสัมพันธ์ในเชิงซับซ้อนระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการเจริญเติบโตของบริษัทในลักษณะที่ไม่อยู่ในเส้นตรงแนวเดียวกัน (Non-linear) ว่าจะมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ อย่างไร ซึ่งมีงานวิจัยในอดีตของ Keasey, Short and Watson (1994) ที่พบว่าผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท (ROA) จะเพิ่มขึ้นเมื่อความเป็นเจ้าของของกรรมการ (Director's Ownership) เพิ่มขึ้นจนถึงจุดสูงสุดที่ 68.2% หลังจากนั้นจะลดลง และอาจศึกษาเพิ่มเติมสำหรับตัวชี้วัดอื่นๆ ของการกำกับดูแลกิจการ นอกเหนือจาก สัดส่วนกรรมการอิสระ และขนาดของคณะกรรมการ เช่น การควบตำแหน่งประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการของบริษัท (CEO Duality), สิ่งจูงใจ (Incentive), ค่าตอบแทน (Compensation) หรือคุณสมบัติที่หลากหลายของคณะกรรมการ (Board Diversity) เพราะปัจจุบันหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 เริ่มให้ความสำคัญกับเรื่องคุณสมบัติที่หลากหลายของคณะกรรมการมากขึ้น นอกจากนี้อาจศึกษาในส่วนของความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างกลุ่มโอกาสในการลงทุนกับการเจริญเติบโตของบริษัทในช่วงเวลาที่มากกว่า 10 ปีขึ้นไป เพื่อดูว่าจะสามารถเปลี่ยนทิศทางการสัมพันธ์จากความสัมพันธ์ในเชิงลบให้กลายเป็นความสัมพันธ์ในเชิงบวกได้หรือไม่ อย่างไร

เอกสารและสิ่งอ้างอิง

กรัณท์รัตน์ บุญญวัฒน์ และ ศักดา มาฉวนพัฒน์. 2554. “โครงสร้างการถือหุ้นและคุณภาพของรายงานทางการเงิน.” วารสารนักบริหาร (Online).

http://www.bu.ac.th/knowledgecenter/executive_journal/april_june_11/pdf/aw20.pdf, 17 ธันวาคม 2555.

เจ็มเพชร เจริญรัตน์ และคณะ. 2546. การเงินธุรกิจ. พิมพ์ครั้งที่ 2. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.

คมสัน ขจรชีพพันธุ์งาม และ วีรวิทย์ มาฆะศิริรานนท์. 2552. ตลาดรู้ทางการเงิน. กรุงเทพมหานคร: บริษัท เอ็กซ์เปอร์เน็ท จำกัด. แปลจาก K. Berman, J. Knight and J. Case. 2006. **Financial Intelligence**. Boston: Harvard Business School Press.

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2555. ก.ล.ต. บอกล่ามเก้าสิบ (Online). http://www.sec.or.th/TH/Documents/Information/apprise/910_mar55.pdf, 11 พฤษภาคม 2557.

คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทย. 2552. แผนพัฒนาตลาดทุนไทย (Online). <http://www.fetco.or.th/index.php/2011-12-23-08-48-14/file/2-4-52.html>, 16 ตุลาคม 2555.

ฉวีพิมพ์ จีระสกุลชัย, คุชณีย์ ส่องเมือง, และ ขวัญสกุล เต็งอำนวยการ. 2550. “การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์ 1 (1): 37-45.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2549. หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549. กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2549. หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549 (Online). http://www.set.or.th/th/regulations/cg/update_doc_database.html, 2 มิถุนายน 2557.

_____. 2555. หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 (Online). http://www.set.or.th/th/regulations/cg/cg/principle_p1.html, 2 มิถุนายน 2557.

_____. ม.ป.ป. ค่า ROE และ ROA (Online). <http://setanalysisnews.blogspot.com/2011/09/roeroa.html>, 9 มิถุนายน 2557.

ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ. 2550. ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาวิชาการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ธวัช ภูษิตโกโยคัย. 2547. 60 เรื่องน่ารู้ เกี่ยวข้องธุรกิจ. พิมพ์ครั้งที่ 2. กรุงเทพมหานคร: บริษัท อินโนกราฟฟิกส์ จำกัด.

บรรษัทภิบาลแห่งชาติ. 2544. Current Status (Online). <http://www.cgthailand.org/SetCG/status/status.html>, 6 ตุลาคม 2555.

ประเวศน์ มหารัตน์สกุล. 2552. “จะทำอย่างไร เมื่อเงินไม่อาจซื้อใจพนักงานได้เสมอไป.” ผู้จัดการฝ่ายบริหารงานกลาง สถาบันมาตรวิทยาแห่งชาติ 145: 94-95.

ศกามาศ เอื่องอุคม. 2543. ผลกระทบของขนาดของคณะกรรมการ องค์ประกอบของคณะกรรมการ และการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาวิชาสถิติ, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

พรอนงค์ บุษราตระกูล. 2551. “การกำกับดูแลกิจการของเอเชีย.” จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์ 30 (115-116): 135-146.

พรนพ พุกกะพันธุ์. 2546. **จริยธรรมธุรกิจ ยุคโลกาภิวัตน์**. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์
จามจุรีโปรดักท์.

พูนศักดิ์ แสงสันต์ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. 2552. **การจัดการการเงิน**.

กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์แมคกรอ-ฮิล. แปลจาก S. A. Ross, R. W. Westerfield
and B. D. Jordan. 2009. **Fundamentals of Corporate Finance Standard
8th Edition**. New York: McGraw-Hill.

ภัทรพร ภาระนาค. 2552. **ผลกระทบของประสิทธิภาพการประยุกต์ใช้การวัดผลการ
ปฏิบัติงานแบบดุลยภาพ ที่มีต่อการเจริญเติบโตของธุรกิจ SMEs**. วิทยานิพนธ์บัญชี
มหาบัณฑิต สาขาการบัญชีและการจัดการ, มหาวิทยาลัยมหาสารคาม.

ภัชรพร ช้างแก้ว. 2557. “บริษัทจดทะเบียนกับการพัฒนาอย่างยั่งยืน.” **Money and Wealth**
(1 พฤษภาคม 2557): 32-35.

ภาพร เอกอรรถพร. 2553. “ฉบับบัญชีด้านเดบิต.” **วารสารวิชาชีพบัญชี** (Online).

<http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap15/Column/JAP15PapornC.pdf>,
2 กันยายน 2555.

วาสนา จันทร์ศรี. 2549. **ปัจจัยที่มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลกระทบที่มีต่อ
ผลการดำเนินงาน : กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**.
วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, มหาวิทยาลัยบูรพา.

เริงรัก จำปาเงิน. 2544. **การจัดการการเงิน**. กรุงเทพมหานคร: บริษัท บิ๊กเน็ท จำกัด.

แปลจาก E. F. Brigham and J. F. Houston. 2001. **Fundamentals of Financial
Management**. Orlando: Harcourt College Publishers.

รวี ลงกานี. 2550. **การลงทุน: แนวคิดและทฤษฎี**. กรุงเทพมหานคร:

สำนักพิมพ์แมคกรอ-ฮิล. แปลจาก Z. Bodie, A. Kane and A. J. Marcus. 2007.
Investments. New York: McGraw-Hill.

วรศักดิ์ ทุมมานนท์. 2543. **คุณรู้จัก Creative Accounting และ คุณภาพกำไร**

แล้วหรือยัง?. กรุงเทพมหานคร: บริษัท ไอ โอนิค อินเตอร์เทรคส์โซสเสส จำกัด.

วรานี เวสสุนทรเทพ. 2544. **การเงินธุรกิจ.** พิมพ์ครั้งที่ 4. กรุงเทพมหานคร: ศูนย์หนังสือ

สถาบันราชภัฏสวนดุสิต.

ศุภชัย ศรีสุชาติ. 2547. **ตลาดหุ้นในประเทศไทย.** กรุงเทพมหานคร: บริษัท บุญศิริการพิมพ์ จำกัด.

ศิลป์พร ศรีจันทเพชร. 2549. “กฎหมายกับจริยธรรมธุรกิจ.” **วารสารบริหารธุรกิจ**

29 (110): 1-4.

_____. 2551ก. “ความรับผิดชอบของกรรมการและผู้บริหารตามกฎหมาย.”

วารสารบริหารธุรกิจ 31 (118): 1-4.

_____. 2551ข. “มาตรฐานการบัญชีกับการกำกับดูแลกิจการ.” **วารสาร**

บริหารธุรกิจ 31 (119): 1-4.

_____. 2551ค. “ทฤษฎีบรรษัทภิบาล.” **วารสารบริหารธุรกิจ** 31 (120): 1-4.

_____. 2552. “เปิดมุมมองบรรษัทภิบาลไทย.” **วารสารบริหารธุรกิจ**

32 (124): 1-4.

_____. 2555ก. “หลักสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ.” **วารสารบริหารธุรกิจ**

35 (133): 1-4.

_____. 2555ข. “การประเมินการกำกับดูแลกิจการ.” **วารสารบริหารธุรกิจ**

35 (134): 1-4.

สมาคม ซีเอฟเอ ไทยแลนด์. 2549. การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน:

คู่มือสำหรับนักลงทุน (Online). http://www.set.or.th/th/regulations/cg/files/2006/CFA_CG_Manual_for_InvestorsTHAI.pdf, 28 สิงหาคม 2555.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2547. คู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน เล่ม 1 บทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบของ “กรรมการ” และ “คณะกรรมการ” (Online). http://www.set.or.th/th/regulations/cg/cg/principle_p1.html, 2 มิถุนายน 2557.

สำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ. 2555. นโยบายและยุทธศาสตร์การวิจัยของชาติ ฉบับที่ 8 (พ.ศ. 2555-2559) (Online). <http://www.research.kmutnb.ac.th/attach/pdf/append2.pdf>, 7 ธันวาคม 2555.

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. ม.ป.ป. ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น (Online). <http://www.softmelt.com/article.php?id=53>, 9 มิถุนายน 2555.

สินีนาฏ กำเนิดเพชร. 2549. “การกำกับดูแลกิจการที่ดีของสถาบันการเงิน.” วารสารวิชาการปริทัศน์ 14 (5): 15-19.

โสภณ ฟองเพชร. 2545. การเงินธุรกิจ. กรุงเทพมหานคร: บริษัท เพียร์สัน เอ็ดดูเคชั่น อินโนไฮน่า จำกัด. แปลจาก A. J. Keown. *et al.* 2001. **Fundamentals of Financial.** New Jersey: Pearson Prentice Hall.

เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์. 2552. การบริหารการเงินธุรกิจ: แนวคิดและแนวปฏิบัติ. ปทุมธานี: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

สังเวียน อินทรวิชัย. 2543. “การกำกับดูแลกิจการ: ทำไมและเพียงใด.” วารสารนักบัญชี 46 (2): 10-22.

- สุภานี นวกุล. 2553. การกำกับดูแลกิจการกับความสามารถในการแข่งขันของ
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. รัฐประศาสนศาสตรดุษฎี
บัณฑิต สาขาการจัดการภาครัฐและภาคเอกชน, สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.
- อนันต์ชัย คงจันทร์. 2544. “การกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย.” *จุฬาลงกรณ์วารสาร*
14 (53): 19-45.
- อนิวัช แก้วจันทน์ และคณะ. 2553. *เศรษฐกิจและการจัดการในโลกปัจจุบัน*.
สงขลา: บริษัท นำศิลป์โฆษณา จำกัด.
- Bhagat, S. and B. Bolton. 2008. “Corporate Governance and Firm Performance.”
Journal of Corporate Finance 14: 257-273.
- Blair, M. M. 1995. *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for
the Twenty-first Century*. Washington D. C.: The Brookings Institution.
- Brito, L. A. L. and F. C. Vasconcelos. 2009. “The Variance Composition of Firm Growth
Rates.” *Brazilian Administration Review* 6 (2): 118-136.
- Coad, A. 2010. “Exploring the Processes of Firm Growth: Evidence from a Vector
Auto-regression.” *Industrial and Corporate Change* 19 (6): 1677-1703.
- Claessens, S. and J. P. H. Fan. 2003. “Corporate Governance in Asia: A Survey.”
International Review of Finance 3 (2): 71-103.
- Christensen, J., P. Kent, and J. Stewart. 2010. “Corporate Governance and Company
Performance in Australia.” *Australian Accounting Review* 55 (20): 372-386.

