

บทที่ 6

การทดสอบเชิงประจักษ์: ข้อสมมุติฐานตามกรอบทฤษฎีตรึง

ผลการทดสอบโดยการใช้อกรอบทฤษฎีตรึงในการวิเคราะห์ระบบธรรมาภิบาลบริษัทที่ผ่านมาในบทที่ 5 ยืนยันความน่าเชื่อถือของกรอบทฤษฎี และเพื่อให้ได้ข้อสรุปที่ชัดเจน ควรได้มีการทดสอบกับข้อมูลเชิงประจักษ์เพื่อเสริมมิติตามความเป็นวิทยาศาสตร์ให้กับวิทยานิพนธ์นี้

6.1 ข้อสมมุติฐานเพื่อการทดสอบ

(1) การทดสอบแบบจำลองของระบบธรรมาภิบาลบริษัท

จากการใช้รากฐานทฤษฎีกิจกรรมการสร้างแบบจำลองตรึง และการทดสอบใช้แบบจำลองเพื่อวิเคราะห์ระบบธรรมาภิบาลบริษัทกับข้อมูลทุติยภูมิทำให้ได้ข้อสรุปว่า บริษัทมหาชนทั่วไปมีองค์ประกอบสำคัญสามประการคือ (1) ขีดความสามารถเชิงอำนาจ (2) อำนาจการควบคุม และ (3) ฉันทามติทางวัฒนธรรม

ด้วยเหตุที่ ผู้บริหารและกรรมการบริษัทมหาชนของไทยได้รับอิทธิพลจากองค์ประกอบธรรมาภิบาลบริษัททั้ง 3 ประการ ดังนั้น

H_{1.1}: ทั้งตัวแปรที่แสดงลักษณะเชิงประจักษ์ของกิจการและทัศนคติของผู้บริหารและกรรมการบริษัทจะปรากฏแยกเป็นองค์ประกอบสามประการ อันประกอบด้วย (1) ขีดความสามารถเชิงอำนาจ (2) อำนาจการควบคุม และ (3) ฉันทามติทางวัฒนธรรมเมื่อใช้เครื่องมือการวิเคราะห์ปัจจัย (Factor analysis) (Long, 1994) และแนวทางการวิเคราะห์ปัจจัย ในลักษณะเดียวกับการศึกษาขององค์ประกอบองค์กร (Demers et al., 2002) โดยอาจแสดงในรูปแบบของสมการได้ดังนี้

$$f(Y) = [a_s C_s, a_c C_c, a_u C_u] \quad (1)$$

$$f(C_s) = k_{101} V_1 + \dots K_{152} V_{52} + d_1 U_1 \quad (2)$$

$$f(C_c) = k_{201} V_1 + \dots k_{252} V_{52} + d_2 U_2 \quad (3)$$

$$f(C_u) = k_{301} V_1 + \dots k_{352} V_{52} + d_3 U_3 \quad (4)$$

$$f(C_s) = k_{401} V_1 + \dots k_{452} V_{52} + d_4 U_4 \quad (5)$$

โดย

Y = ปรากฏการณ์ธรรมาภิบาลบริษัท

C_a = ขีดความสามารถเชิงอำนาจ

C_c = อำนาจการควบคุม

C_u = จันทามติทางวัฒนธรรม

C_o = ปัจจัยอื่นที่อาจมี

$V_1 \dots V_{16}$ = ตัวแปรเชิงประจักษ์ที่ได้จากแบบสอบถามและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอันได้แก่ *IAStrength*, *NumPost*, *%Owning*, *YearExp*, *%Sinoblood*, *Sex*, *EdLevel*, *DirTraining*, *FamilyRole*, *%Control*, *BizGroup*, *%AAOwning*, *%Foreign*, *AveLogCap*, *PatentQuan*, *Age* โดยมีรายละเอียดปรากฏในอันดับ 1-16 ตามตาราง 2-1 ของผนวก ข

$V_{17} \dots V_{52}$ = ตัวแปรทัศนคติในเรื่องธรรมาภิบาลบริษัท ซึ่งสร้างจากแนวคิดสะท้อนองค์ประกอบทั้งสาม ปรากฏในอันดับ 17-52 ตามตารางที่ 2-1 ของผนวก ข และใช้ถ้อยคำในบริบทสังคมไทยสื่อความหมาย วัดค่าจากแบบสอบถามส่วนที่ 1 และส่วนที่ 3 คำถามที่ 3.1-3.36 ปรากฏตามผนวก ก และข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ ทั้งหมดสรุปในตารางที่ 2-1 ของผนวก ข

$k_{101} \dots k_{452}$ = Common factors แสดงสรุปโดยค่า Eigen value a_a , a_c , และ a_u ตามลำดับ

$U_1 \dots U_4$ = Unique factors

โดยที่ระบบธรรมาภิบาลบริษัทที่เกิดขึ้นในสังคมเป็นเพียงผลผลิต ที่ถูกกำหนดขึ้นตามจันทามติของสังคม (Bourdieu, 1990, p. 125) ด้วยเหตุที่ประเทศไทยไม่เคยมีรากฐานประวัติศาสตร์ของสถาบันมหาชนมาก่อน บริษัทมหาชนในปัจจุบันจึงล้วนมีรากฐานมาจากกิจการครอบครัวคนไทยเชื้อสายจีน ซึ่งเป็นระบบธุรกิจหลักนับแต่ปลายคริสต์ศตวรรษที่ 19 (McVey, 1992, p. 19; Brown, 1994, p. 231; Carney and Gedajlovic, 2001b, p. 2, 4) นำไปสู่การมีจันทามติทางวัฒนธรรมที่ถือว่ากิจการคือทรัพย์สินส่วนตัวและครอบครัว (ประสาร ไตรรัตน์วรกุล, 2546, น. 41) แทนที่จะเป็นทรัพย์สินร่วมดังเช่นที่เกิดขึ้นในสหรัฐฯ หรือทรัพย์สินส่วนรวมดังเช่นในเยอรมนี บริษัทมหาชนของไทยมีเพียงโครงสร้างตามกฎหมายที่เกิดจากเจตน์

จำนนของการแสวงหาความมั่งคั่ง (Organized order) (Hayek, 1973, pp. 36-54) โดยไม่มีการคานอำนาจในบริษัท (Alba et al., 1998, p. 4) เป็นเหตุให้นำไปสู่การเอาเปรียบผู้ถือหุ้นส่วนน้อยภายนอก (Dhnadirek and Tang, 2003, p. 134) ผู้บริหารที่ถือหุ้นใหญ่ขาดความระมัดระวังในการบริหารและกำกวม (Assawasamran et al., 2005, p. 23) และมีกษายกกิจการธุรกิจที่ไม่มี ความชำนาญ (Bruton et al., 2001, pp. 156-7)

การบริหารงานให้ประสบความสำเร็จในสภาพธุรกิจปกติทั่วไปนั้น บริษัทต้องให้ผู้บริหารมีและใช้อำนาจในการสั่งการอย่างกว้างขวางกว่าอำนาจแก่คณะกรรมการเพื่อการควบคุม เว้นแต่ในกรณีที่เห็นชัดเจนว่าการบริหารมีความผิดพลาด กิจกรรมธุรกิจที่มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อการหากำไรโดยทั่วไปมักให้น้ำหนักความสำคัญในเรื่องของขีดความสามารถเชิงอำนาจมากกว่า อำนาจควบคุมและฉันทามติทางวัฒนธรรม

$H_{1.2}$: ในบริบทของระบบเศรษฐกิจไทย บริษัทในสภาพการดำเนินงานปกติ ให้น้ำหนักของ ปัจจัยขีดความสามารถเชิงอำนาจ (C_a) สูงกว่ากว่าสองปัจจัยที่เหลือคือ อำนาจ ควบคุม (C_c) และฉันทามติทางวัฒนธรรม (C_u)

หรือค่า Eigen value $a_a > a_c, a_u$

(2) ผลกระทบของธรรมาภิบาลบริษัทต่อผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนของไทย

จากการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า ธรรมาภิบาลบริษัทนำไปสู่แนวโน้มผลประกอบการที่สูงกว่า (Daily and Dalton, 1994; Sanders and Carpenter, 1998; Gompers et al., 2001, p. 34; Gugler et al., 2003, p. F535; Beiner et al., 2005, p. 27)

$H_{2.1}$: บริษัทจดทะเบียนของไทยที่มีความสมดุลขององค์ประกอบขีดความสามารถเชิง อำนาจ อำนาจการควบคุมและฉันทามติทางวัฒนธรรม มักมีแนวโน้มผล ประกอบการที่สูงกว่าบริษัทขาดความสมดุล

$H_{2.2}$: บริษัทจดทะเบียนของไทยที่มีปัจจัยที่นำไปสู่ความสมดุลขององค์ประกอบขีดความ สามารถเชิงอำนาจ อำนาจการควบคุมและฉันทามติทางวัฒนธรรม มักมีแนวโน้มผล ประกอบการที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่มีปัจจัยหรือมีน้อยกว่า

2.1 การเปรียบเทียบความสมดุลองค์ประกอบของกลุ่มตัวอย่างกับค่าแนวโน้มผล

ประกอบการ การทดสอบเปรียบเทียบเบื้องต้นเพื่อทดสอบ $H_{2.1}$ อาจทำได้ด้วยวิธีการทดสอบ เปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์ปัจจัย ภายใต้กรอบทฤษฎีมิติและการใช้เครื่องมือ

การวิเคราะห์ปัจจัย หากเป็นไปตามข้อสมมุติฐานตามทฤษฎีตรึงมิติ บริษัทที่มีผลต่างของตัวแปรด้าน
ธรรมาภิบาลที่วัดความสามารถเชิงอำนาจและอำนาจควบคุม ($a_o - a_c$) น้อยจะมีแนวโน้มผล
ประกอบการที่สูงกว่ากิจการขาดความสมดุลขององค์ประกอบทั้งสองหรือที่มีผลต่างมาก เพื่อเป็น
การ พิสูจน์จึงได้ใช้ผลประกอบการแบ่งแยกกลุ่มตัวอย่างออกเป็นสองกลุ่มเพื่อพิสูจน์ว่า

$$[a_{ah} - a_{ch}] < [a_{al} - a_{cl}]$$

a_{ah} = ค่า Eigen value ของขีดความสามารถของกลุ่มกิจการที่มี
แนวโน้มผลประกอบการสูง หรือ $\Delta \%Yield > 0^1$ และ
 $\Delta \%ROI, \Delta \%ROA, \Delta \%ROE \geq 0$

a_{ch} = ค่า Eigen value ของอำนาจควบคุมของกลุ่มกิจการที่มี
แนวโน้มผลประกอบการสูง หรือ $\Delta \%Yield > 0$ และ
 $\Delta \%ROI, \Delta \%ROA, \Delta \%ROE \geq 0$

a_{al} = ค่า Eigen value ของขีดความสามารถของกลุ่มกิจการที่มี
แนวโน้มผลประกอบการต่ำ หรือ $\Delta \%Yield \leq 0$ และ
 $\Delta \%ROI, \Delta \%ROA, \Delta \%ROE < 0$

a_{cl} = ค่า Eigen value ของอำนาจควบคุมของกลุ่มกิจการที่มี
แนวโน้มผลประกอบการต่ำ หรือ $\Delta \%Yield \leq 0$ และ
 $\Delta \%ROI, \Delta \%ROA, \Delta \%ROE < 0$

$\Delta \%Yield =$ ผลต่างอัตราเงินปันผลต่อราคาปิดของหลักทรัพย์ (Dividend Yield)² ณ
วันสิ้นปี พ.ศ. 2545 และ 2546

¹การที่สร้างเงื่อนไขบังคับว่าผลต่างของอัตราจ่ายเงินปันผลต่อราคาปิดของหลักทรัพย์
ต้องมามีค่ามากกว่าศูนย์ เนื่องจากมีหลักทรัพย์จำนวนหนึ่งที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในหลายงวด
บัญชีติดต่อกัน ซึ่งไม่อาจถือว่ามีผลประกอบการที่สม่ำเสมอ

²เหตุที่ไม่ใช้อัตราเงินปันผล (Dividend yield) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่
แสดงไว้ แต่เลือกที่จะสร้างจากข้อมูลเงินปันผลระหว่างปี ราคาปิดของหลักทรัพย์ และการ
เปลี่ยนแปลงราคาหุ้นที่ตราไว้ (Par value) ในหนังสือ "รายงานประจำปีตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย" เนื่องจากมีบริษัทจำนวนมากเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นที่ตราไว้ เพื่อเพิ่มสภาพคล่องของ
การซื้อขาย ทำให้ฐานของราคาตลาดของหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงอย่างผิดปกติจากที่ควรจะเป็น

- $\Delta\%ROI$ = ผลต่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของปี พ.ศ. 2545 และ 2546 (Return on Investment) ซึ่งรวมเงินปันผลและส่วนต่างของราคาปิดของหลักทรัพย์ระหว่างต้นปีและปลายปี
- $\Delta\%ROA$ = ผลต่างอัตรากำไรสุทธิต่อมูลค่าทรัพย์สินบริษัท (Return on Asset) ณ วันสิ้นปี ของปี พ.ศ. 2545 และ 2546
- $\Delta\%ROE$ = ผลต่างอัตรากำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัท (Return on Equity) ณ วันสิ้นปี ของปี พ.ศ. 2545 และ 2546

2.2 การทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างความสมดุลขององค์ประกอบธรรมาภิบาลและผลประกอบการ การศึกษาเชิงประจักษ์จำนวนมากล้มเหลวในการพยายามหาความสัมพันธ์โดยตรงระหว่างกลไกธรรมาภิบาลบริษัทและผลประกอบการ (Mehran, 1995, Bhagat and Black, 2002, and Hermalin and Weisbach, 2003 in Marnet, 2005, p. 623) เนื่องจากการศึกษาเหล่านั้นมองข้ามเงื่อนไขในเรื่องความสมดุลของอำนาจ ดังนั้นการทดสอบที่เหมาะสมนั้นควรเริ่มจากกรอบความสมดุลของอำนาจ บนพื้นฐานความเชื่อที่ว่า ความสมดุลของอำนาจคือเงื่อนไขสำคัญของการเกิดธรรมาภิบาลบริษัท และจากการทดสอบการวิเคราะห์ปัจจัยพบอำนาจการควบคุมสองประเภทที่แตกต่างกันคือ “อำนาจการควบคุมเชิงกฎหมาย” และ “อำนาจการควบคุมเชิงตลาด” ดังนั้นจึงได้ทดสอบ $H_{2,1}$ ด้วยการหาความสัมพันธ์เชิงผกผันระหว่างผลต่างของน้ำหนักองค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ และน้ำหนักขององค์ประกอบอำนาจการควบคุมของตัวแปร ($\Delta\%Yield$, $\Delta\%ROI$, $\Delta\%ROA$ และ $\Delta\%ROE$) โดยตรง โดยไม่จำเป็นต้องทดสอบหาค่าความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์ Eigen value ขององค์ประกอบแต่ละตัวกับค่าแนวโน้มผลประกอบการก่อน ปรากฏตามสมการที่ (6) ส่วนการทดสอบหาปัจจัยความสำเร็จของธรรมาภิบาลบริษัทในรูปของกลไกธรรมาภิบาลบริษัทนั้นได้ทำในลำดับต่อไป

$$f[\Delta\%ROI, \Delta\%Yield, \Delta\%ROA, \Delta\%ROE] = \alpha + \beta_1[\Delta\%Lc]_{1-n} + \beta_2[\Delta\%Mc]_{1-n} + \varepsilon \quad (6)$$

³ตามข้อสมมุติฐานเดิมคาดว่าจะพบปัจจัยธรรมาภิบาลบริษัทอำนาจการควบคุมประเภทเดียว แต่จากผลการทดสอบการวิเคราะห์ปัจจัย ดังที่จะปรากฏต่อไปในหัวข้อ 6.3 (1) พบว่ามีสองประเภททำให้ต้องเปลี่ยนแนวทางการทดสอบเพิ่มเติม เป็นการทดสอบกับความสมดุลของอำนาจที่เกิดจากอำนาจการควบคุมทั้งสองประเภท

โดย

- ΔA_{Lc} = ผลต่างระหว่าง Eigen value ขององค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ และ Eigen value ขององค์ประกอบอำนาจการควบคุมเชิงกฎหมายของกลุ่ม ตัวอย่างเป็นรายบุคคลจากตัวแปรตามตารางที่ 2-6 ในผนวก ข
- ΔA_{Mc} = ผลต่างระหว่าง Eigen value ขององค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ และ Eigen value ขององค์ประกอบอำนาจการควบคุมเชิงตลาดของกลุ่ม ตัวอย่างเป็นรายบุคคลจากตัวแปรตามตารางที่ 2-6 ในผนวก ข
- n = ขนาดกลุ่มตัวอย่างจำนวน 211 ราย

2.3 การทดสอบตัวแปรทัศนคติด้วยการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยก ในขณะที่เครื่องมือการวิเคราะห์ปัจจัยช่วยค้นหาค่าสัมประสิทธิ์ร่วมของตัวแปรจำนวนมากเพื่อเปรียบเทียบจากความเชื่อที่ว่า บริษัทซึ่งมีธรรมาภิบาลบริษัทนั้นเพราะว่าผู้บริหารและกรรมการมีทัศนคติด้านธรรมาภิบาลบริษัท ที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่มีธรรมาภิบาลบริษัท เครื่องมือการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยกอาจช่วยทดสอบ $H_{2.2}$ เพื่อพิสูจน์ความแตกต่างของกลุ่มตัวแปรในชั้นรายละเอียดเพื่อทดสอบหาผลกระทบของปัจจัยที่แตกต่าง ซึ่งในที่นี้คือ ตัวแปรทัศนคติด้านธรรมาภิบาลบริษัทจำนวน 36 ตัวแปร และจากการกำหนดตัวแปรควบคุม (Control variable) ซึ่งในที่นี้คือ ตัวแปร $\Delta \%Yield$, $\Delta \%ROI$, $\Delta \%ROA$ และ $\Delta \%ROE$ โดยทำการแยกกลุ่มตามค่าแนวโน้มผลประกอบการของข้อมูลปี พ.ศ. 2545 และ 2546 โดยถือว่ากลุ่มย่อยที่มีเครื่องหมายเป็นบวกหรือเท่ากับศูนย์แสดงค่าแนวโน้มที่สูงกว่า และเครื่องหมายลบแสดงค่าแนวโน้มที่ต่ำกว่า