- Connelly, J. T., P. Limpaphayom, and N. Nagarajan. 2012. "Form Versus Substance: The Effect of Ownership Structure and Corporate Governance on Firm Value in Thailand." **Journal of Banking & Finance** 36: 1722-1743.
- Cui, H. and Y. T. Mak. 2002. "The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms." **Journal of Corporate Finance** 8: 313-336.
- Demirgüç-Kunt, A. and V. Maksimovic. 1998. "Law, Finance, and Firm Growth." **The Journal of Finance** 53 (6): 2107-2137.
- Din, S. and A. Javid. 2011. "Impact of Managerial Ownership on Financial Policies and the Firm's Performance: Evidence Pakistani Manufacturing Firms." **International Research Journal of Finance and Economics** 81: 13-29.
- Drakos, A. A. and F. V. Bekiris. 2010. "Endogeneity and the Relationship Between Board Structure and Firm Performance: A Simultaneous Equation Analysis for the Athens Stock Exchange." **Managerial & Decision Economics** 31: 387-401.
- Dhar, S. and S. De. 2011. "Stock Option Compensation: Impact of Expense Recognition on Performance Indicators of Companies Listed in India." **International Journal of Commerce and Management** 21 (2): 122-142.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. T. Wells. 1998. "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms." **Journal of Financial Economics** 48: 35-54.
- Habib, M. N., S. Aziz, and A. Aamir. 2010. "The Determinants of Firms Growth: Case of Pakistan." **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business** 1 (12): 238-250.

Hillier, D. *et al.* 2010. **Corporate Finance**. New York: McGraw-Hill.

Ho, S. S. M., K. K. Larn, and H. Sami. 2004. “The Investment Opportunity Set, Director Ownership, and Corporate Policies: Evidence from an Emerging Market.” **Journal of Corporate Finance** 10: 383-408.

Hodgson, A., S. Lhaopadchan, and S. Buakes. 2011. “How Informative is the Thai Corporate Governance Index? A Financial Approach.” **Journal of Accounting and Information Management** 19 (1): 53-79.

Hossain, M., K. Ahmed, and J. M. Godfrey. 2005. “Investment Opportunity Set and Voluntary Disclosure of Prospective Information: A Simultaneous Equations Approach.” **Journal of Business Finance & Accounting** 32 (5) & (6): 871-907.

_____, S. F. Cahan, and M. B. Adams. 2000. “The Investment Opportunity Set and the Voluntary Use of Outside Directors: New Zealand Evidence.” **Accounting and Business Research** 30 (4): 263-273.

Hutchinson, M. R. 2002. “An Analysis of the Association Between Firm’s Investment Opportunities, Board Composition and Firm Performance.” **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics** 9: 17-38.

Hutchinson, M. and F. A. Gul. 2004. “Investment Opportunity Set, Corporate Governance Practices and Firm Performance.” **Journal of Corporate Finance** 10: 595-614.

Johnson, R. and L. Soenen. 2003. “Indicators of Successful Companies.” **European Management Journal** 21 (3): 364-369.

- Kallapur, S. and M. A. Trombley. 1999. "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth." **Journal of Business Finance & Accounting** 26 (3) & (4): 505-519.
- Keasey, K., H. Short, and R. Watson. 1994. "Directors' Ownership and the Performance of Small and Medium Sized Firms in the U.K." **Small Business Economics** 6: 225-236.
- _____, S. Thompson, and M. Wright. 1997. **Corporate Governance: Economic and Financial Issues**. New York: Oxford University Press Inc.
- Keasey, K., S. Thompson, and M. Wright. 2005. **Corporate Governance**. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Khanchel, I. 2007. "Corporate Governance: Measurement and Determinant Analysis." **Managerial Auditing Journal** 22 (8): 740-760.
- Khan, A. and S. H. Awan. 2012. "Effect of Board Composition on Firms Performance: A case of Pakistani Listed Companies." **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business** 3 (10): 853-863.
- Kiani, K. M., E. H. Chen, and Z. Madjd-Sadjadi. 2012. "Financial factors and firm growth: evidence from financial data on Taiwanese firms." **Quantitative Finance** 12 (8): 1299-1314.
- Korkmaz, O. and S. S. Karaca. 2012. "The Factors Affecting Firm Performance: The Case of Turkey." **Ege Academic Review** 13 (2): 169-179.

- Koerniadi, H. and A. Tourani-Rad. 2012. "Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand." **Australasian Accounting Business & Finance Journal** 6 (2): 3-18.
- Lappalainen, J. and M. Niskanen. 2009. "Does Board Composition and Ownership Structure Affect Firm Growth? Evidence from Finnish SMEs." **Research in Economics and Business: Central and Eastern Europe** 1 (27): 66-83.
- Lang, L., E. Ofek, and R. M. Stulz. 1996. "Leverage, Investment, and Firm Growth." **Journal of Financial Economics** 40 (1): 3-29.
- Lawrence, J. and G. Stapledon. 1999. "Do Independent Directors Add Value?." **Centre for Corporate Law and Securities Regulation** (Online). <http://mjil.law.unimelb.edu.au/files/dmfile/IndependentDirectorsReport2.pdf>, June 30, 2014.
- Liow, K. H. 2010. "Firm Value, Growth, Profitability and Capital Structure of Listed Real Estate Companies: an International Perspective." **Journal of Property Research** 27 (2): 119-146.
- Lu, W. and K. Wang. 2010. "Firm Growth and Liquidity Constraints in the Taiwanese Manufacturing Firms." **International Research Journal of Finance and Economics** 39: 40-45.
- Mandaci, P. E. and G. K. Gumus. 2010. "Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey." **South East European Journal of Economics & Business** 5 (1): 57-66.
- Masdoor, A. K. 2011. "Ethical Theories of Corporate Governance." **International Journal of Governance** 1 (2): 1-9.

- Muth , M. M. and L. Donaldson . 1998. “Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach.” **Scholarly Research and Theory Papers** 6 (1): 5-28.
- Nakano, M. and P. Nguyen. 2012. ” Board Size and Corporate Risk Taking: Further Evidence from Japan.” **Corporate Governance: An International Review** 20 (4): 369-387.
- O’Brien, J. and P. David. 2009. “Firm Growth and Type of Debt: the Paradox of Discretion.” **Industrial & Corporate Change** 19 (1): 51-80.
- Orr, D., D. Emanuel, and N. Wong. 2005. “Board Composition and the Value of New Zealand Companies.” **Pacific Accounting Review** 17 (2): 103-121.
- Rashid, A. *et al.* 2010. “Board Composition and Firm Performance: Evidence from Bangladesh.” **Australasian Accounting Business & Finance Journal** 4 (1): 76-95.
- Skinner, D. J. 1993. “The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice.” **Journal of Accounting and Economics** 16: 407-445.
- Solomon, J. 2007. **Corporate Governance and Accountability**. 2nd ed. London: John Wiley & Sons Ltd.
- Swamy, V. 2011. “Corporate Governance and Firm Performance in Unlisted Family Owned Firms.” **International Journal of Business Insights & Transformation** 4 (2) : 37-51.
- Tarantino, A. 2008. **Governance, Risk, and Compliance Handbook**. Hoboken: John Wiley & Sons Ltd.

- Uwuigbe O. R. and A. A. Fakiile. 2012. "The Effects of Board Size on Financial Performance of Banks: A Study of Listed Banks in Nigeria." **International Journal of Economics and Finance** 4 (2): 260-267.
- Wiwattanakantang, Y. 1999. "An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms." **Pacific-Basin Finance Journal** 7: 371-403.
- Yermack, D. 1996. "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors." *Journal of Financial Economics* 40: 185-211
- Yanin, T. 2009. **Roles of Governance-Based Practices in Accounting Information Effectiveness and Firm Growth of Thai-Listed Firms.** Doctor of Philosophy Thesis in Accounting, Mahasarakham University.

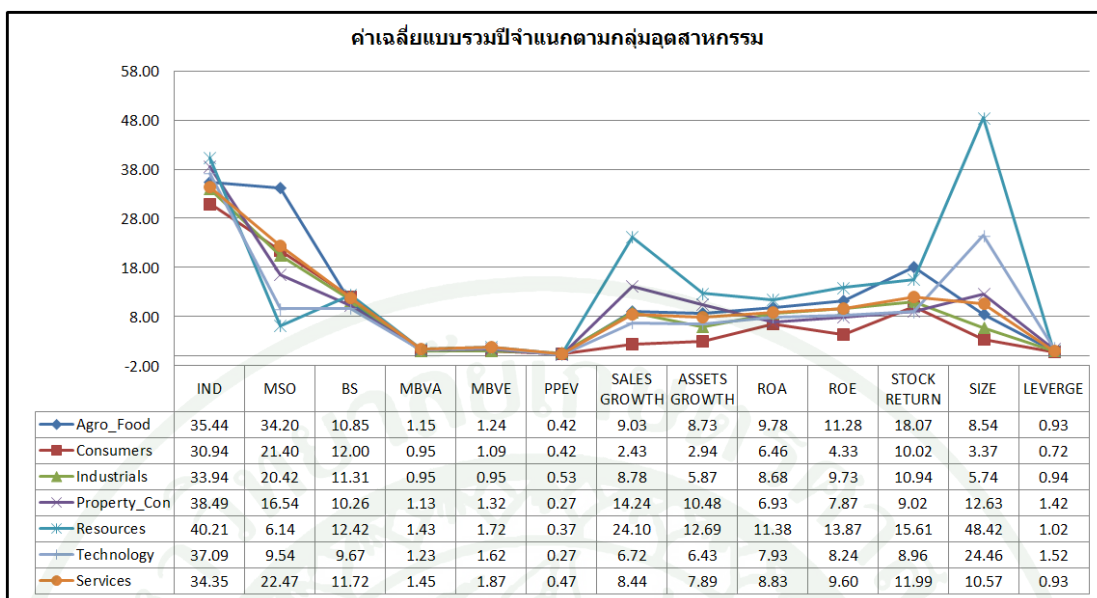


ภาคผนวก

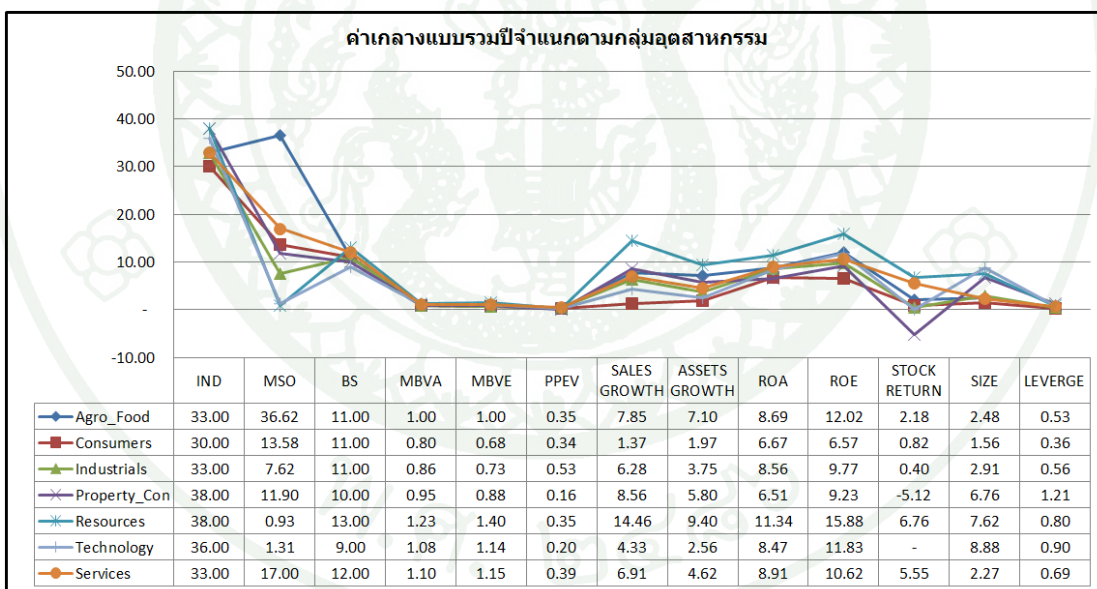


ภาคผนวก ก

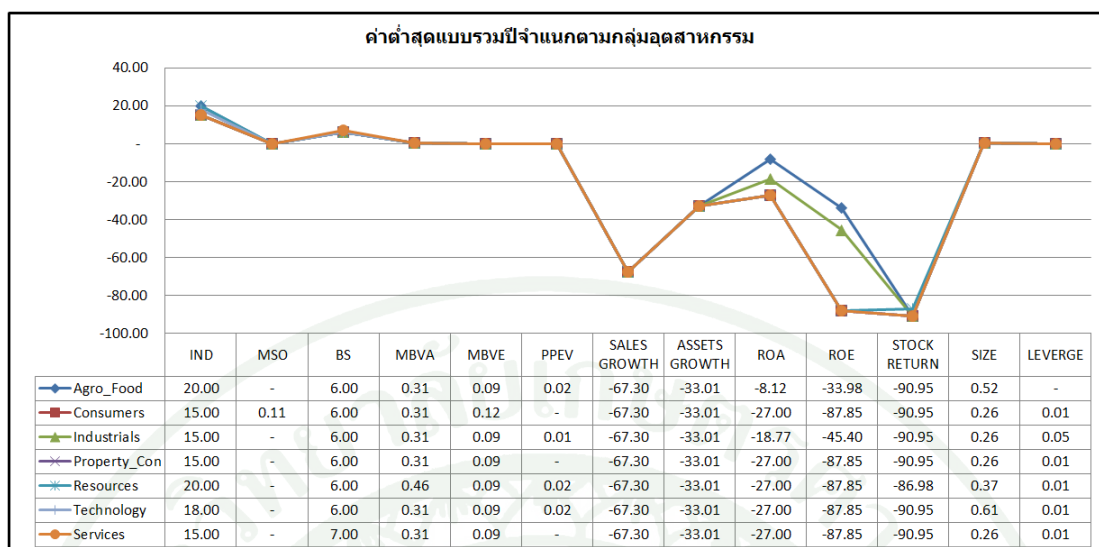
สถิติเชิงพรรณนา ค่าเฉลี่ย ค่ากลาง ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ของตัวแปรแบบรวมปี จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมของทุกตัวแปร



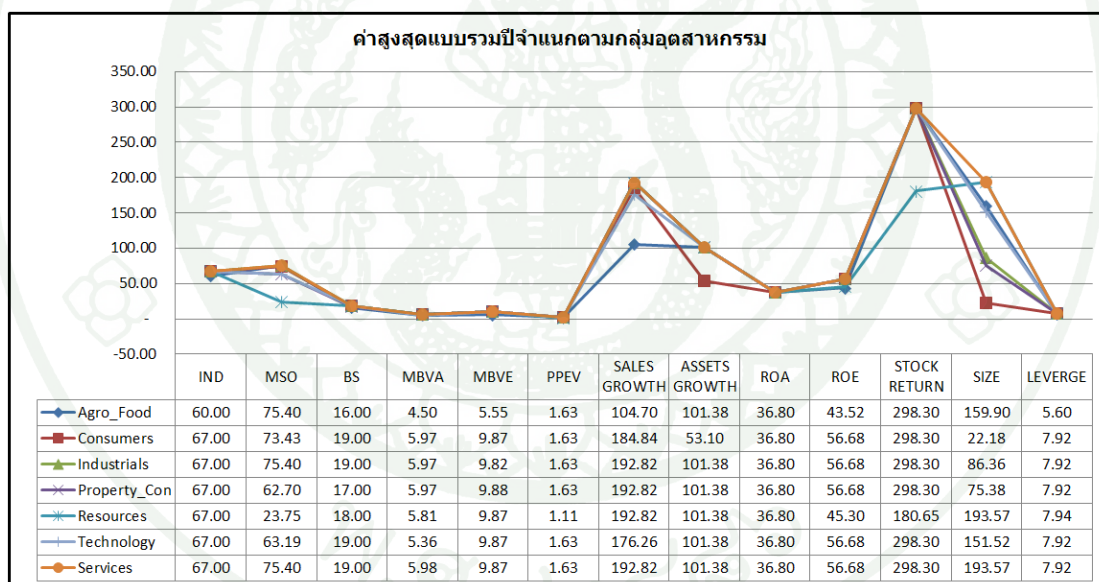
ภาพผนวกที่ 1 ค่าเฉลี่ยของตัวแปรแบบรวมปีจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



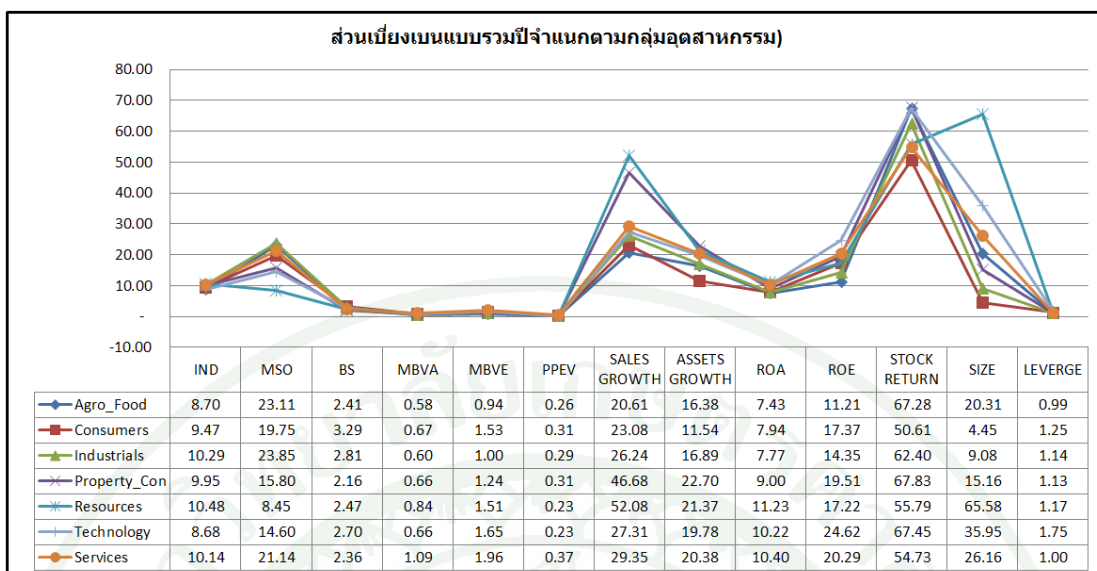
ภาพผนวกที่ 2 ค่ากลางของตัวแปรแบบรวมปีจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



ภาพผนวกที่ 3 ค่าต่ำสุดของตัวแปรแบบรวมปีจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



ภาพผนวกที่ 4 ค่าสูงสุดของตัวแปรแบบรวมปีจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



ภาพผนวกที่ 5 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรแบบรวมปีจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



ภาคผนวก ข
สถิติเชิงปริมาณ ทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรส่งผ่านและตัวแปรตาม

ตารางผนวกที่ 1 การทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท โดยทดสอบความมีเสถียรของตัวแปรส่งผ่าน คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุน ด้วยตัวชี้วัด อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE) และตัวแปรตาม คือ การเจริญเติบโตของบริษัท

ตัวแปร	ROA	ROA	SalesGrowth	ROE	AssetsGrowth	StockReturn
	MBVA	MBVE	MBVE	MBVE	MBVE	MBVE
	Model# 4.1	Model# 4.2	Model# 1	Model# 2	Model# 3	Model# 4
	***	***	***	***	***	***
ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β)						
C	12.8261	3.9253	33.9009	18.7290	11.1691	21.8363
LOG_SIZE	3.1624*	3.2633*	1.4365	6.3848*	5.8179*	2.7174
LEVERAGE	-1.6399*	-1.9795*	0.3353	-4.3812*	0.6912	-5.0063*
IND	-0.1246*	-0.0562*	-0.1914	-0.2173*	-0.0968	-0.0402
MSO	-0.0012	0.0035	-0.0918	0.0102	0.0045	0.0960
LOG_BS	-14.1412*	-6.1320	-27.8527*	-24.4780*	-26.4174*	-29.6409
IOS	-12.7763*	-5.1785*	-8.4255	-21.1096*	-10.8085*	-29.3205*
IND*IOS	0.0906*	0.0285*	0.0326	0.1328*	0.0117	0.4130*
MSO*IOS	0.0251	0.0212*	0.0482	0.0359	0.0312	-0.0291

ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

ตัวแปร	ROA	ROA	SalesGrowth	ROE	AssetsGrowth	StockReturn
	MBVA	MBVE	MBVE	MBVE	MBVE	MBVE
	Model# 4.1	Model# 4.2	Model# 1	Model# 2	Model# 3	Model# 4
	***	***	***	***	***	***
ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β)						
LOG_BS*IOS	12.7485*	5.7405*	8.6692	19.2746*	11.2797*	24.6068*
AGRO_FOOD	1.3800	1.5155	4.6703	1.2155	4.2871	8.0285
CONSUMERS	-0.3125	-0.5724	-1.4588	-3.2902	1.5104	4.8900
INDUSTRIALS	1.6908	1.6340	4.8423	1.9054	2.8120	6.5855
PROPERTY_CON	-0.8871	-0.8699	8.0498*	-1.0087	4.7346*	-0.6908
RESOURCES	0.6874	0.7528	18.6224*	-0.4129	6.3641	-3.8822
SERVICES	-0.2826	-0.3972	2.5557	-2.3966	3.4115	-4.8594
Adjusted R-squared	0.1329	0.1252	0.0271	0.1327	0.0392	0.0462
Chi-Sq. Statistic**	30.8237*	37.1924*	14.7552	14.9718	65.2562*	107.4367*

หมายเหตุ: *ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

** Correlated Random Effects - Hausman Test

*** Ransom Effects

ตารางผนวกที่ 2 การทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท โดยทดสอบความเสถียรของตัวแปรส่งผ่าน คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุน ด้วยตัวชี้วัด อัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEV) และตัวแปรตาม คือ การเจริญเติบโตของบริษัท

ตัวแปร	ROA	ROA	SalesGrowth	ROE	AssetsGrowth	StockReturn
	MBVA	PPEV	PPEV	PPEV	PPEV	PPEV
	Model# 4.1	Model# 4.3	Model# 7	Model# 8	Model# 9	Model# 10
	***	***	***	***	***	***
	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β)					
C	12.8261	-7.7968	43.8648	-23.9388	-4.8860	-61.6235
LOG_SIZE	3.1624*	3.3020*	2.0412	7.3437*	6.3752*	4.7914
LEVERAGE	-1.6399*	-1.7147*	0.4674	-4.3479*	0.6411	-3.5701*
IND	-0.1246*	0.0075	-0.3022*	0.0779	-0.1217	0.9341*
MSO	-0.0012	0.0263	-0.0489	0.0588	0.0499	0.0748
LOG_BS	-14.1412*	7.4577*	-32.4184*	11.7548	-7.8654	32.0547
IOS	-12.7763*	13.3699	-69.5571*	29.2344	-3.6188	59.8235
IND*IOS	0.0906*	-0.1174	0.4439	-0.3745*	0.0934	-0.9865
MSO*IOS	0.0251	0.0112	0.0695	0.0147	0.0119	0.0985

ตารางผนวกที่ 2 (ต่อ)

ตัวแปร	ROA	ROA	SalesGrowth	ROE	AssetsGrowth	StockReturn
	MBVA	PPEV	PPEV	PPEV	PPEV	PPEV
	Model# 4.1	Model# 4.3	Model# 7	Model# 8	Model# 9	Model# 10
	***	***	***	***	***	***
ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β)						
LOG_BS*IOS	12.7485*	-17.2845*	46.0688	-28.4665*	-8.3755	-54.8841
AGRO_FOOD	1.3800	2.3255	5.3923	2.3115	5.0895	9.9304
CONSUMERS	-0.3125	-0.5671	-1.5972	-3.8185	1.3522	5.1362
INDUSTRIALS	1.6908	2.8076	6.0045	3.3515	4.3984	8.7315
PROPERTY_CON	-0.8871	-1.1285	8.4008*	-1.7228	4.7563	-3.5423
RESOURCES	0.6874	2.5810	20.0259*	2.5626	7.8023*	2.8763
SERVICES	-0.2826	1.8794	5.2019	1.2189	5.6572*	3.2442
Adjusted R-squared	0.1329	0.0929	0.0232	0.0873	0.0388	0.0274
Chi-Sq. Statistic**		34.1376*	20.9742*	29.0318*	70.3149*	89.9741*
	30.8237*					

หมายเหตุ: *ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

** Correlated Random Effects - Hausman Test

*** Ransom Effects



ภาคผนวก ค

สถิติเชิงปริมาณ ทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับ
ดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2551

ตารางผนวกที่ 3 การทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุน วัดโดย อัตราส่วนมูลค่าตลาด ต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) ต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2551

ตัวแปร	ROA	SalesGrowth	ROE	AssetsGrowth	StockReturn
	MBVA	MBVA	MBVA	MBVA	MBVA
	Model# 11	Model# 12	Model# 13	Model# 14	Model# 15
	***	***	***	***	***
ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β)					
C	9.1136	-9.8578	10.4222	5.2405	-17.1941
LOG_SIZE	3.3671*	1.9186	7.3349*	6.1633*	4.3425
LEVERAGE	-1.5998*	0.5792	-4.2696*	0.7422	-3.5083*
IND	-0.1074*	-0.0004	-0.2177*	0.0088	0.3036
MSO	0.0189	0.0060	0.0508	0.0179	0.2424*
LOG_BS	-11.4790*	3.4470	-20.7491*	-24.4353*	-7.8784
IOS	-10.5519*	25.6876	-17.1544*	-8.1312	-8.3966
IND*IOS	0.0763*	-0.1150	0.1348*	-0.0713	0.2267
MSO*IOS	0.0076	-0.0337	0.0022	0.0211	-0.1475
LOG_BS*IOS	10.7212*	-16.9248	16.8064*	11.1286	14.4917
Y_2551	-0.2871	-0.1552	-1.7873	-2.8442*	-42.7963*
AGRO_FOOD	1.4433	4.8127	1.0357	4.0643	6.6264
CONSUMERS	-0.3480	-1.4702	-3.5713	1.1362	4.4916
INDUSTRIALS	1.6168	5.2066	1.5324	2.2755	4.7463
PROPERTY_CON	-0.9357	8.2114*	-1.1336	4.5920	-2.2228
RESOURCES	0.7325	18.4341*	0.2246	6.5419*	-2.9000
SERVICES	-0.2377	3.2554	-1.8800	3.7981	-3.6047
Adjusted	0.1213	0.0256	0.1008	0.0353	0.0903
R-squared					
Chi-Sq. Statistic**	29.3056*	14.0149	8.2523	60.8292*	61.1953*