โดยจากเครื่องมือการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยก (Johnson and Wichern, 2002, pp. 581-667) เราสามารถแสดงในรูปของสมการ (7) (8) ดังนี้

Given $Y_H > Y_L$

$$f(Y_H) = c_1 + c_2V_1 + c_3V_2 + c_4V_3 + c_5V_4 + \dots + c_{49}V_{49} + r_3 \tag{7}$$

$$f(Y_L) = d_1 + d_2V_1 + d_3V_2 + d_4V_3 + d_5V_4 + \dots + d_{49}V_{49} + r_4 \tag{8}$$

โดย

- Y_H = Function ตัวแปรโครงสร้างตัวแปรทัศนคติของกรรมการบริษัทจดทะเบียนของไทยที่มีค่าแนวโน้มผลประกอบการที่สูงกว่า
- Y_L = Function ตัวแปรโครงสร้างกลุ่มตัวแปรทัศนคติของกรรมการบริษัทจดทะเบียนของไทยที่มีค่าแนวโน้มผลประกอบการที่ต่ำกว่า

$V_1 - V_{49}$	=	ตัวแปรทัศนคติ 36 ตัว จากส่วนที่ 3 และ ตัวแปร 13 ตัวจากส่วนที่ 1 ของแบบสอบถามในผนวก ก และข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ ปรากฏตามตารางที่ 2-1 ของผนวก ข
$C_1 - C_{49}$	=	ค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรทัศนคติของกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าแนวโน้มผลประกอบการบริษัทที่สูงกว่า
$d_1 - d_{49}$	=	ค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรของกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่มีค่าแนวโน้มผลประกอบการที่ต่ำกว่า
r_3, r_4	=	ค่าความแปรปรวน

2.4 การทดสอบความแตกต่างเชิงทัศนคติ ของกลุ่มกรรมการตรวจสอบต่อผล

ประกอบการ จากการทดสอบในการศึกษานี้พบว่า กรรมการตรวจสอบมีโครงสร้างทัศนคติ ที่แตกต่างจากผู้บริหาร และยังมีความแตกต่างระหว่างกลุ่มกรรมการตรวจสอบด้วยตนเอง ดังนั้นสามารถให้รูปแบบการทดสอบเดียวกันกับหัวข้อ 2.3 พิสูจน์ข้อสมมติฐาน $H_{2.2}$ กับกลุ่มตัวอย่างกรรมการตรวจสอบได้

2.5 การทดสอบตัวแปรเชิงประจักษ์โดยเครื่องมือการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยก ในลักษณะเดียวกับที่พิสูจน์ $H_{2.2}$ กับตัวแปรทัศนคติ เครื่องมือการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยก ยังสามารถใช้พิสูจน์กับตัวแปรเชิงประจักษ์ที่กรอบทฤษฎีตรึงตัวรองรับ จากกรอบทฤษฎีตรึงตัว ความสมดุลขององค์ประกอบ ชัดความสามารถเชิงอำนาจ อำนาจการควบคุม และฉันทามติทางวัฒนธรรมคือเงื่อนไขของการเกิดธรรมาภิบาลบริษัท และโดยมีปัจจัยสิทธิการควบคุม (%Control) ในฐานะของผู้ถือหุ้นใหญ่ คือลักษณะสำคัญของชัดความสามารถเชิงอำนาจของบริษัทจดทะเบียนของไทย (Morck and Yeung, 2003) และปัจจัยความอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบและฝ่ายตรวจสอบภายใน (IAstrength) คือเครื่องมือการคานอำนาจที่เป็นที่ยอมรับทั่วไปในระดับสากล (Turnbull committee, 1999; Spira and Page, 2002) และปัจจัยสัดส่วนสายเลือดจีน (Sinoblood) ของนักธุรกิจไทยคือพื้นฐานวัฒนธรรมธุรกิจที่เด่นชัดของกิจการในประเทศไทย (McVey, 1992; Brown, 1994; Carney and Gedajlovic, 2001b; Limpaphayom, 2001; Carney, 2005)

Given $Y_H > Y_L$

$$f(Y_{\Delta_L}) = c_1 + c_2(\%Control) + c_3(IAstrength) + c_4(Sino\ Blood) + r_5 \quad (9)$$

$$f(Y_{\Delta_L}) = d_1 + d_2(\%Control) + d_3(IAstrength) + d_4(Sino\ Blood) + r_6 \quad (10)$$

Y_H = Function ตัวแปรเชิงประจักษ์ของบริษัท ที่มีค่าแนวโน้มผล

		ประกอบการ ($\Delta \%Yield$, $\Delta \%ROI$, $\Delta \%ROA$ และ $\Delta \%ROE$) ที่สูงกว่า
Y_L	=	Function ตัวแปรเชิงประจักษ์ของบริษัทที่มีค่าแนวโน้มผล ประกอบการ ($\Delta \%Yield$, $\Delta \%ROI$, $\Delta \%ROA$ และ $\Delta \%ROE$) ที่ต่ำกว่า
$\%Control$	=	สัดส่วน % ของการถือหุ้นทางตรงและทางอ้อมของผู้ถือหุ้นใหญ่ ที่เป็นสิทธิการควบคุม ⁴
$IASrength$	=	Dummy variable ระดับความอิสระของงานตรวจสอบภายใน ตามตารางที่ 6-1
$Sinoblood$	=	Dummy variable สัดส่วนสายเลือดเงินของผู้บริหารและ กรรมการ (Scale 1-5) ⁵
$c_1...c_4$	=	ค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรเชิงประจักษ์ของกลุ่มตัวอย่างที่มี ค่าแนวโน้มผลประกอบการบริษัทที่สูงกว่า
$d_1...d_4$	=	ค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรเชิงประจักษ์ของกลุ่มตัวอย่างที่มี ค่าแนวโน้มผลประกอบการบริษัทที่ต่ำกว่า

(3) ปัจจัยความสำเร็จและล้มเหลวของธรรมาภิบาลบริษัทไทย

ตามที่ผลงานการศึกษาที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่า นักธุรกิจไทยเชื้อสายจีนซึ่งมีความแตกต่างทางวัฒนธรรม (*Sinoblood*, *FamilyRole*) มักมีแรงกดดันทางสังคม ของการเป็นเจ้าของกิจการธุรกิจ ($\%Control$) ทุ่มเททำงานสร้างนวัตกรรม (*PatenQuan*) เพื่อให้ประสบความสำเร็จ (Carney and Gedajlovic, 2001b, p. 2, 4) สอดคล้องกับงานวิจัยเกี่ยวกับชนต่างเชื้อชาติในพื้นที่ต่างๆทั่วโลก (Nesdale and Mak, 2003, p. 35; Mengistae, 2001, p. 18; Colli et al., 2003, pp. 43-4) ในขณะเดียวกัน การถือหุ้นใหญ่ของกิจการไทยมักใช้คนใกล้ชิด (*YearExp*) หรือข้าราชการบำนาญ (Nikomborirak, 2001, p. 16; Limpaphayom, 2001, p. 241) ที่ขาดความสันทัดในธุรกิจ (*Overage*) ทำให้การบริหารงานขาดความสมดุลของอำนาจ มักนำไปสู่การเน้น