หมายเหตุ: *ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

** Correlated Random Effects - Hausman Test

*** Ransom Effects

**** Fixed Effects



ภาคผนวก ง

สถิติเชิงปริมาณ ทดสอบภาพรวมของการกำกับดูแลกิจการ
โดยดูความสัมพันธ์ระหว่าง บริษัทที่ได้รับการประเมินว่าเป็นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี
กับการเจริญเติบโตของบริษัท

ตารางผนวกที่ 4 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง บริษัทที่ได้รับการประเมินว่าเป็นบริษัทที่มี
การกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเจริญเติบโตของบริษัท

	ROA	SalesGrowth	ROE	AssetsGrowth	StockReturn
ตัวแปร	MBVA	MBVA	MBVA	MBVA	MBVA
	Model# 16	Model# 17	Model# 18	Model# 19	Model# 20
	***	***	***	***	***
ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β)					
C	-7.3787	-0.0382	-20.5499	-0.1988	-0.1706
LOG_SIZE	3.3211*	0.0064	7.0708*	0.0558*	0.0555*
LEVERAGE	-1.5380*	0.0026	-4.4166*	0.0063	-0.0247*
IOD	0.9242*	0.0470*	2.0380*	0.0184	-0.1028*
IOS	3.0554*	0.0306*	4.8064*	0.0140*	0.1333*
AGRO_FOOD	2.7403	0.0345	4.0948	0.0551*	0.1005
CONSUMERS	0.5255	-0.0237	-1.1578	0.0147	0.0566
INDUSTRIALS	2.4144	0.0357	3.8623	0.0313	0.0645
PROPERTY_CON	-0.3457	0.0833*	0.7194	0.0516*	0.0083
RESOURCES	1.5894	0.1735*	1.7310	0.0556	0.0137
SERVICES	0.9023	0.0190	0.8523	0.0424	-0.0014
Adjusted	0.1117	0.0269	0.1052	0.0327	0.0341
R-squared					
Chi-Sq. Statistic**	32.1821*	15.5764*	16.9409*	53.6039*	87.5714*

หมายเหตุ: *ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

** Correlated Random Effects - Hausman Test

*** Ransom Effects

**** Fixed Effects



ภาคผนวก จ

ทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนงวดก่อน
ต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการงวดก่อนกับการเจริญเติบโตงวดปัจจุบัน

ตารางผนวกที่ 5 การทดสอบผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนงวดก่อนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการงวดก่อนกับการเจริญเติบโตของบริษัทยุติปัจจุบัน วัดโดย ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)

ตัวแปร	ROA MBVA Model# 4.1 ***	ตัวแปร	ROA MBVA Model# 21 ***	ตัวแปร	ROA MBVA Model# 22 ***
ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β)					
C	12.8261	C	14.4260	C	2.0622
LOG_SIZE	3.1624*	LOG_SIZE	4.0729*	LOG_SIZE	4.6038*
LEVERAGE	-1.6399*	LEVERAGE	-1.7861*	LEVERAGE	-2.1883*
IND	-0.1246*	IND _{t-1}	-0.1330*	IND _{t-2}	-0.0713
MSO	-0.0012	MSO _{t-1}	0.0129	MSO _{t-2}	0.0203
LOG_BS	-14.1412*	LOG_BS _{t-1}	-17.9507*	LOG_BS _{t-2}	-9.1078
IOS	-12.7763*	IOS _{t-1}	-13.6511*	IOS _{t-2}	-7.3015
IND*IOS	0.0906*	IND _{t-1} *IOS _{t-1}	0.0759*	IND _{t-2} *IOS _{t-2}	0.0404
MSO*IOS	0.0251	MSO _{t-1} *IOS _{t-1}	0.0065	MSO _{t-2} *IOS _{t-2}	-0.0015
LOG_BS*IOS	12.7485*	LOG_BS _{t-1} *IOS _{t-1}	12.8088*	LOG_BS _{t-2} *IOS _{t-2}	7.2137*
AGRO_FOOD	1.3800	AGRO_FOOD	2.7836	AGRO_FOOD	3.5388

ตารางผนวกที่ 5 (ต่อ)

ตัวแปร	ROA MBVA Model# 4.1 ***	ตัวแปร	ROA MBVA Model# 31 ***	ตัวแปร	ROA MBVA Model# 31 ***
ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β)					
CONSUMERS	-0.3125	CONSUMERS	0.3884	CONSUMERS	0.3613
INDUSTRIALS	1.6908	INDUSTRIALS	1.9125	INDUSTRIALS	1.7702
PROPERTY_CON	-0.8871	PROPERTY_CON	-0.4894	PROPERTY_CON	-0.3362
RESOURCES	0.6874	RESOURCES	1.8945	RESOURCES	1.8234
SERVICES	-0.2826	SERVICES	1.0982	SERVICES	1.5800
Adjusted	0.1329	Adjusted	0.0951	Adjusted	0.0836
R-squared		R-squared		R-squared	
Chi-Sq. Statistic**	30.8237*	Chi-Sq. Statistic**	39.2620*	Chi-Sq. Statistic**	41.0566*

หมายเหตุ: *ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

** Correlated Random Effects - Hausman Test

*** Ransom Effects

**** Fixed Effects



ภาคผนวก จ

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 ประกอบด้วยหลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการแต่ไม่รวมถึงเรื่องที่ถูกกฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติไว้ชัดเจนแล้ว ซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555: 1-49) ได้แก่

หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น

หลักการ

ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัทบริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน

สิทธิขั้นพื้นฐานของผู้ถือหุ้น ได้แก่ การซื้อขายหรือโอนหุ้น การมีส่วนแบ่งในกำไรของกิจการ การได้รับข่าวสาร ข้อมูลของกิจการอย่างเพียงพอการเข้าร่วมประชุมเพื่อใช้สิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อแต่งตั้งหรือถอดถอนกรรมการ แต่งตั้งผู้สอบบัญชี และเรื่องที่มีผลกระทบต่อบริษัทเช่น การจัดสรรเงินปันผล การกำหนดหรือการแก้ไขข้อบังคับและหนังสือบริคณห์สนธิ การลดทุนหรือเพิ่มทุน และการอนุมัติรายการพิเศษ เป็นต้น

ผู้ถือหุ้นควรได้รับทราบกฎเกณฑ์และวิธีการในการเข้าร่วมประชุมและข้อมูลที่เกี่ยวข้องเพื่อการพิจารณาในแต่ละวาระก่อนการประชุมตามเวลาอันควร มีโอกาสซักถามกรรมการทั้งในที่ประชุมและส่งคำถามล่วงหน้ามีโอกาสนเสนอวาระการประชุม และมีสิทธิมอบฉันทะให้ผู้อื่นเข้าร่วมประชุม

คณะกรรมการบริษัทต้องตระหนักและให้ความสำคัญถึงสิทธิของผู้ถือหุ้น ไม่กระทำการใดๆ อันเป็นการละเมิดหรือรุกรอนสิทธิของผู้ถือหุ้น

แนวปฏิบัติที่ดี

1. การประชุมผู้ถือหุ้น

1.1. คณะกรรมการควรเปิดเผยนโยบายในการสนับสนุนหรือส่งเสริมผู้ถือหุ้นทุกกลุ่มรวมถึงผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันให้เข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้น

1.2. คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทมีการให้ข้อมูลวันเวลาสถานที่และวาระการประชุมโดยมีคำชี้แจงและเหตุผลประกอบในแต่ละวาระหรือประกอบมติที่ขอตามทีระบุไว้ในหนังสือเชิญประชุมสามัญและวิสามัญผู้ถือหุ้นหรือในเอกสารแนบวาระการประชุมควรละเว้นการกระทำใดๆที่เป็นการจำกัดโอกาสของผู้ถือหุ้นในการศึกษาสารสนเทศของบริษัท

1.3. คณะกรรมการควรอำนวยความสะดวกให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิในการเข้าร่วมประชุมและออกเสียงอย่างเต็มที่และควรละเว้นการกระทำใดๆที่เป็นการจำกัดโอกาสการเข้าประชุมของผู้ถือหุ้นเช่นการเข้าประชุมเพื่อออกเสียงลงมติไม่ควรมีวิธีการที่ยุ่งยากหรือมีค่าใช้จ่ายมากเกินไปสถานที่จัดประชุมผู้ถือหุ้นสะดวกต่อการเดินทางเป็นต้น

1.4. คณะกรรมการบริษัทควรเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นส่งคำถามล่วงหน้าก่อนวันประชุมโดยกำหนดหลักเกณฑ์การส่งคำถามล่วงหน้าให้ชัดเจนและแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบพร้อมกับการนำส่งหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นนอกจากนี้บริษัทควรเผยแพร่หลักเกณฑ์การส่งคำถามล่วงหน้าดังกล่าวไว้บน Website ของบริษัทด้วย

1.5. คณะกรรมการควรสนับสนุนให้ผู้ถือหุ้นใช้หนังสือมอบฉันทะรูปแบบที่ผู้ถือหุ้นสามารถกำหนดทิศทางลงคะแนนเสียงได้และควรเสนอชื่อกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 คนเป็นทางเลือกในการมอบฉันทะของผู้ถือหุ้น

2. การดำเนินการในวันประชุมผู้ถือหุ้น

2.1. คณะกรรมการควรส่งเสริมให้บริษัทนำเทคโนโลยีมาใช้ในการประชุมผู้ถือหุ้นทั้งการลงทะเบียนผู้ถือหุ้นการนับคะแนนและแสดงผลเพื่อให้การดำเนินการประชุมสามารถกระทำได้รวดเร็วถูกต้องแม่นยำ

2.2 กรรมการทุกคนควรเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้น โดยผู้ถือหุ้นสามารถซักถาม ประธานคณะกรรมการชุดย่อยต่างๆในเรื่องที่เกี่ยวข้องได้

2.3 ในการประชุมผู้ถือหุ้นควรจัดให้มีการลงมติเป็นแต่ละรายการในกรณีที่ว่าระ นั้นมีหลายรายการเช่นวาระการแต่งตั้งกรรมการ

2.4 คณะกรรมการควรส่งเสริมให้บริษัทจัดให้มีบุคคลที่เป็นอิสระเป็นผู้ตรวจนับ หรือตรวจสอบคะแนนเสียงในการประชุมสามัญและวิสามัญผู้ถือหุ้นและเปิดเผยให้ที่ประชุมทราบ พร้อมบันทึกไว้ในรายงานการประชุม

2.5 คณะกรรมการควรสนับสนุนให้มีการใช้บัตรลงคะแนนเสียงในวาระที่สำคัญ เช่นการทำรายการเกี่ยวโยงการทำรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์เป็นต้น เพื่อความโปร่งใสและตรวจสอบได้ในกรณีมีข้อโต้แย้งในภายหลัง

2.6 ประธานในที่ประชุมควรจัดสรรเวลาให้เหมาะสมและส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นมี โอกาสในการแสดงความเห็นและตั้งคำถามต่อที่ประชุมในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับบริษัทได้

3. การจัดทำรายงานการประชุมและการเปิดเผยมติการประชุมผู้ถือหุ้น

3.1 รายงานการประชุมผู้ถือหุ้นควรบันทึกการชี้แจงขั้นตอนการลงคะแนนและ วิธีการแสดงผลคะแนนให้ที่ประชุมทราบก่อนดำเนินการประชุมรวมทั้งการเปิดโอกาสให้ ผู้ถือหุ้นตั้งประเด็นหรือซักถามนอกจากนี้ควรบันทึกคำถามคำตอบและผลการลงคะแนนในแต่ละ วาระว่ามีผู้ถือหุ้นเห็นด้วยคัดค้านและงดออกเสียงเป็นอย่างไรรวมถึงควรบันทึกรายชื่อกรรมการ ผู้เข้าร่วมประชุมและกรรมการที่ลาประชุมด้วย