⁴ข้อมูลจาก Form 56-1www.sec.or.th

⁵สร้างจากคำตอบในแบบสอบถาม

กำไรระยะสั้นโดยมักไม่คำนึงถึงการสร้างขีดความสามารถเพื่อความเข้มแข็งของบริษัทในระยะยาว (Redding, 1990, p. 109; Carney and Gedajlovic, 2001b, p. 10; Lingle, 1997, p.19, quoted in Clarke, 2000, p. 107) การเอาเปรียบผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Dhnadirek and Tang, 2003, p. 134) และการบริหารงานอย่างขาดความระมัดระวัง (Assawasamran et al., 2005, p. 23) แต่จากการศึกษาก็พบว่า บางบริษัทในกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกมีธรรมาภิบาลบริษัท ($\Delta\%ROI$, $\Delta\%Yield$, $\Delta\%ROA$, $\Delta\%ROE$) โดยไม่ต้องอิงกับกลไกทางกฎหมาย (Mitton, 2002, p. 240) นอกจากนี้ยังพบการคานอำนาจโดยหุ้นใหญ่ภายนอกช่วยเสริมธรรมาภิบาลบริษัท (Lins, 2003, p. 181) ซึ่งปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ด้วยการเคลื่อนย้ายทุนในตลาดโลกโดยนักลงทุนต่างชาติ ($\%Foreign$) ชักจูงให้ประเทศต่างๆ ทั่วโลกพยายามเร่งปรับปรุงระบบธรรมาภิบาลบริษัท (Rueda-Sabater, 2000, pp. 122-3; Gillan and Starks, 2003, p. 28; Lins and Warnock, 2004, p. 27; Doidge et al., 2004, p. 34) โดยระบบธรรมาภิบาลของกลุ่มประเทศอังกฤษ-อเมริกันเป็นรูปแบบที่มีอิทธิพลสำคัญ (Hansmann and Kraakman, 2001, pp. 455-6; John and Kedia, 2002, pp. 37-8; 2003, pp. 36-7; Boyd, 2001, pp. 174-5) และหนึ่งในมาตรการสร้างธรรมาภิบาลบริษัทของกลุ่มประเทศอังกฤษ-อเมริกัน ($\%AAOwning$) ก็คือการใช้คณะกรรมการตรวจสอบที่มีทักษะ (*AC-Training*, *AC-Ed*) (Xie et al., 2003, p. 310) พร้อมกับฝ่ายตรวจสอบภายในที่มีความเป็นอิสระจากผู้บริหาร (*IASStrength*) เพื่อสร้างความโปร่งใส โดยการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า ประเภทธุรกิจ (Kumar et al., 2001, pp. 26-7) มีความเกี่ยวข้องกับขนาดของกิจการ (*AveLogCap*) ซึ่งมีผลกระทบต่อผลประโยชน์ประกอบกิจการ (Rossi-Hansberg and Wright, 2005, pp. 36-8) ในขณะเดียวกันความโปร่งใสอาจมีความจำเป็นมากกว่าสำหรับบริษัทขนาดใหญ่ (Labelle, 2002, p. 26) และการขาดแคลนทุนทางสังคมทำให้ต้องประกอบกิจการในลักษณะกลุ่มบริษัทเพื่อลดค่าธุรกรรม ในขณะเดียวกันก็สร้างความซับซ้อนจากรายการที่เกี่ยวข้องกันระหว่างกิจการในเครือกิจการเดียวกัน (*BizGroup*) (Khanna and Rivkin, 1999, p. 26; Arlen 2002, p. 29)

ตามกรอบทฤษฎีที่มีติดกันถือว่า ความสมดุลขององค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ อำนาจการควบคุม และฉันทามติทางวัฒนธรรมคือเงื่อนไขการเกิดธรรมาภิบาลบริษัท ซึ่งองค์ประกอบเหล่านี้มักแปรตามปัจจัยแวดล้อมหลายประการของบริษัทในแต่ละสังคม ดังนั้น

H_3 : ธรรมาภิบาลบริษัทได้รับอิทธิพลจากปัจจัยแวดล้อมทั้งภายในและภายนอกกิจการที่เป็นขีดความสามารถเชิงอำนาจ อำนาจการควบคุม และฉันทามติทางวัฒนธรรม

ดังนั้น ความสัมพันธ์อาจแสดงในรูปแบบจำลองทางคณิตศาสตร์สำหรับการวิเคราะห์เชิงถดถอย H_3 ดังนี้

$$f[\Delta\%ROI, \Delta\%Yield, \Delta\%ROA, \Delta\%ROE] = \alpha + \beta_1[\%Control, PatenQuan] + \beta_2[Overage, YearExp, \%Foreign, \%AAOwning, AC-Training, AC-Ed, IASstrength] + \beta_3[Sinoblood, FamilyRole] + \beta_4[AveLogCap] + \beta_5[Bizgroup] + \varepsilon \quad (11)$$

โดย

- $\%Control$ = สัดส่วน % ของการถือหุ้นทางตรงและทางอ้อมของผู้ถือหุ้นใหญ่ ที่เป็นสิทธิการควบคุม⁶
- $PatentQuan$ = จำนวนสิทธิบัตรที่กิจการจดทะเบียนไว้ในระยะ 2 ปีที่ผ่านมา
- $Overage$ = Dummy variable อายุผู้ตอบคำถามที่เคยเป็นข้าราชการและมีอายุปัจจุบันเกิน 60 ปี (Scale 1-2)⁷
- $YearExp$ = จำนวนปีของประสบการณ์ทำงานในบริษัท⁸
- $\%Foreign$ = สัดส่วน % การถือหุ้นโดยต่างชาติของผู้ถือหุ้นใหญ่ที่สุด 5 ราย⁹
- $\%AAOwning$ = สัดส่วน % การถือหุ้นโดยบุคคลหรือสถาบันที่มีสัญชาติ อังกฤษ นิวซีแลนด์ ออสเตรเลีย แคนาดา และ สหรัฐฯ¹⁰
- $AC-Training$ = Dummy variable ระดับการอบรมหลักสูตรกรรมการของกรรมการตรวจสอบ (Scale 1-3)¹¹
- $AC-Ed$ = Dummy variable ระดับการศึกษาของกรรมการตรวจสอบ (Scale 1-4)¹²

⁶ข้อมูลจาก Form 56-1www.sec.or.th

⁷สร้างจากคำตอบในแบบสอบถาม

⁸จากคำตอบในแบบสอบถาม

⁹ข้อมูลจากwww.SetSmart.com ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹⁰ข้อมูลจากwww.SetSmart.com ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹¹สร้างจากคำตอบในแบบสอบถาม โดยแบ่งแยกที่ระยะความยาว แต่ไม่แบ่งแยก

ประเภทของหลักสูตรการอบรมว่า เป็นหลักสูตรสำหรับกรรมการทั่วไป หรือหลักสูตรเฉพาะสำหรับกรรมการตรวจสอบ ซึ่งในขณะที่ทำการวิจัยหลักสูตรประเภทหลังเพิ่งอยู่ในระยะเริ่มต้นเท่านั้น

¹²สร้างจากคำตอบในแบบสอบถาม

<i>IAStrength</i>	=	Dummy variable ระดับความอิสระของงานตรวจสอบภายในตามตารางที่ 6-1
<i>Sinoblood</i>	=	Dummy variable สัดส่วนสายเลือดจีนของผู้บริหารและกรรมการ (Scale 1-5) ¹³
<i>FamilyRole</i>	=	Dummy variable ระดับบทบาทของเจ้าของและครอบครัวในการบริหารงาน (Scale 1-4) ¹⁴
<i>AveLogCap</i>	=	ค่าเฉลี่ยของค่า Log ของมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ตามจำนวนหุ้นและราคาปิดของสิ้นปี พ.ศ. 2545 และ 2546 ¹⁵
<i>BizGroup</i>	=	Dummy variable การเป็นกิจการในกลุ่มบริษัท (Scale 1-2) ¹⁶
α	=	ค่าสัมประสิทธิ์คงที่
$\beta_1, \dots, \beta_g$	=	ค่าสัมประสิทธิ์ผันแปร
ε	=	ค่าความแปรปรวน

โครงสร้างแบบจำลองสำหรับการทดสอบ มีส่วนประกอบและลักษณะดังนี้

(1) ตัวแปรตาม (Dependent variables) ประกอบด้วย $\Delta\%ROI$, $\Delta\%Yield$, $\Delta\%ROA$, $\Delta\%ROE$ (Alldep) การศึกษานี้เลือกที่จะใช้ผลต่างของผลประกอบการของปี พ.ศ. 2545 และ 2546 เป็นตัวแทนของระดับธรรมาภิบาลบริษัท แทนการใช้อัตราการเพิ่มของผลประกอบการเพื่อหลีกเลี่ยงความผันผวนของข้อมูล ซึ่งจะมีผลกระทบต่อการวิเคราะห์ ในขณะที่ประเทศไทยกำลังฟื้นจากวิกฤติทำให้ผลประกอบการกิจการมีความผันผวนสูง นอกจากนั้น การศึกษานี้ยังหลีกเลี่ยงการใช้เครื่องมือที่อิงความแตกต่างของมูลค่ากิจการโดยใช้ราคาตลาดและราคาตามบัญชี (Tobin's q)¹⁷ เนื่องจากข้อพิจารณาที่ว่า ราคาหลักทรัพย์ในตลาดเกิดใหม่ยัง

¹³ สร้างจากคำตอบในแบบสอบถาม ผู้เขียนเลือกใช้ตัวแปรด้านสายเลือดแทนการให้กลุ่มตัวอย่างระบุระดับความมั่งคั่งทางการเงินของตนเอง เนื่องจากเชื่อว่า ตัวอย่างอาจไม่สามารถตระหนักถึงสถานะดังกล่าวของตนเองได้มากพอ

¹⁴ สร้างจากคำตอบในแบบสอบถาม

¹⁵ คำนวณจากข้อมูลจาก www.SetSmart.com ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹⁶ ดัดสินจากข้อมูลอำนาจการควบคุมตาม Form 56-1 www.sec.or.th

¹⁷ สัดส่วนของผลรวมของมูลค่าตลาดของหุ้นทุนและมูลหนี้ตามบัญชี ต่อทรัพย์สินรวมของกิจการ

ไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอที่จะสะท้อนคุณภาพของหลักทรัพย์ (Morck et al., 1999, p. 40) แต่ยังคงเลือกใช้อัตราเงินปันผลรวมในการวิเคราะห์ จากความเชื่อที่ว่า การจ่ายเงินปันผลนั้นแสดงถึงความสามารถของกิจการในทางปฏิบัติได้เพียงพอ

(2) ตัวแปรอิสระ (Independent variables) ตามแบบจำลองนี้มีการจัดกลุ่มตัวแปรอิสระ แยกตามประเภทองค์ประกอบของธรรมาภิบาลบริษัทในบริบทของไทยอันได้แก่ ซีดความสามารถเชิงอำนาจ (%Control, PatentQuan) อำนาจการควบคุม (Overage, YearExp, %Foreign, %AAOwning, AC-Training, AC-Ed, IAStrength) และฉันทามติทางวัฒนธรรม (Sinoblood, FamilyRole)

(3) ตัวแปรควบคุม (Control variables) ตัวแปรควบคุมที่รวมอยู่ในแบบจำลองประกอบด้วยขนาดของกิจการ (AveLogCap) และการเป็นกิจการในเครือ (BizGroup) เนื่องจากทั้งขนาดและการเป็นกิจการในเครือล้วนมีผลกระทบต่อความพร้อมของกิจการในการสรรหากรรมการอิสระและพนักงาน ตรวจสอบภายในที่มีคุณสมบัติเหมาะสม

(4) แบบจำลอง (Models): สรุปแบบจำลองที่นำมาทำการทดสอบมีรวม 28 รูปแบบ ดังนี้

แบบจำลอง 1.1

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 Overage + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 1.2

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 YearExp + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 1.3

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 \%Foreign + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 1.4

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 \%AAOwning + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 1.5

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 AC-Training + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 1.6

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 AC-Ed + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 1.7

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 IAStrength + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 1.8

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 Overage + \beta_3 FamilyRole + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 1.9

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 YearExp + \beta_3 FamilyRole + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 1.10

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 \%Foreign + \beta_3 FamilyRole + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 1.11

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 \%AAOwning + \beta_3 FamilyRole + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 1.12

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 AC-Training + \beta_3 FamilyRole + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 1.13

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 AC-Ed + \beta_3 FamilyRole + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 1.14

$$Alldep = \alpha + \beta_1 \%Control + \beta_2 IAStrength + \beta_3 FamilyRole + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.1

$$Alldep = \alpha + \beta_1 PatentQuan + \beta_2 Overage + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.2

$$Alldep = \alpha + \beta_1 PatentQuan + \beta_2 YearExp + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.3

$$Alldep = \alpha + \beta_1 PatentQuan + \beta_2 \%Foreign + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.4

$$Alldep = \alpha + \beta_1 PatentQuan + \beta_2 \%AAOwning + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.5

$$Alldep = \alpha + \beta_1 PatentQuan + \beta_2 AC-Training + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.6

$$Alldep = \alpha + \beta_1 PatentQuan + \beta_2 AC-Ed + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.7

$$Alldep = \alpha + \beta_1 PatentQuan + \beta_2 IAStrength + \beta_3 Sinoblood + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.8

$$Alldep = \alpha + \beta_1 PatentQuan + \beta_2 Overage + \beta_3 FamilyRole + \beta_4 AveLogCap + \beta_5 BizGroup + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.9

$$\text{Alldep} = \alpha + \beta_1 \text{PatentQuan} + \beta_2 \text{YearExp} + \beta_3 \text{FamilyRole} + \beta_4 \text{AveLogCap} + \beta_5 \text{BizGroup} + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.10

$$\text{Alldep} = \alpha + \beta_1 \text{PatentQuan} + \beta_2 \% \text{Foreign} + \beta_3 \text{FamilyRole} + \beta_4 \text{AveLogCap} + \beta_5 \text{BizGroup} + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.11

$$\text{Alldep} = \alpha + \beta_1 \text{PatentQuan} + \beta_2 \% \text{AAOwning} + \beta_3 \text{FamilyRole} + \beta_4 \text{AveLogCap} + \beta_5 \text{BizGroup} + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.12

$$\text{Alldep} = \alpha + \beta_1 \text{PatentQuan} + \beta_2 \text{AC-Training} + \beta_3 \text{FamilyRole} + \beta_4 \text{AveLogCap} + \beta_5 \text{BizGroup} + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.13

$$\text{Alldep} = \alpha + \beta_1 \text{PatentQuan} + \beta_2 \text{AC-Ed} + \beta_3 \text{FamilyRole} + \beta_4 \text{AveLogCap} + \beta_5 \text{BizGroup} + \varepsilon$$

แบบจำลอง 2.14

$$\text{Alldep} = \alpha + \beta_1 \text{PatentQuan} + \beta_2 \text{IASstrength} + \beta_3 \text{FamilyRole} + \beta_4 \text{AveLogCap} + \beta_5 \text{BizGroup} + \varepsilon$$

(5) ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเอง (Multicollinearity) เนื่องจากในที่นี้ใช้แบบจำลองจำนวนมากสำหรับการทดสอบ ดังนั้นเป็นที่คาดหมายได้ว่าจะพบปัญหาดังกล่าวในการทดสอบ โดยจะได้ยึดหลักเกณฑ์ที่ว่า หากพบแบบจำลองใดที่มีลักษณะ Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม จะเลือกคัดตัวแปรควบคุมออก แต่ในกรณีที่มี Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน ยังคงรักษาแบบจำลองนั้นไว้เนื่องจากตามกรอบทฤษฎีตรรกะ การรักษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบขีดความสามารถและอำนาจการควบคุมคือเงื่อนไขธรรมชาติ ดังนั้นการพบ Multicollinearity ในรูปแบบจำลองจึงสอดคล้องกับกรอบทฤษฎี หากพบ Multicollinearity ระหว่างตัวแปรควบคุมด้วยกันจะลดจำนวนตัวแปรควบคุมลง ซึ่งในการทดสอบพบว่าตัวแปรควบคุมทั้งสองมี Multicollinearity กันเอง จึงต้องเลือกใช้เพียงตัวเดียวในการทดสอบ

6.2 การสำรวจภาคสนาม

การออกแบบสอบถามได้ใช้แนวทางคำถามการประเมินระดับธรรมาภิบาลบริษัทของ Standard & Poor's Governance Services (2002) และธนาคารโลก (Worldbank, 2003) เป็นแนวทางในการร่างคำถามประกอบกับข้อสมมุติฐานที่ต้องการทดสอบ โดยใช้ข้อความที่เหมาะสมกับบริบทของประเทศไทย เนื้อหาของคำถามเชิงทัศนคติ ได้ใช้แนวคิดต่างๆสะท้อนองค์ประกอบธรรมาภิบาลบริษัททั้ง 3 ประเภท รายละเอียดของตัวแปรของแต่ละคำถามปรากฏในตารางที่ 2-1

ตารางที่ 6.1

ระดับความอิสระของงานตรวจสอบภายใน

การจัดโครงสร้างงานตรวจสอบภายใน (IAStrength)	Assigned Values
ผู้ตรวจสอบภายในรายงานต่อคณะกรรมการตรวจสอบ ซึ่งทั้งหมดประกอบด้วย กรรมการอิสระ	6
ผู้ตรวจสอบภายในรายงานต่อคณะกรรมการตรวจสอบ ซึ่งทั้งหมดประกอบด้วย กรรมการอิสระ และประธานกรรมการบริษัท ซึ่งมีได้เป็นกรรมการอิสระ แต่ก็มิได้ ดำรงตำแหน่งบริหาร หรือเป็นพนักงานบริษัท	5
ผู้ตรวจสอบภายในรายงานต่อคณะกรรมการตรวจสอบ ซึ่งทั้งหมดประกอบด้วย กรรมการอิสระ และผู้บริหารหรือพนักงานบริษัท	4
ผู้ตรวจสอบภายในรายงานต่อประธานกรรมการบริษัทซึ่งมิได้เป็นกรรมการอิสระ แต่ก็มิได้ดำรงตำแหน่งบริหารหรือพนักงานบริษัท	3
ผู้ตรวจสอบภายในรายงานต่อผู้บริหารหรือพนักงานบริษัท	2
ไม่มีผู้ตรวจสอบภายในทำหน้าที่ ไม่ว่าจะเป็นพนักงานประจำหรือว่าจ้างจาก ภายนอก	1

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียนเพื่อกำหนดระดับความอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบ โดยวัดจากโครงสร้างงานตรวจสอบภายในและบุคคลที่ทำหน้าที่ควบคุมงานตรวจสอบภายในตามข้อมูลคำตอบในแบบสอบถาม การประสานความอิสระของตัวแปรคณะกรรมการตรวจสอบและฝ่ายตรวจสอบภายในเข้าด้วยกันเกิดจากความเชื่อที่ว่าฝ่ายตรวจสอบภายในคือเครื่องมือสำคัญของคณะกรรมการตรวจสอบในการคานอำนาจ (Spira and Page, 2002) ทำให้ไม่อาจแยกการพิจารณาจากกันได้ โดยมีผลการศึกษาที่ผ่านมาที่ไม่พบผลกระทบโดยตรงของความอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบเพียงลำพัง (Mehran, 1995, Bhagat and Black, 2002, and Hermalin and Weisbach, 2003 in Mamet, 2005, p. 623) เป็นหลักฐานสนับสนุนความเชื่อนี้