3.2 บริษัทควรเปิดเผยให้สาธารณชนทราบถึงผลการลงคะแนนของแต่ละวาระใน การประชุมสามัญและวิสามัญผู้ถือหุ้นในวันทำการถัดไปบน Website ของบริษัท

หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน

หลักการ

ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย

การสร้างความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้นว่า คณะกรรมการและฝ่ายจัดการจะดูแลให้การใช้จ่ายเงินของผู้ถือหุ้นเป็นไปอย่างเหมาะสม เป็นปัจจัยสำคัญต่อความมั่นใจในการลงทุนกับบริษัท คณะกรรมการจึงควรกำกับดูแลให้ผู้ถือหุ้นได้รับการปฏิบัติ และปกป้องสิทธิขั้นพื้นฐานอย่างเท่าเทียมกันตามที่ได้กล่าวไว้แล้ว ในหลักการหมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น

คณะกรรมการควรจัดกระบวนการประชุมผู้ถือหุ้นในลักษณะที่สนับสนุนให้มีการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกัน คณะกรรมการควรกำหนดเป็นนโยบายในการเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสามารถเสนอชื่อบุคคลเพื่อเข้าดำรงตำแหน่งกรรมการล่วงหน้าในเวลาอันสมควร เปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่สามารถเข้าประชุมด้วยตนเอง สามารถใช้สิทธิออกเสียงโดยมอบฉันทะให้ผู้อื่นมาประชุมและออกเสียงลงมติแทน และเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสามารถเสนอเพิ่มวาระการประชุมล่วงหน้าก่อนวันประชุมผู้ถือหุ้น

คณะกรรมการควรมีมาตรการป้องกันกรณีที่กรรมการและผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในเพื่อหาผลประโยชน์ให้แก่ตนเองหรือผู้อื่นในทางมิชอบ (Abusive self-dealing) ซึ่งเป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นอื่น เช่น การซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน (Insider trading) การนำข้อมูลภายในไปเปิดเผยกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกรรมการและผู้บริหารถือเป็นการเอาเปรียบหรืออาจก่อให้เกิดความเสียหายต่อผู้ถือหุ้น โดยรวม เป็นต้น

คณะกรรมการควรกำหนดให้กรรมการบริษัทและผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับส่วนได้เสียของตนและผู้เกี่ยวข้อง เพื่อให้คณะกรรมการสามารถพิจารณาธุรกรรมของบริษัทที่อาจมีความขัดแย้งของผลประโยชน์และสามารถตัดสินใจเพื่อประโยชน์ของบริษัทโดยรวม ทั้งนี้ กรรมการและผู้บริหารที่มีส่วนได้เสียกับธุรกรรมที่ทำกับบริษัทไม่ควรมีส่วนร่วมในการตัดสินใจทำธุรกรรมดังกล่าว

แนวปฏิบัติที่ดี

1. การให้ข้อมูลก่อนการประชุมผู้ถือหุ้น

1.1 คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทแจ้งกำหนดการประชุมพร้อมระเบียบวาระ และความเห็นของคณะกรรมการต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ และเผยแพร่ผ่านทาง Website ของบริษัทอย่างน้อย 28 วันก่อนวันนัดประชุมผู้ถือหุ้น

1.2 คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่ใช้ในการประชุม ขั้นตอนการออกเสียงลงมติ รวมทั้งสิทธิการออกเสียงลงคะแนนตามแต่ละประเภทของหุ้น

1.3 หนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นดังกล่าวข้างต้น ควรจัดทำเป็นภาษาอังกฤษทั้งฉบับ และเผยแพร่พร้อมกับหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นที่เป็นฉบับภาษาไทย

2. การคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย

2.1 คณะกรรมการควรกำหนดหลักเกณฑ์การให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเสนอเพิ่มวาระการประชุมล่วงหน้าก่อนวันประชุมผู้ถือหุ้นให้ชัดเจนเป็นการล่วงหน้า เพื่อแสดงถึง

ความเป็นธรรมและความโปร่งใสในการพิจารณาว่าจะเพิ่มวาระที่ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเสนอหรือไม่

2.2 คณะกรรมการควรกำหนดวิธีการให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเสนอชื่อบุคคลเพื่อเข้าดำรงตำแหน่งกรรมการ เช่น ให้เสนอชื่อผ่านคณะกรรมการสรรหาล่วงหน้า 3-4 เดือนก่อนวันประชุมผู้ถือหุ้น พร้อมข้อมูลประกอบการพิจารณาด้านคุณสมบัติและการให้ความยินยอมของผู้ได้รับการเสนอชื่อ

2.3 ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารไม่ควรเพิ่มวาระการประชุมที่ไม่ได้แจ้งเป็นการล่วงหน้าโดยไม่จำเป็น โดยเฉพาะวาระสำคัญที่ผู้ถือหุ้นต้องใช้เวลาในการศึกษาข้อมูลก่อนตัดสินใจ

2.4 คณะกรรมการควรเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิในการแต่งตั้งกรรมการเป็นรายคน

3. การป้องกันการรั่วข้อมูลภายใน

คณะกรรมการควรกำหนดแนวทางในการเก็บรักษาและป้องกันการรั่วข้อมูลภายในเป็นลายลักษณ์อักษร และแจ้งแนวทางดังกล่าวให้ทุกคนในองค์กรถือปฏิบัติ และควรกำหนดให้กรรมการทุกคนและผู้บริหารที่มีหน้าที่รายงานการถือครองหลักทรัพย์ตามกฎหมายจัดส่งรายงานดังกล่าวให้แก่คณะกรรมการเป็นประจำ รวมทั้งให้มีการเปิดเผยในรายงานประจำปี

4. การมีส่วนได้เสียของกรรมการ

4.1 คณะกรรมการควรมีข้อกำหนดให้กรรมการรายงานการมีส่วนได้เสียอย่างน้อยก่อนการพิจารณาวาระนั้น และบันทึกไว้ในรายงานการประชุมคณะกรรมการ

4.2 คณะกรรมการควรดูแลให้กรรมการที่มีส่วนได้เสียอย่างมีนัยสำคัญในลักษณะที่อาจทำให้กรรมการรายดังกล่าวไม่สามารถให้ความเห็นได้อย่างอิสระ ควรงดเว้นจากการมีส่วนร่วมในการประชุมพิจารณาในวาระนั้น

หมวดที่ 3 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย

หลักการ

ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ

ในระบบการกำกับดูแลกิจการมีผู้มีส่วนได้เสียที่สำคัญ ได้แก่ ลูกค้า พนักงาน คู่ค้า ผู้ถือหุ้น หรือนักลงทุน เจ้าหนี้ และชุมชนที่บริษัทตั้งอยู่สังคม หรือภาครัฐ รวมถึง คู่แข่ง และผู้สอบบัญชีอิสระ เป็นต้น

คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายให้มีการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียแต่ละกลุ่มโดยคำนึงถึงสิทธิของผู้มีส่วนได้เสียดังกล่าวตามกฎหมายหรือตามข้อตกลงที่มีกับบริษัท ไม่ควรกระทำ

การใดๆ ที่เป็นการละเมิดสิทธิของผู้มีส่วนได้เสียเหล่านั้น และควรกำหนดมาตรการชดเชยกรณีผู้มีส่วนได้เสียได้รับความเสียหายจากการละเมิดสิทธิ

คณะกรรมการควรพัฒนากลไกการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสียในการส่งเสริมผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อสร้างความมั่นคงอย่างยั่งยืนให้กับกิจการ และควรเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องให้ผู้มีส่วนได้เสียเหล่านั้น ได้รับทราบอย่างเพียงพอ เพื่อให้สามารถทำหน้าที่ในการมีส่วนร่วมดังกล่าวได้อย่างมีประสิทธิภาพ

คณะกรรมการควรมีมาตรการในการแจ้งเบาะแสดต่อคณะกรรมการในประเด็นเกี่ยวกับการทำผิดกฎหมาย ความถูกต้องของรายงานทางการเงินระบบควบคุมภายในที่บกพร่อง หรือการผิดจรรยาบรรณ และควรมีกลไกคุ้มครองสิทธิของผู้แจ้งเบาะแสดดังกล่าวด้วย

คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายความรับผิดชอบต่อสังคม โดยเฉพาะเรื่องที่มีผลกระทบต่อการประกอบธุรกิจโดยตรงให้ครบถ้วนเพื่อให้ผู้เกี่ยวข้องมั่นใจว่า การประกอบธุรกิจของบริษัทได้คำนึงถึงปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมเพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืน

แนวปฏิบัติที่ดี

1. การกำหนดนโยบายการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสีย

1.1 คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียแต่ละกลุ่มให้ชัดเจน อย่างน้อยในเรื่องต่อไปนี้

- (1) การกำหนดขอบเขตในการดูแลลูกค้าอย่างเป็นระบบในด้านสุขภาพ ความปลอดภัย และการชดเชยจากการใช้สินค้าหรือบริการในช่วงอายุของสินค้าหรือบริการนั้น
- (2) การอธิบายขั้นตอนและวิธีปฏิบัติในการคัดเลือกลูกค้าหรือผู้รับเหมา
- (3) การอธิบายการดำเนินการอย่างเป็นระบบของบริษัทที่ทำให้มั่นใจได้ว่าห่วงโซ่อุปทาน (Value Chain) ของบริษัทเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม และส่งเสริมการพัฒนาอย่างยั่งยืนอย่างสม่ำเสมอ
- (4) การสร้างปฏิสัมพันธ์อันดีกับชุมชนที่สถานประกอบการของบริษัท

ตั้งอยู่

(5) การจัดให้มีโครงการ หรือแนวทางในการต่อต้านการทุจริต การคอร์รัปชัน รวมถึงการสนับสนุนกิจกรรมที่ส่งเสริมและปลูกฝังให้พนักงานทุกคนปฏิบัติตามกฎหมาย และระเบียบข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง

(6) การกำหนดวิธีการและแนวปฏิบัติในการไม่ละเมิดสิทธิของเจ้าหน้าที่

(7) การปฏิบัติกับพนักงานและลูกจ้างอย่างเป็นธรรมรวมทั้งมีการพัฒนาความรู้และศักยภาพของพนักงาน

1.2 คณะกรรมการควรจัดให้มีกระบวนการและช่องทางในการรับและจัดการกับข้อร้องเรียนของผู้มีส่วนได้เสียโดยควรเปิดเผยกระบวนการและช่องทางใน Website หรือรายงานประจำปีของบริษัท

2. การเปิดเผยการปฏิบัติตามนโยบาย และการจัดทำรายงานความรับผิดชอบต่อสังคม

2.1 บริษัทควรเปิดเผยกิจกรรมต่างๆ ที่แสดงให้เห็นถึงการดำเนินการตามนโยบายดังกล่าวข้างต้น และบริษัทควรเปิดเผยกลไกในการส่งเสริมการมีส่วนร่วมของพนักงานในการปฏิบัติตามนโยบายดังกล่าวข้างต้นด้วย

2.2 คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทจัดทำรายงานแห่งความยั่งยืนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการไว้ในรายงานประจำปีหรือจัดทำเป็นฉบับต่างหากแยกจากรายงานประจำปี

หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส

หลักการ

คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ

ข้อมูลสำคัญของบริษัทรวมถึงรายงานทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินต่างๆ ตามข้อกำหนดของสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น การ

ทำหน้าที่ในรอบปีที่ผ่านมาของคณะกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อย นโยบายการกำกับดูแลกิจการนโยบายเกี่ยวกับการดูแลสิ่งแวดล้อมและสังคม และการปฏิบัติตามนโยบายต่างๆ ดังกล่าว เป็นต้น

คุณภาพของรายงานทางการเงินเป็นเรื่องที่ผู้ถือหุ้นและบุคคลภายนอกให้ความสำคัญ คณะกรรมการจึงเชื่อมั่นว่า ข้อมูลที่แสดงในรายงานทางการเงินมีความถูกต้อง เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไป และผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีที่เป็นอิสระประเภทกรรมการและกรรมการผู้จัดการเป็นผู้ที่อยู่ในฐานะที่เหมาะสมที่สุดในการทำหน้าที่ “โฆษก” ของบริษัท อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการอาจแต่งตั้งให้กรรมการท่านอื่นหรือผู้บริหารทำหน้าที่ดังกล่าวแทน โดยผู้ที่ได้รับแต่งตั้งควรทำหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง รวมทั้งควรมีการกำหนดนโยบายการเผยแพร่ข้อมูลสู่สาธารณะ (Disclosure Policy) ให้ชัดเจน นอกจากนี้คณะกรรมการควรจัดให้มีหน่วยงานหรือผู้รับผิดชอบงานเกี่ยวกับ “นักลงทุนสัมพันธ์” (Investor Relations หรือ IR) เพื่อสื่อสารกับบุคคลภายนอก เช่น ผู้ลงทุน นักลงทุนสถาบัน นักลงทุนทั่วไป นักวิเคราะห์ และภาครัฐที่เกี่ยวข้องอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรม โดยเปิดโอกาสให้สามารถเข้าพบผู้บริหารของบริษัทได้ตามความเหมาะสมภายใต้หลักเกณฑ์ที่ว่า ข้อมูลที่ให้เป็นข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณะแล้ว