ของผนวก ข

ผู้เขียนเลือกภาคอุตสาหกรรมการผลิตและการค้า ซึ่งปรากฏรายละเอียดตามตารางที่ 6.2 เพื่อลดผลกระทบของปัจจัยแวดล้อมต่อผลประกอบการ ดังที่เคยได้พบในการศึกษาที่ผ่านมา (Hermalin and Weisbach, 1988, p. 602; Coles et al., 2001, p. 47) และจำกัดการใช้ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์เฉพาะสามงวดปีบัญชีคือของปี พ.ศ. 2545-2547 เพื่อลดผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงปัจจัยแวดล้อมตามมิติของเวลา¹⁸ (Hutchinson and Gul, 2003, p. 2) ผู้เขียนทำการส่งแบบสอบถามออกสองชุด ชุดแรกจำนวน 56 ชุดเพื่อทดสอบความเหมาะสม (Pretest) ด้านเนื้อหาและความน่าเชื่อถือ (Validity) ในภาพรวมของแบบสอบถาม ผลจากการทบทวนทำให้ลดจำนวนคำถามและเปลี่ยนแปลงคำถามบางส่วน จากนั้นจึงส่งคำถามชุดที่สอง (ตัวอย่างตามผนวก ก) จำนวน 785 ชุด โดยพิจารณาเลือกจากกรรมการทำหน้าที่ด้านบริหารและกรรมการอิสระของแต่ละบริษัทจำนวนประเภทละเท่ากัน โดยระบุชื่อบุคคลและที่ทำการของบริษัท จากการติดตามสอบถามเพิ่มเติมทางโทรศัพท์ ทำให้ได้รับแบบสอบถามกลับคืน 231 ชุด เนื่องจากแบบสอบถามจำนวนมากไม่สามารถส่งถึงมือกรรมการโดยเฉพาะกรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ ซึ่งมักไม่อยู่ประจำที่บริษัท รวมแล้วเป็นแบบสอบถามที่มีข้อมูลใช้การได้จำนวน 221 ชุดคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 26.28 ของแบบสอบถามทั้งหมด แยกประเภทได้เป็นภาคธุรกิจย่อย 9 ภาค นับรวมเป็นกิจการจำนวน 124 บริษัท ปรากฏรายละเอียดในตารางที่ 6.2 รายชื่อบริษัททั้งหมดที่ให้ความกรุณาตอบแบบสอบถามได้ถูกแสดงไว้ในผนวก ค แต่ละบริษัทมีผู้ตอบ 1-5 ท่าน บริษัททั้งหมดแยกออกตามภาคธุรกิจปรากฏในตารางที่ 6.2

ในกรณีที่แบบสอบถามมีคำตอบขาดหายทั้งหน้า จะติดต่อบุคคลเพื่อขอคำตอบในส่วนที่ขาดหาย ในกรณีที่พบว่า ลักษณะการละเว้นตอบคำถามอย่างเป็นระบบ (Systemic missing) ผู้ศึกษากำหนดค่าให้แทน โดยยึดตามหลักสถานการณ์ที่เลวร้ายที่สุด (Worst scenario) ของการขาดธรรมาภิบาลบริษัท คำตอบอื่นที่เกิดจากความผิดพลาดจะถือเป็นความผิดพลาดและขาดหายโดยบังเอิญ (Random missing) แต่เลือกที่จะตัดทิ้งแบบสอบถามทั้งชุดหากมีการเว้น

¹⁸ การศึกษาหาอิทธิพลของกลไกธรรมาภิบาลบริษัทต่อผลประกอบการที่ผ่านประสบปัญหาค่อนข้างมาก เนื่องจากมีการศึกษาจำนวนมากไม่พบความสัมพันธ์ ทั้งที่มีทฤษฎีรองรับ Hutchinson and Gul (2003) จึงนำเสนอแนวคิดของการศึกษาอิทธิพลของกลไกธรรมาภิบาลจากปัจจัยแวดล้อมของตลาดโดยรวม ซึ่งเรียกว่าชุดของโอกาสลงทุน (Investment Opportunity Set) (p. 4) ซึ่งพบว่า ได้ผลในการวัดประสิทธิภาพของกลไกธรรมาภิบาลบริษัท

ตารางที่ 6.2

กลุ่มตัวอย่างแยกตามภาคธุรกิจ

ภาคธุรกิจ	จำนวนบริษัท	จำนวนตัวอย่าง		จำนวนกรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ	
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro and Food Industries)	24	45	20.3%	12	16.2%
การค้า (Commerce)	10	20	9.0%	8	10.8%
สินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products)	22	38	17.2%	7	9.5%
เครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์ (Electrics and Computer)	6	10	4.5%	5	6.8%
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (Electronic component)	5	8	3.6%	2	2.7%
วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials)	29	44	19.9%	20	27.0%
วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง (Building materials)	15	30	7.4%	10	13.5%
ทรัพยากร (Resources)	11	24	10.9%	9	12.2%
อื่นๆ (Others)	2	2	0.1%	1	1.4%
รวม	124	221	100.0%	74	100.0%

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียนเพื่อแสดงแหล่งข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ใช้แบบสอบถาม โดยการสำรวจได้จำกัดอยู่ที่ภาคอุตสาหกรรมการผลิตและการค้าภาคธุรกิจย่อยที่ไม่นำมาทำการสำรวจคือ การเงินบริการ อสังหาริมทรัพย์ สื่อสาร และกิจการระหว่างการค้าเพื่อลดผลกระทบค่าความแปรปรวนในการประมวลผล ผู้เขียนได้รับแบบสอบถามจากกลุ่มตัวอย่างที่เป็นกรรมการตรวจสอบค่อนข้างน้อยเนื่องจากกรรมการตรวจสอบมักไม่ทำงานประจำที่บริษัทซึ่งเป็นที่อยู่เดียวที่ผู้เขียนสามารถทำการติดต่อได้ การส่งแบบสอบถามถึงกรรมการตรวจสอบจึงขึ้นกับความร่วมมือของผู้ทำหน้าที่เลขานุการของคณะกรรมการบริษัท

คำตอบเกิน 5 ตำแหน่ง ลักษณะของข้อมูลเบื้องต้นสรุปได้ตามตารางที่ 1-1 ถึง 1-18 ของผนวก ข กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยกรรมการที่ทำหน้าที่บริหารด้วย 128 ท่าน หรือร้อยละ 57.9 กรรมการอิสระหรือกรรมการตรวจสอบ 74 ท่านหรือ ร้อยละ 33.5 อีก 15 ท่านหรือร้อยละ 15.8 เป็น กรรมการอื่นๆ รวมเป็นเพศหญิง 38 ท่าน ที่เหลือเป็นเพศชาย มีอายุตั้งแต่ 29-78 ปี อายุเฉลี่ย 55 ปี มีประสบการณ์ในบริษัทเฉลี่ย 12 ปี แต่ละท่านรับตำแหน่งระดับผู้บริหารและกรรมการเฉลี่ย ประมาณ 2 บริษัท จากการสังเกตข้อมูลเบื้องต้น กลุ่มตัวอย่างเหล่านี้แสดงลักษณะทั่วไป คล้ายคลึงกับงานวิจัยที่ทำก่อนหน้านี้ (อนันต์ชัย คงจันทร์, 2544, น. 58-102) และข้อมูลที่มีการอ้างก่อนหน้านี้ เช่น กรรมการมักเป็นผู้มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับผู้ถือหุ้นใหญ่ (Nikomborirak, 2001, p. 16; Fagan, 2003, p. 330) สอดคล้องกับข้อมูลตามตารางที่ 1-11 และ 1-12 ใน ผนวก ข ที่ชี้ว่าผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นผู้เชิญบุคคลเข้าสู่ตำแหน่งในบริษัท และ วัฒนธรรมการยอมรับ อำนาจ (Power distance value) ของคนไทย (Hofstede, 1980) เมื่อกรรมการจำนวนร้อยละ 25 ของกลุ่มตัวอย่าง ไม่เห็นว่าคณะกรรมการมีหน้าที่ประเมินการทำงานของผู้บริหาร¹⁹ ตามตารางที่ 1-18 ในผนวก ข ผู้ถือหุ้นและครอบครัวมีบทบาทค่อนข้างมากในบริษัท (ประสาร ไตรรัตน์วรกุล, 2546, น. 41; Carney and Gedajlovic, 2001b, p. 2, 4) สอดคล้องกับข้อมูลตามตารางที่ 1- 14 ดังนั้น จากหลักฐานที่ปรากฏ ทำให้เราสรุปได้ว่า ข้อมูลที่ได้รับจากการสำรวจมีความน่าเชื่อถือเพียงพอ สำหรับการประมวลผลต่อไป แต่เพื่อความสะดวกในการประมวลผลผู้เขียนจำเป็นต้องกำหนด ขอบเขตความหมายของกรรมการให้ชัดเจน โดยในที่นี้ถือว่า กรรมการบริหารคือกรรมการที่ทำหน้าที่บริหารและอาจดำรงในหลายตำแหน่งแต่ต้องไม่มีหน้าที่เป็นกรรมการอิสระหรือกรรมการตรวจสอบ กรรมการตรวจสอบที่ดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการอิสระด้วยนั้นถือว่าไม่มีเพียงตำแหน่งเดียวคือกรรมการตรวจสอบ ส่วนกรรมการอิสระที่ไม่ได้เป็นกรรมการตรวจสอบยังคงให้มีสภาพเป็นกรรมการอิสระเท่านั้น ประธานกรรมการที่ไม่ระบุว่าเป็นกรรมการอิสระหรือมีตำแหน่งทางบริหารด้วยนั้นถูกถือว่าเป็นกรรมการทั่วไป

¹⁹ ทั้งที่เป็นหน้าที่หลักของคณะกรรมการบริษัท

6.3 การทดสอบและผลการทดสอบสมมุติฐาน

(1) การทดสอบแบบจำลองของระบบธรรมาภิบาลบริษัทตรีมิติ

ข้อมูลตามแบบสอบถามส่วนที่ 3 ถูกนำมาประมวลผลเพื่อสร้างแบบจำลองกิจการด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ปัจจัย โดยวิธี Principle component และใช้เครื่องวัดความน่าเชื่อถือการทดสอบการศึกษา Kaiser-Mayer-Olkin (KMO) ซึ่งวัดการกระจายตัวของค่าตัวแปรของกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งมีค่ามาตรฐานการยอมรับอยู่ที่ 0.5 และ Barlett's test of sphericity ซึ่งวัด Identity matrix ของ correlation matrix (George and Mallery, 1999 and Field, 2000, quoted in Ghosh and Jintanapakanont, 2004, p. 635) ผลการใช้การวิเคราะห์ปัจจัย แสดงค่า KMO ที่ระดับ .577 และ ค่า Barlett's test of sphericity อยู่ที่ระดับ 2228.307 ทำให้มีระดับนัยสำคัญที่ 0.000 เครื่องมือทั้งสองยืนยันความเหมาะสมของตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ แต่พบว่าปัจจัยห้าตัวแรกที่สังเคราะห์ขึ้นสามารถอธิบายค่าแปรปรวนได้เพียงร้อยละ 33.829 ซึ่งต่ำกว่าร้อยละ 60 อันเป็นเกณฑ์มาตรฐานทั่วไป (Malhotra, 1996, quoted in Ghosh and Jintanapakanont, 2004, p. 635) และค่า Cronbach's alpha (α) (Reliability test) ทั้งห้าปัจจัยล้วนแสดงค่าต่ำกว่า 0.7 อันเป็นเกณฑ์ยอมรับทั่วไปเช่นกัน (Nunnally, 1978, quoted in Ghosh and Jintanapakanon, 2004, p. 635) อย่างไรก็ตามผลการทดสอบเป็นไปตามความคาดหมาย²⁰ และเป็นที่ยอมรับได้

²⁰ ปัญหาการแสดงค่าตัวแปรที่ไม่ชัดเจนในลักษณะนี้ไม่ใช่เรื่องผิดปกติในงานวิจัยที่ต้องอาศัยข้อมูลทัศนคติ ที่มีตัวแปรหลายตัวมีความหมายใกล้เคียงกันกัน ตัวอย่างปัญหาลักษณะเดียวกันเคยเกิดขึ้นมาแล้วกับงานการศึกษาของ Hofstede, Van Deusen, Mueller and Charles (2002) 'What Goals Do Business Leaders Pursue? A Study in Fifteen Countries' ความสามารถในการอธิบายค่าแปรปรวนได้น้อย เนื่องจากมีจำนวนตัวอย่างเพียง 125 รายที่มีข้อมูลครบถ้วนสำหรับการประมวลผล และสาเหตุอีกส่วนหนึ่งน่าจะเกิดจากการเลือกใช้ method ในการสังเคราะห์ ดังที่พบว่า หากเราเลือกใช้ Covariance method แทน Correlation method ดังที่เป็นอยู่จะได้ปัจจัย 3 ตัวแรกที่สามารถวัดค่าแปรปรวนได้ถึง 92.342% แต่ก็ต้องพบกับปัญหาอื่นเนื่องจากได้ตัวแปรในการอธิบายได้เพียง 3 ตัวเท่านั้น ซึ่งมีขอบเขตการอธิบายที่จำกัดยิ่ง นอกจากนี้ การใช้ค่าสมบรูณ์ของ factor loading ขั้นต่ำที่ 0.300 และความสามารถอธิบายค่าแปรปรวนที่ระดับ 33% เป็นกรณีที่ยอมรับได้ และไม่ใช่สิ่งที่ไม่เคยมีการปฏิบัติมาก่อน ดังปรากฏ

สอดคล้องกับความสามารถในการอธิบายค่าแปรปรวนที่ต่ำ (ร้อยละ 33.829) เนื่องจากข้อจำกัดจากประเด็นการศึกษาที่มีความอ่อนไหวสูง อาทิ มีความเกี่ยวข้องกับระเบียบทางราชการ การเอาเปรียบที่ขัดต่อความรู้สึกของสังคมและกฎหมาย ทำให้ผู้เขียนต้องสร้างคำถามที่มีลักษณะของการเปรียบเทียบ หรือ คำถามที่ซ่อนนัยความหมาย²¹ แทนการใช้คำถามตรงๆ ซึ่งเสี่ยงต่อการไม่ได้คำตอบหรือการได้ข้อมูลที่ไม่ตรงต่อความจริงมาก ในขณะเดียวกันด้วยเหตุผลที่คล้ายคลึงกันนี้ กลุ่มตัวอย่างก็มักเลือกคำตอบที่ไม่ชี้ชัดไปทางใดทางหนึ่งจนเป็นหลักฐานที่ผูกมัดตัวเองและบริษัท คำตอบที่ได้จึงบ่งบอกน้ำหนักความแตกต่างค่อนข้างน้อย แม้กระนั้นก็ตามเครื่องมือการวิเคราะห์ปัจจัย ยังสามารถจับรูปแบบคำตอบที่ปรากฏเป็นองค์ประกอบดังกล่าว ประเด็นนี้ได้ถูกยกขึ้นพิจารณาอีกครั้งในหัวข้อ 6.4 (7) ความน่าเชื่อถือของการผลการวิจัย นอกจากนั้นผลการทดสอบยังสอดคล้องกับผลการทดสอบที่ผ่านมาและ การทดสอบด้วยแนวทางอื่นในวิทยานิพนธ์นี้

Hypothesis: $H_{1,1}$

ผลการทดสอบการวิเคราะห์ปัจจัย กับจำนวนข้อมูลที่ครบถ้วน 125 ราย²² โดยวิธี Principle component โดยไม่มีการหมุนแกน (Rotation) ได้ปัจจัยที่มีค่า Eigen value เกิน 1.0

ตัวอย่างการวิเคราะห์ซึ่งปรากฏผลในเงื่อนไขเดียวกันนี้ (Carmines and Zeller, 1994, pp. 51-4 ; Weber, 1994, p. 301) ในชุดคู่มือการวิเคราะห์เชิงปริมาณของ Michael S. Lewis-Beck (ed.) (1994, Volume 4; Volume 6)

นอกจากนั้นการทดสอบค่า Reliability โดยค่า Cronbach's alpha ซึ่งเป็นวิธีการทดสอบที่มักใช้ร่วมกับการวิเคราะห์ปัจจัยทั่วไป พบว่ามีค่าที่ต่ำ อย่างไรก็ตามผลการทดสอบโดยค่า Cronbach's alpha นี้เหมาะสำหรับการวัดการเกาะกลุ่มตัวแปรที่มีค่าความผันแปรในทางเดียวกัน แต่ไม่เหมาะสมสำหรับวัดความน่าเชื่อถือในกรณีที่ตัวแปรมีความสัมพันธ์ผกผันกัน ทำให้ค่า Covariance ของตัวแปรเกิดการหักกลบลบกันเอง ยังผลได้ค่ารวมของ Cronbach's alpha ที่ต่ำผิดปกติ โปรดดูสูตรการคำนวณได้ใน กัลยา วาณิชยบัญชา (2548, น. 35) และ Carmines and Zeller (1994, p. 34-5) ค่า Cronbach's alpha ที่ได้ในที่นี้จึงไม่อาจให้ความหมายใดๆและมีได้นำมาแสดง

²¹โปรดดูลักษณะคำถามในผนวก ก เช่น คำถามที่ 3.22 3.24 ซึ่งล้วนต้องใช้ดุลยพินิจค่อนข้างมากในการตอบ

²²Listwise case exclusion เลือกการคำนวณเฉพาะตัวอย่างที่มีข้อมูลครบถ้วนในตัวแปรทั้ง 52 จากค่า Correlation coefficients