แนวปฏิบัติที่ดี

1. การเปิดเผยข้อมูล

1.1 คณะกรรมการควรมีกลไกที่จะดูแลให้มั่นใจได้ว่าข้อมูลที่เปิดเผยต่อนักลงทุนถูกต้อง ไม่ทำให้สำคัญผิด และเพียงพอต่อการตัดสินใจของนักลงทุน

1.2 คณะกรรมการควรรายงานนโยบายการกำกับดูแลกิจการจรรยาบรรณธุรกิจ นโยบายด้านการบริหารความเสี่ยงและนโยบายเกี่ยวกับการดูแลสิ่งแวดล้อมและสังคม ที่ได้ให้ความเห็นชอบไว้โดยสรุป และผลการปฏิบัติตามนโยบายดังกล่าว รวมทั้งกรณีที่ไม่สามารถปฏิบัติตามนโยบายดังกล่าวได้พร้อมด้วยเหตุผล โดยรายงานผ่านช่องทางต่างๆ เช่น รายงานประจำปี และ Website ของบริษัท เป็นต้น

1.3 คณะกรรมการควรจัดให้มีรายงานความรับผิดชอบของคณะกรรมการต่อรายงานทางการเงินแสดงควบคู่กับรายงานของผู้สอบบัญชีในรายงานประจำปี

1.4 คณะกรรมการควรสนับสนุนให้บริษัทจัดทำคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ (Management Discussion and Analysis หรือ MD&A) เพื่อประกอบการเปิดเผยงบการเงินทุกไตรมาส ทั้งนี้ เพื่อให้นักลงทุนได้รับทราบข้อมูลและเข้าใจการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทในแต่ละไตรมาสได้ดียิ่งขึ้น นอกเหนือจากข้อมูลตัวเลขในงบการเงินเพียงอย่างเดียว

1.5 คณะกรรมการควรดูแลให้มีการเปิดเผยค่าสอบบัญชีและค่าบริการอื่นที่ผู้สอบบัญชีให้บริการไว้ด้วย

1.6 คณะกรรมการควรดูแลให้มีการเปิดเผยบทบาทและหน้าที่ของคณะกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อยจำนวนครั้งของการประชุมและจำนวนครั้งที่กรรมการแต่ละท่านเข้าร่วมประชุมในปีที่ผ่านมาและความเห็นจากการทำหน้าที่ รวมถึงการฝึกอบรมและพัฒนาความรู้ด้านวิชาชีพอย่างต่อเนื่องของกรรมการในรายงานประจำปี

1.7 คณะกรรมการควรเปิดเผยนโยบายการจ่ายค่าตอบแทนแก่กรรมการและผู้บริหารระดับสูงที่สะท้อนถึงภาระหน้าที่และความรับผิดชอบของแต่ละคน รวมทั้งรูปแบบหรือลักษณะของค่าตอบแทนด้วย ทั้งนี้ จำนวนเงินค่าตอบแทนที่เปิดเผย ควรรวมถึงค่าตอบแทนที่กรรมการแต่ละท่านได้รับจากการเป็นกรรมการของบริษัทย่อยด้วย

2. ข้อมูลขั้นต่ำที่ควรเปิดเผยบน Website ของบริษัท

2.1 นอกจากการเผยแพร่ข้อมูลตามเกณฑ์ที่กำหนดและผ่านช่องทางของตลาดหลักทรัพย์ฯ แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีแล้ว คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีการเปิดเผยข้อมูลทั้งภาษาไทยและภาษาอังกฤษผ่านช่องทางอื่นด้วย เช่น Website ของบริษัท โดยควรกระทำอย่างสม่ำเสมอพร้อมทั้งนำเสนอข้อมูลที่เป็นปัจจุบัน อนึ่ง ข้อมูลบน Website ของบริษัท อย่างน้อยควรประกอบด้วยข้อมูลต่อไปนี้และปรับปรุงข้อมูลให้เป็นปัจจุบัน

- (1) วิสัยทัศน์และพันธกิจของบริษัท
- (2) ลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัท
- (3) รายชื่อคณะกรรมการและผู้บริหาร
- (4) งบการเงินและรายงานเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน

ทั้งฉบับปัจจุบันและของปีก่อนหน้า

- (5) แบบ 56-1 และรายงานประจำปี ที่สามารถให้ดาวน์โหลดได้
- (6) ข้อมูลหรือเอกสารอื่นใดที่บริษัทนำเสนอต่อนักวิเคราะห์ ผู้จัดการ
กองทุน หรือสื่อต่างๆ
- (7) โครงสร้างการถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อม
- (8) โครงสร้างกลุ่มบริษัท รวมถึงบริษัทย่อย บริษัทร่วม บริษัทร่วมค้า
และ Special purpose enterprises/ vehicles (SPEs/SPVs)
- (9) กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ทั้งทางตรงและทางอ้อมที่ถือหุ้นตั้งแต่
ร้อยละ 5 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดและมีสิทธิ
ออกเสียง
- ผู้บริหารระดับสูง
- (10) การถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อมของกรรมการ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่
- ผู้ถือหุ้น (ถ้ามี)
- (11) หนังสือเชิญประชุมสามัญและวิสามัญผู้ถือหุ้น
- (12) ข้อบังคับบริษัท หนังสือบริคณห์สนธิ และข้อตกลงของกลุ่ม
- ด้านต่างๆ
- (13) นโยบายด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัท
- (14) นโยบายด้านบริหารความเสี่ยง รวมถึงวิธีการจัดการความเสี่ยง
- (15) กฎบัตร หรือหน้าที่ความรับผิดชอบ คุณสมบัติ วาระการดำรง
ตำแหน่งของคณะกรรมการ รวมถึงเรื่องที่ต้องได้รับความ
เห็นชอบจากคณะกรรมการ
- (16) กฎบัตร หรือหน้าที่ความรับผิดชอบ คุณสมบัติ วาระการดำรงตำแหน่ง
ของคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการสรรหาคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน และ
คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการที่ดี
- (17) จรรยาบรรณสำหรับพนักงานและกรรมการของบริษัท รวมถึง
จรรยาบรรณของนักลงทุนสัมพันธ์
- (18) ข้อมูลติดต่อหน่วยงาน หรือบุคคลที่รับผิดชอบงานนักลงทุน
สัมพันธ์ เช่น ชื่อบุคคลที่สามารถให้ข้อมูลได้ หมายเลขโทรศัพท์

หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

หลักการ

คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ

คณะกรรมการควรมีภาวะผู้นำ วิสัยทัศน์ และมีความเป็นอิสระในการตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้น โดยรวม คณะกรรมการควรจัดให้มีระบบแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบระหว่าง คณะกรรมการและฝ่ายจัดการที่ชัดเจน และดูแลให้บริษัทมีระบบงานที่ให้ความเชื่อมั่นได้ว่ากิจกรรมต่างๆ ของบริษัท ได้ดำเนินไปในลักษณะที่ถูกต้องตามกฎหมายและมีจริยธรรม

คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งในด้านทักษะ ประสบการณ์ความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์กับบริษัท รวมทั้งการอุทิศเวลาและความพยายามในการปฏิบัติหน้าที่ เพื่อเสริมสร้างให้บริษัทมีคณะกรรมการที่เข้มแข็ง

กระบวนการสรรหาผู้ดำรงตำแหน่งกรรมการบริษัทเพื่อให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นผู้แต่งตั้งควรมีความโปร่งใส ปราศจากอิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือฝ่ายจัดการ และสร้างความมั่นใจให้กับบุคคลภายนอก

เพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล คณะกรรมการควรจัดให้มีคณะกรรมการชุดย่อยต่างๆ เพื่อช่วยศึกษาและกลั่นกรองงานตามความจำเป็น โดยเฉพาะในกรณีที่ต้องอาศัยความเป็นกลางในการวินิจฉัย และควรกำหนดนโยบายบทบาท หน้าที่รับผิดชอบ กระบวนการทำงาน เช่น การดำเนินการประชุมและการรายงานต่อคณะกรรมการ ไว้อย่างชัดเจน กรรมการทุกคนควรเข้าใจเป็นอย่างดีถึงหน้าที่ความรับผิดชอบของกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท พร้อมทั้งจะแสดงความคิดเห็นของตนอย่างเป็นอิสระและปรับปรุงตัวเองให้ทันสมัยอยู่ตลอดเวลา กรรมการควรปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์ สุจริต ระวังระมัดระวังและรอบคอบ โดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของบริษัทและเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกคน โดยได้รับข้อมูลที่ถูกต้องและครบถ้วน นอกจากนี้ กรรมการทุกคนควรอุทิศเวลาให้เพียงพอ

เพื่อปฏิบัติหน้าที่ตามความรับผิดชอบได้อย่างเต็มที่ และเป็นหน้าที่ของกรรมการที่ต้องเข้าประชุม คณะกรรมการทุกครั้งยกเว้นกรณีที่มีเหตุผลพิเศษจริงๆ

การกำหนดค่าตอบแทนกรรมการเป็นเรื่องเกี่ยวกับผลประโยชน์ของกรรมการ โดยตรง กรรมการจึงไม่ควรอนุมัติค่าตอบแทนของตนเอง คณะกรรมการควรจัดให้มีกระบวนการ กำหนดค่าตอบแทนที่โปร่งใสและขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น ระดับและองค์ประกอบของ ค่าตอบแทนกรรมการควรเหมาะสมและเพียงพอที่จะจูงใจและรักษากรรมการที่มีคุณภาพ ตามที่ต้องการ แต่ควรหลีกเลี่ยงการจ่ายที่เกินสมควร

แนวปฏิบัติที่ดี

1. โครงสร้างคณะกรรมการ

1.1 คณะกรรมการควรกำหนดโครงสร้างของคณะกรรมการให้ประกอบด้วย กรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งในด้านทักษะ ประสบการณ์ ความสามารถเฉพาะด้านที่เป็น ประโยชน์กับบริษัท เพศ และต้องมีกรรมการที่ไม่ได้เป็นกรรมการบริหารอย่างน้อย 1 คนที่มี ประสบการณ์ในธุรกิจหรืออุตสาหกรรมหลักที่บริษัทดำเนินกิจการอยู่ และคณะกรรมการควรจัดให้ มีการเปิดเผยนโยบายในการกำหนดองค์ประกอบของคณะกรรมการที่มีความหลากหลาย รวมถึง จำนวนปีการดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทของกรรมการแต่ละคนในรายงาน ประจำปี และบน Website ของบริษัท

1.2 คณะกรรมการควรมีขนาดที่เหมาะสม และประกอบด้วยบุคคล ที่มีความรู้ ประสบการณ์ และความสามารถที่เพียงพอที่จะปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยต้องมี จำนวนไม่น้อยกว่า 5 คน และไม่ควรเกิน 12 คน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับขนาด ประเภท และความซับซ้อน ของธุรกิจ

1.3 คณะกรรมการควรมีกรรมการอิสระที่สามารถให้ความเห็นเกี่ยวกับการ ทำงานของฝ่ายจัดการได้อย่างอิสระในจำนวนที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนด และกรรมการที่ ไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ ควรเป็นไปตามสัดส่วนอย่างยุติธรรมของเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นแต่ละ กลุ่ม

ในกรณีต่อไปนี้ คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระมากกว่า
กึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมด

- (1) ประธานคณะกรรมการและกรรมการผู้จัดการเป็นบุคคลเดียวกัน
- (2) ประธานคณะกรรมการไม่เป็นกรรมการอิสระ
- (3) ประธานคณะกรรมการและกรรมการผู้จัดการเป็นบุคคลในครอบครัว
เดียวกัน

(4) ประธานคณะกรรมการเป็นสมาชิกในคณะกรรมการบริหาร หรือ
คณะทำงาน หรือมี หรือได้รับมอบหมายให้มีหน้าที่ความรับผิดชอบด้านการบริหาร

1.4 คณะกรรมการควรกำหนดวาระการดำรงตำแหน่งของกรรมการไว้อย่าง
ชัดเจน โดยระบุไว้ในนโยบายการกำกับดูแลกิจการ

1.5 คณะกรรมการควรพิจารณาคุณสมบัติของบุคคลที่จะเป็น “กรรมการ
อิสระ” เพื่อให้กรรมการอิสระของบริษัทมีความเป็นอิสระอย่างแท้จริง เหมาะสมกับลักษณะเฉพาะ
ของบริษัท โดยความเป็นอิสระอย่างน้อยต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาด
หลักทรัพย์ฯ กำหนด นอกจากนี้คณะกรรมการควรกำหนดให้กรรมการอิสระมีวาระการดำรง
ตำแหน่งต่อเนื่องไม่เกิน 9 ปี นับจากวันที่ได้รับการแต่งตั้งให้ดำรงตำแหน่งกรรมการอิสระครั้งแรก
ในกรณีที่แต่งตั้งกรรมการอิสระนั้นให้ดำรงตำแหน่งต่อไป คณะกรรมการควรพิจารณาอย่าง
สมเหตุสมผลถึงความจำเป็นดังกล่าว

1.6 ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีหน้าที่ความรับผิดชอบต่างกัน
คณะกรรมการควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจน และ
เพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออก
จากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ

1.7 คณะกรรมการควรเลือกให้กรรมการอิสระดำรงตำแหน่งประธาน
กรรมการ

1.8 คณะกรรมการควรกำหนดหลักเกณฑ์ในการให้กรรมการดำรงตำแหน่งใน
บริษัทอื่น โดยพิจารณาถึงประสิทธิภาพการทำงานของกรรมการที่ดำรงตำแหน่งหลายบริษัทอย่าง

รอบคอบ และเพื่อให้มั่นใจว่ากรรมการสามารถทุ่มเทเวลาในการปฏิบัติหน้าที่ในบริษัทได้อย่างเพียงพอ โดยควรกำหนดจำนวนบริษัทที่กรรมการแต่ละคนจะไปดำรงตำแหน่งให้เหมาะสมกับลักษณะหรือสภาพธุรกิจของบริษัท ซึ่งไม่ควรเกิน 5 บริษัทจดทะเบียน ทั้งนี้ เนื่องจากประสิทธิภาพของการปฏิบัติหน้าที่ในฐานะกรรมการบริษัทอาจลดลง หากจำนวนบริษัทที่กรรมการไปดำรงตำแหน่งมีมากเกินไปและควรให้มีการเปิดเผยหลักเกณฑ์ดังกล่าวให้สาธารณชนทราบด้วย

1.9 คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายและวิธีปฏิบัติในการไปดำรงตำแหน่งกรรมการที่บริษัทอื่นของกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงของบริษัทอย่างชัดเจน ทั้งประเภทของตำแหน่งกรรมการและจำนวนบริษัทที่สามารถไปดำรงตำแหน่งได้ ทั้งนี้ ต้องผ่านความเห็นชอบจากคณะกรรมการก่อน

1.10 บริษัทควรมีเลขานุการบริษัทซึ่งทำหน้าที่ให้คำแนะนำด้านกฎหมายและกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่คณะกรรมการจะต้องทราบและปฏิบัติหน้าที่ในการดูแลกิจกรรมของคณะกรรมการรวมทั้งประสานงานให้มีการปฏิบัติตามมติคณะกรรมการดั่งนั้น คณะกรรมการควรจัดให้มีการกำหนดคุณสมบัติและประสบการณ์ของเลขานุการบริษัทที่เหมาะสม ที่จะปฏิบัติหน้าที่ในฐานะเลขานุการบริษัท นอกจากนี้ ควรเปิดเผยคุณสมบัติและประสบการณ์ของเลขานุการบริษัทในรายงานประจำปี และบน Website ของบริษัท

1.11 เลขานุการบริษัทควรได้รับการฝึกอบรมและพัฒนาความรู้อย่างต่อเนื่อง ด้านกฎหมาย การบัญชี หรือการปฏิบัติหน้าที่เลขานุการบริษัท

2. คณะกรรมการชุดย่อย

2.1 นอกจากคณะกรรมการตรวจสอบที่ต้องจัดให้มีตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้ว คณะกรรมการควรพิจารณาจัดให้มีคณะกรรมการชุดย่อยอื่นเพื่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดังนี้

(1) คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน

คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนควรประกอบด้วยสมาชิกส่วนใหญ่ควรเป็นกรรมการอิสระ และประธานควรเป็นกรรมการอิสระ โดยคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนทำหน้าที่พิจารณาหลักเกณฑ์ในการจ่ายและรูปแบบค่าตอบแทนของกรรมการและ

ผู้บริหารระดับสูงเพื่อเสนอความเห็นต่อคณะกรรมการ โดยคณะกรรมการเป็นผู้อนุมัติคำตอบแทน
 ของผู้บริหารระดับสูง ส่วนคำตอบแทนของกรรมการ คณะกรรมการจะต้องนำเสนอที่ประชุมผู้ถือหุ้น
 ให้เป็นผู้อนุมัติ

(2) คณะกรรมการสรรหา

คณะกรรมการสรรหาควรเป็นกรรมการอิสระทั้งคณะคณะกรรมการ
 สรรหาทำหน้าที่พิจารณาหลักเกณฑ์และกระบวนการในการสรรหาบุคคลที่มีคุณสมบัติเหมาะสม
 เพื่อดำรงตำแหน่งกรรมการและผู้บริหารระดับสูง รวมทั้งคัดเลือกบุคคลตามกระบวนการสรรหาที่
 ได้กำหนดไว้ และเสนอความเห็นต่อคณะกรรมการซึ่งจะนำเสนอที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้เป็นผู้แต่งตั้ง
 กรรมการทั้งนี้ ควรเปิดเผยหลักเกณฑ์และขั้นตอนในการสรรหา
 กรรมการและผู้บริหารระดับสูงให้ทราบ

2.2 ในกรณีที่คณะกรรมการได้แต่งตั้งบุคคลใดให้เป็นที่ปรึกษาของ
 คณะกรรมการสรรหา หรือคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทน ควรมีการเปิดเผยข้อมูลของที่
 ปรึกษานั้นไว้ในรายงานประจำปี รวมทั้งความเป็นอิสระ หรือไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์

2.3 ประธานคณะกรรมการไม่ควรเป็นประธานหรือสมาชิกในคณะกรรมการ
 ชุดย่อย เพื่อให้การทำหน้าที่ของคณะกรรมการชุดย่อยมีความเป็นอิสระอย่างแท้จริง

2.4 เพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการสรรหา และคณะกรรมการ
 พิจารณาคำตอบแทนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและบรรลุวัตถุประสงค์ต่อหน้าที่และความ
 รับผิดชอบที่ได้รับมอบหมายจากคณะกรรมการ คณะกรรมการสรรหา และคณะกรรมการพิจารณา
 คำตอบแทน ควรมีการประชุมอย่างน้อย 2 ต่อปี เพื่อพิจารณาหารือและดำเนินการใดๆ ให้สำเร็จ
 ลุล่วงตามหน้าที่ความรับผิดชอบของตน

3. บทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

3.1 เรื่องที่ควรกำหนดให้เป็นหน้าที่ ความรับผิดชอบของคณะกรรมการให้
 ครอบคลุมในเรื่องดังต่อไปนี้

(1) การพิจารณาและให้ความเห็นชอบในเรื่องที่สำคัญเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท เช่น วัตถุประสงค์ และภารกิจ กลยุทธ์ เป้าหมายทางการเงิน ความเสี่ยง แผนงาน และงบประมาณ เป็นต้น

(2) การติดตามและดูแลให้ฝ่ายจัดการดำเนินงานตามนโยบายและแผนที่กำหนดไว้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล

(3) การควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยง รวมทั้งกลไกในการรับเรื่องร้องเรียนและการดำเนินการกรณีมีการชี้เบาะแส

(4) การดูแลให้การดำเนินธุรกิจต่อเนื่องในระยะยาว รวมทั้งแผนการพัฒนาพนักงาน ความต่อเนื่องของผู้บริหาร (Succession Plan)

3.2 คณะกรรมการควรจัดให้มีนโยบายการกำกับดูแลกิจการของบริษัทเป็นลายลักษณ์อักษร และให้ความเห็นชอบนโยบายดังกล่าว คณะกรรมการควรทบทวนนโยบายและการปฏิบัติตามนโยบายดังกล่าวเป็นประจำอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง

3.3 คณะกรรมการควรส่งเสริมให้จัดทำจรรยาบรรณธุรกิจที่เป็นลายลักษณ์อักษร เพื่อให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานทุกคนเข้าใจถึงมาตรฐานด้านจริยธรรมที่บริษัทใช้ในการดำเนินธุรกิจ คณะกรรมการควรติดตามให้มีการปฏิบัติตามจรรยาบรรณดังกล่าวอย่างจริงจัง

3.4 คณะกรรมการควรพิจารณาเรื่องความขัดแย้งของผลประโยชน์อย่างรอบคอบ การพิจารณาการทำรายการที่อาจมีความขัดแย้งของผลประโยชน์ควรมีแนวทางที่ชัดเจนและเป็นไปเพื่อผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้น โดยรวมเป็นสำคัญ โดยที่ผู้มีส่วนได้เสียไม่ควรมีส่วนร่วมในการตัดสินใจ และคณะกรรมการควรกำกับดูแลให้มีการปฏิบัติตามข้อกำหนดเกี่ยวกับขั้นตอนการดำเนินการและการเปิดเผยข้อมูลของรายการที่อาจมีความขัดแย้งของผลประโยชน์ให้ถูกต้องครบถ้วน

3.5 คณะกรรมการควรจัดให้มีระบบการควบคุมด้านการดำเนินงานด้านรายงานทางการเงิน และด้านการปฏิบัติตามกฎ ระเบียบและนโยบาย คณะกรรมการควรจัดให้มีบุคคลหรือหน่วยงานที่มีความเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่ เป็นผู้รับผิดชอบในการตรวจสอบระบบการควบคุมดังกล่าว และควรทบทวนระบบที่สำคัญอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง และให้เปิดเผยไว้ในรายงานประจำปี

3.6 คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายด้านการบริหารความเสี่ยง (Risk Management Policy) ให้ครอบคลุมทั้งองค์กร โดยให้ฝ่ายจัดการเป็นผู้ปฏิบัติตามนโยบายและรายงานให้คณะกรรมการทราบเป็นประจำ และควรมีการทบทวนระบบหรือประเมินประสิทธิผลของการจัดการความเสี่ยงอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง และให้เปิดเผยไว้ในรายงานประจำปี และในทุกๆ ระยะเวลาที่พบว่า ระดับความเสี่ยงมีการเปลี่ยนแปลง ซึ่งรวมถึงการให้ความสำคัญกับสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้าและรายการผิดปกติทั้งหลาย

3.7 คณะกรรมการ หรือคณะกรรมการตรวจสอบควรให้ความเห็นถึงความเพียงพอของระบบการควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยงไว้ในรายงานประจำปี

3.8 คณะกรรมการควรจัดให้มีแนวทางดำเนินการที่ชัดเจนกับผู้ที่เกี่ยวข้อง จะแจ้งเบาะแส หรือผู้มีส่วนได้เสียผ่านทาง Website หรือรายงานตรงต่อบริษัท โดยช่องทางในการแจ้งเบาะแสดังกล่าวให้ผ่านกรรมการอิสระหรือกรรมการตรวจสอบของบริษัท เพื่อสั่งการให้มีการตรวจสอบข้อมูลตามกระบวนการที่บริษัทกำหนดไว้และรายงานต่อคณะกรรมการ

3.9 คณะกรรมการควรมีกลไกกำกับดูแลบริษัทย่อย เพื่อดูแลรักษาผลประโยชน์ในเงินลงทุนของบริษัท โดยคณะกรรมการควรมีหน้าที่ในการพิจารณาความเหมาะสมของบุคคลที่จะส่งไปเป็นกรรมการในบริษัทย่อย เพื่อควบคุมการบริหารให้เป็นไปตามนโยบายของบริษัท และการทำรายการต่างๆ ให้ถูกต้องตามกฎหมาย และหลักเกณฑ์ของกฎหมาย หลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ฯ และประกาศของตลาดหลักทรัพย์ฯ

4. การประชุมคณะกรรมการ

4.1 บริษัทควรจัดให้มีกำหนดการประชุมและวาระการประชุมคณะกรรมการ เป็นการล่วงหน้า และแจ้งให้กรรมการแต่ละคนทราบกำหนดการดังกล่าว เพื่อให้กรรมการสามารถจัดเวลาและเข้าร่วมประชุมได้

4.2 จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการควรพิจารณาให้เหมาะสมกับภาระหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท แต่ไม่ควรน้อยกว่า 6 ครั้งต่อปี ในกรณีที่บริษัทไม่ได้มีการประชุมทุกเดือน บริษัทควรส่งรายงานผลการดำเนินงานให้คณะกรรมการทราบในเดือนที่ไม่ได้มีการประชุม เพื่อให้คณะกรรมการสามารถกำกับควบคุมและดูแลการปฏิบัติงานของฝ่ายจัดการได้อย่างต่อเนื่องและทันการณ์

4.3 ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการควรร่วมกันพิจารณาการเลือกรื่องเข้าวาระการประชุมคณะกรรมการ โดยดูให้แน่ใจว่าเรื่องที่สำคัญได้นำเข้าร่วมไว้แล้วโดยเปิดโอกาสให้กรรมการแต่ละคนมีอิสระที่จะเสนอเรื่องที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัทเข้าสู่วาระการประชุม

4.4 เอกสารประกอบการประชุมควรส่งให้แก่กรรมการเป็นการล่วงหน้าอย่างน้อย 5 วันทำการก่อนวันประชุม

4.5 กรรมการทุกคนควรเข้าร่วมประชุมไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนการประชุมคณะกรรมการบริษัททั้งหมดที่ได้จัดให้มีขึ้นในรอบปี

4.6 ประธานคณะกรรมการควรจัดสรรเวลาไว้อย่างเพียงพอที่ฝ่ายจัดการจะเสนอเรื่องและมากพอที่กรรมการจะอภิปรายปัญหาสำคัญกันอย่างรอบคอบโดยทั่วกัน ประธานกรรมการควรส่งเสริมให้มีการใช้ดุลยพินิจที่รอบคอบ กรรมการทุกคนควรให้ความสนใจกับประเด็นทุกเรื่องที่น่าสนใจที่ประชุม รวมทั้งประเด็นการกำกับดูแลกิจการ

4.7 คณะกรรมการควรสนับสนุนให้กรรมการผู้จัดการเชิญผู้บริหารระดับสูงเข้าร่วมประชุมคณะกรรมการเพื่อให้สารสนเทศรายละเอียดเพิ่มเติมในฐานที่เกี่ยวข้องกับปัญหาโดยตรงและมีโอกาสรู้จักผู้บริหารระดับสูงสำหรับใช้ประกอบการพิจารณาแผนการสืบทอดงาน

4.8 คณะกรรมการควรเข้าถึงสารสนเทศที่จำเป็นเพิ่มเติมได้จากกรรมการผู้จัดการ เลขานุการบริษัท หรือผู้บริหารอื่นที่ได้รับมอบหมาย ภายในขอบเขตนโยบายที่กำหนด และในกรณีจำเป็น คณะกรรมการอาจจัดให้มีการเห็นอิสระจากที่ปรึกษาหรือผู้ประกอบวิชาชีพภายนอก โดยถือเป็นค่าใช้จ่ายของบริษัท

4.9 คณะกรรมการควรถือเป็นนโยบายให้กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารมีโอกาสที่จะประชุมระหว่างกันเองตามความจำเป็นเพื่ออภิปรายปัญหาต่างๆ เกี่ยวกับการจัดการที่อยู่ในความสนใจโดยไม่มีฝ่ายจัดการร่วมด้วย และควรแจ้งให้กรรมการผู้จัดการทราบถึงผลการประชุมด้วย

5. การประเมินตนเองของคณะกรรมการ

5.1 คณะกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อยควรประเมินผลการปฏิบัติงานด้วยตนเองอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง เพื่อให้คณะกรรมการร่วมกันพิจารณาผลงานและปัญหา เพื่อการปรับปรุงแก้ไขต่อไป โดยควรกำหนดบรรทัดฐานที่จะใช้เปรียบเทียบกับผลปฏิบัติงานอย่างมีหลักเกณฑ์

5.2 การประเมินผลการปฏิบัติงานของคณะกรรมการควรประเมินทั้งคณะและรายบุคคล รวมทั้งเปิดเผยหลักเกณฑ์ ขั้นตอนและผลการประเมินในภาพรวมไว้ในรายงานประจำปี

5.3 บริษัทควรจัดให้มีที่ปรึกษาภายนอกมาช่วยในการกำหนดแนวทาง และเสนอแนะประเด็นในการประเมินผลการปฏิบัติงานของคณะกรรมการอย่างน้อยทุกๆ 3 ปี และเปิดเผยการดำเนินการดังกล่าวไว้ในรายงานประจำปี

6. ค่าตอบแทน

6.1 ค่าตอบแทนของกรรมการควรจัดให้อยู่ในลักษณะที่เปรียบเทียบกับระดับที่ปฏิบัติอยู่ในอุตสาหกรรม ประสบการณ์ ภาระหน้าที่ขอบเขตของบทบาทและความรับผิดชอบ (Accountability and Responsibility) รวมถึงประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากกรรมการแต่ละคน กรรมการที่ได้รับมอบหมายหน้าที่และความรับผิดชอบเพิ่มขึ้น เช่น เป็นสมาชิกของคณะกรรมการชุดย่อยควรได้รับค่าตอบแทนเพิ่มเติมที่เหมาะสมด้วย

6.2 ค่าตอบแทนของกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงควรเป็นไปตามหลักการและนโยบายที่คณะกรรมการกำหนดภายในกรอบที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น และเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท โดยระดับค่าตอบแทนที่เป็นเงินเดือน โบนัส และผลตอบแทนจูงใจควรสอดคล้องกับผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคนและต้องคำนึงถึงผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นได้รับ

6.3 กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารทั้งหมดหรือคณะกรรมการพิจารณา ค่าตอบแทนควรเป็นผู้ประเมินผลกรรมการผู้จัดการเป็นประจำทุกปีเพื่อนำไปใช้ในการพิจารณา กำหนดค่าตอบแทนของกรรมการผู้จัดการ โดยใช้บรรทัดฐานที่ได้ตกลงกันล่วงหน้ากับกรรมการ

ผู้จัดการตามเกณฑ์ที่เป็นรูปธรรม ซึ่งรวมถึงผลปฏิบัติงานทางการเงินผลงานเกี่ยวกับการปฏิบัติตาม วัตถุประสงค์เชิงกลยุทธ์ในระยะยาวการพัฒนาผู้บริหาร ฯลฯ ผลประเมินข้างต้นควรเสนอให้ คณะกรรมการพิจารณาให้ความเห็นชอบ และประธานกรรมการหรือกรรมการอาวุโสควรเป็นผู้ สื่อสารผลการพิจารณาให้กรรมการผู้จัดการทราบ

7. การพัฒนากรรมการและผู้บริหาร

7.1 คณะกรรมการควรส่งเสริมและอำนวยความสะดวกให้มีการฝึกอบรมและ การให้ความรู้แก่ผู้เกี่ยวข้องในระบบการกำกับดูแลกิจการของบริษัท เช่น กรรมการ กรรมการ ตรวจสอบผู้บริหาร เลขานุการบริษัท เป็นต้น เพื่อให้มีการปรับปรุงการปฏิบัติงานอย่างต่อเนื่อง การ ฝึกอบรมและให้ความรู้้อาจกระทำเป็นการภายในบริษัทหรือใช้บริการของสถาบันภายนอก

7.2 ทุกครั้งที่มีการแต่งตั้งกรรมการใหม่ ฝ่ายจัดการควรจัดให้มีเอกสารและ ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการปฏิบัติหน้าที่ของกรรมการใหม่ รวมถึงการจัดแนะนำลักษณะธุรกิจ และแนวทางการดำเนินธุรกิจของบริษัทให้แก่กรรมการใหม่

7.3 คณะกรรมการควรกำหนดให้กรรมการผู้จัดการรายงานเพื่อทราบเป็น ประจำถึงแผนการพัฒนาและสืบทอดงาน ซึ่งกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงควรมีการ เตรียมให้พร้อมเป็นแผนที่ต่อเนื่องถึงผู้สืบทอดงานในกรณีที่ตนไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้

7.4 คณะกรรมการควรจัดให้มีโครงการสำหรับพัฒนาผู้บริหาร โดยให้ กรรมการผู้จัดการรายงานเป็นประจำทุกปีถึงสิ่งที่ได้ทำไปในระหว่างปี และควรพิจารณาควบคู่กัน ไปเมื่อพิจารณาแผนสืบทอดงาน



พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

มาตรา 258 หลักทรัพย์ของกิจการที่บุคคลหรือห้างหุ้นส่วนดังต่อไปนี้ถือ อยู่ให้นับรวมเป็น หลักทรัพย์ของบุคคลตาม มาตรา 246 และ มาตรา 247 ด้วย

- (1) คู่สมรสของบุคคลดังกล่าว
- (2) บุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะของบุคคลดังกล่าว
- (3) ห้างหุ้นส่วนสามัญที่บุคคลดังกล่าวหรือบุคคลตาม (1) หรือ (2) เป็น หุ้นส่วน
- (4) ห้างหุ้นส่วนจำกัดที่บุคคลดังกล่าวหรือบุคคลตาม (1) หรือ (2) เป็น หุ้นส่วนจำพวกไม่ จำกัดความรับผิด หรือเป็นหุ้นส่วนจำพวกจำกัดความรับผิด ที่มีหุ้นส่วนรวมกันเกินร้อยละสามสิบ ของหุ้นทั้งหมดของห้างหุ้นส่วนจำกัด
- (5) บริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดที่บุคคลดังกล่าวหรือบุคคลตาม (1) หรือ (2) หรือ ห้างหุ้นส่วนตาม (3) หรือ (4) ถือหุ้นรวมกันเกินร้อยละสาม สิบของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้ว ทั้งหมดของบริษัทนั้น หรือ
- (6) บริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดที่บุคคลดังกล่าวหรือบุคคลตาม (1) หรือ (2) หรือ ห้างหุ้นส่วนตาม (3) หรือ (4) หรือบริษัทตาม (5) ถือหุ้น รวมกันเกินกว่าร้อยละสิบของจำนวนหุ้นที่ จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของบริษัทนั้น
- (7) นิติบุคคลที่บุคคลตาม มาตรา 246 และ มาตรา 247 สามารถมี อำนาจในการจัดการใน ฐานะเป็นผู้แทนของนิติบุคคล

มาตรา 246 บุคคลใดได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ของกิจการใดใน ลักษณะที่ทำให้ตน หรือบุคคลอื่นเป็นผู้ถือหลักทรัพย์ในกิจการนั้นเพิ่มขึ้นหรือลด ลง เมื่อรวมกันแล้วมีจำนวน หลักทรัพย์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของกิจการนั้น ไม่ว่าจะมีการลงทะเบียนการ โอนหลักทรัพย์นั้น หรือไม่ และไม่ว่าการเพิ่ม ขึ้นหรือลดลงของหลักทรัพย์นั้นจะมีจำนวนเท่าใดในแต่ละครั้ง บุคคล นั้น ต้องรายงานถึงจำนวนหลักทรัพย์ในทุกร้อยละห้าดังกล่าวต่อสำนักงานทุกครั้ง ที่ ได้มาหรือ จำหน่ายหลักทรัพย์ภายในวันทำการถัดจากวันที่ ได้มา หรือจำหน่าย หลักทรัพย์ของกิจการนั้นเว้น แต่ในกรณีการจำหน่ายที่ไปมีผลทำให้มีการเปลี่ยนแปลงผู้บริหาร หรือธุรกิจของกิจการตาม หลักเกณฑ์และวิธีการที่คณะกรรมการ

มาตรา ประกาศกำหนด การรายงานตามวรรคหนึ่ง ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่ คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด

มาตรา 247 บุคคลใดเสนอชื่อหรือกระทำการอื่นใดอันเป็นผลให้ตนได้ มา หรือเป็นผู้ถือหลักทรัพย์ถึงร้อยละสิบห้าขึ้นไปของจำนวนหลักทรัพย์ที่ จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของกิจการ ให้ ถือว่าเป็นการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อ ครอบงำกิจการเว้นแต่เป็นการได้มาโดยทางมรดก

การเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการตามวรรคหนึ่งให้ปฏิบัติตามหลัก เกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด ใน การนี้ คณะกรรมการ ก.ล.ต. จะกำหนดให้ บุคคลดังกล่าวจัดทำคำเสนอชื่อ หลักทรัพย์ก็ได้

ในกรณีที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนดให้จัดทำคำเสนอชื่อหลักทรัพย์ ตามวรรคสอง คำ เสนอดังกล่าวต้องยื่นต่อสำนักงาน และให้มีผลใช้บังคับเมื่อ ผ่านกำหนดเวลาตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

ประวัติการศึกษาและการทำงาน

ชื่อ-นามสกุล	นางสาวฐิติมา แก้วไพฑูรย์
วันเดือนปีที่เกิด	วันที่ 11 เดือนมีนาคม พ.ศ. 2518
สถานที่เกิด	จังหวัดกรุงเทพมหานคร
ประวัติการศึกษา	บริหารธุรกิจบัณฑิต (การบัญชี) มหาวิทยาลัยบูรพา
ตำแหน่งหน้าที่การงานปัจจุบัน	Project Accountant
สถานที่ทำงานปัจจุบัน	Esso (Thailand) Public Company Limited