จำนวน 18 ปัจจัย การวิจัยนี้เลือกจำนวนปัจจัยเพียง 5 ปัจจัยแรกที่มีค่า Eigen value สูงสุด ตามส่วนเพิ่มที่ลดน้อยลงมากของค่า Eigen value หรือมี % ค่าแปรปรวน (Variance) ที่ลดลงมาก (Lewis-Beck, 1994, p. 113) และความสามารถในการอธิบายความหมายร่วมของตัวแปรที่เกาะกลุ่มกัน สรุปผลตามตารางที่ 6.3 และ 6.4 ผลการทดสอบเชิงปัจจัยยืนยันข้อสมมุติฐานนี้ ถึงแม้โดยเนื้อหาจะปรากฏเพียง 3 องค์ประกอบหลัก แต่มีองค์ประกอบการควบคุมสองแนวทางที่แยกจากกันอย่างชัดเจน เกิดเป็น 5 องค์ประกอบย่อย แตกต่างจากที่เดิมได้คาดหมายไว้ Component Score Covariance Matrix ที่ได้แสดงให้เห็นว่าปัจจัยทั้ง 5 ไม่มีความสัมพันธ์ต่อกันที่ระดับนัยสำคัญ 0.000 โครงสร้างอำนาจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทยที่ได้จากการสำรวจ พบว่าเป็นไปตามสมการดังนี้

$$Y = 6.021(C_a) + 3.685(C_{lc}) + 3.085(C_m) + 2.624(C_r) + 2.176(C_s) \quad (12)$$

ถึงแม้จะมีรายละเอียดบางส่วนที่ต่างจากความคาดหมายไว้ แต่โดยรวมถือว่าให้ผลสนับสนุนข้อสมมุติฐานตรีมิติ (3C) ผลจากการวิเคราะห์ยืนยันว่า องค์ประกอบตรีมิติทั้งสามเป็นส่วนประกอบหลักของกิจการตามสมการที่ (12) โดยมีขีดความสามารถเชิงอำนาจ (C_a) เป็นองค์ประกอบหลัก มีอำนาจการควบคุมย่อยสองประเภทคืออำนาจการควบคุมเชิงกฎหมาย (C_{lc}) แบบดั้งเดิม และอำนาจการควบคุมเชิงตลาด (C_m) มีองค์ประกอบชั้นตามติดย่อยสองประเภทคือชั้นตามติทางวัฒนธรรมบริษัทไทย (C_r) และชั้นตามติทางวัฒนธรรมบริษัทไทยเชื้อสายจีน (C_s) การทดสอบพบการสลับที่ของตัวแปรในองค์ประกอบจำนวนมาก โดยพบว่าตัวแปรด้านวัฒนธรรมได้เข้าแทรกซ้อน²³ อยู่กับองค์ประกอบ C_a และ C_{lc} นอกเหนือจากการดำรงอยู่อย่างเอกเทศในองค์ประกอบ C_r ในขณะเดียวกันตัวแปรด้านขีดความสามารถเชิงอำนาจและอำนาจการควบคุมได้เข้าแทรกอยู่ในองค์ประกอบ C_r และ C_s สิ่งที่น่าสังเกตในขณะเดียวกันก็คือ ตัวแปรที่มีความหมายเชิงนามธรรมสองตัวล้วนไม่ปรากฏในทั้ง 5 องค์ประกอบเช่น ตัวแปรอันดับที่ 19 *Cultural Effect* ที่ระบุผลกระทบทางวัฒนธรรมในเชิงหลักการ และตัวแปรอันดับที่ 44 *Shareholder Over Stake* ซึ่งเป็นตัวแทนแนวทางธรรมาภิบาลบริษัทที่เป็นหลักการเช่นกัน ปรากฏการณ์ลักษณะเช่นนี้สอดคล้องกับทั้งหลักทฤษฎีที่ว่า วัฒนธรรมย่อมจะแทรกซึมอยู่ในวิถีคิดและการทำงาน มากกว่าปรากฏอยู่เป็นค่านิยมที่ดำรงอยู่อย่างเป็นเอกเทศตามลำพัง (Hofstede, 2001, p. 394, quoted in van Den Berg and Wilderom, 2004, p. 574) ยิ่งย้ำข้อเท็จจริงที่ว่า การแบ่งแยกองค์ประกอบที่เป็นนามธรรมนั้นอาจเหมาะสมสำหรับการศึกษา

²³ แสดงในตาราง 2-3 ของผนวก ข

ตารางที่ 6.3

ปัจจัยที่ได้จากการสังเคราะห์

องค์ประกอบ	Initial Eigen values		
	Total	% of Variance	Cumulative %
1	6.021	11.579	11.579
2	3.685	7.086	18.665
3	3.085	5.933	24.598
4	2.624	5.046	29.644
5	2.176	4.185	33.829

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียน จากการทดสอบการวิเคราะห์ปัจจัย ของตัวแปร 52 ตัว โดยมี Extraction Method: Principal Component Analysis (Unrotated) แสดงค่า Eigen value และ %ค่าแปรปรวน เฉพาะปัจจัย 5 อันดับแรก เนื่องจาก ตัวแปรที่ 5 และ 6 และต่อไป มีค่า%ค่าแปรปรวนที่อธิบายได้ ที่ใกล้เคียงกันได้แก่ 3.740 และ 3.477 ตามลำดับ แสดงการหักมุมเส้น Scree plot ระหว่างปัจจัยที่ 5 และ 6 พบ%ค่าแปรปรวนที่อธิบายได้รวมต่ำ เป็นไปตามความคาดหมายเนื่องจาก คำถามที่ใช้ในการเก็บข้อมูลเป็นไปในเชิงเปรียบเทียบ หรือมีความหมายมากกว่าหนึ่งความหมาย

ในเชิงวิชาการ แต่จำเป็นต้องปรับให้สอดคล้องกับบริบทของภาคสนามในการเก็บข้อมูลและประยุกต์ใช้ การทดสอบครั้งนี้ไม่สามารถแบ่งแยกองค์ประกอบจันทามติทางวัฒนธรรมจากตัวแปรที่เป็นนามธรรมเพื่อวัดระดับความสำคัญอย่างเป็นเอกเทศได้

จากการศึกษาจากข้อมูลตัวแปร 52 ตัว ซึ่งเป็นตัวแปรข้อเท็จจริงหรือเป็นข้อมูลได้รับผลกระทบจากทัศนคติแต่น้อย จำนวน 16 ตัวแปร และข้อมูลทัศนคติ จำนวน 36 ตัวแปรตามแบบสอบถามส่วนที่ 3 ที่ใช้กับกลุ่มตัวอย่างผู้บริหารและกรรมการบริษัท ยืนยันข้อสมมุติฐานที่ว่า

คนไทยมีฉันทามติทางวัฒนธรรมที่ถือเอาบริษัทมหาชนเป็นทรัพย์สินส่วนตัว ตารางที่ 6.3 แสดงองค์ประกอบที่ได้จากการสังเคราะห์ ถึงแม้สัดส่วนค่าแปรปรวน โดยรวมของ 5 องค์ประกอบจะมีน้อยเพียงร้อยละ 33.829 แต่หากจะพิจารณาการจับกลุ่มของตัวแปร จะเห็นได้ชัดเจนว่าแต่ละองค์ประกอบมีแกนความหมายระหว่างตัวแปรร่วมกันสูงมาก นอกจากนั้นการมีค่าอธิบายต่ำในกรณีเช่นนี้ถือว่าเป็นเรื่องปกติ ด้วยเหตุผลที่กล่าวมาแล้ว

จากการใช้การวิเคราะห์ปัจจัย กับ 52 ตัวแปร ปรากฏผลตัวแปรที่มี ค่าสมบูรณ์ของ Factor loading ของ 5 ปัจจัยแรกที่มีค่าเท่ากับหรือสูงกว่า 0.300²⁴ จำนวน 50 ตัวแปร รายละเอียดแสดงในตารางที่ 2-2 ในผนวก ข ประกอบด้วยตัวแปรในปัจจัยที่ 1 จำนวน 22 ตัวแปร ตัวแปรในปัจจัยที่ 2 จำนวนรวม 6 ตัวแปร ตัวแปรในปัจจัยที่ 3 จำนวนรวม 9 ตัวแปร ตัวแปรในปัจจัยที่ 4 จำนวนรวม 7 ตัวแปร และตัวแปรในปัจจัยที่ 5 จำนวน 7 ตัวแปร ตัวแปรที่ไม่รวมในปัจจัยใดจำนวน 2 ตัวแปร โดยมีรายละเอียดของแต่ละองค์ประกอบดังนี้

1.1 องค์ประกอบชี้วัดความสามารถเชิงอำนาจ ตัวแปรของฉันทามติทางวัฒนธรรมจำนวนมากทั้งเป็นค่านิยม บรรทัดฐาน ความไว้วางใจ ทศนคติ และการมีหรือขาดจริยธรรม ได้ผสมผสานอยู่ในองค์ประกอบ "ชี้วัดความสามารถเชิงอำนาจ" ของกิจการไทยอย่างแยกไม่ออก ซึ่งเป็นไปตามผลการศึกษาวัฒนธรรมที่พบก่อนหน้านี้ว่า วัฒนธรรมองค์กรจะแสดงออกในการปฏิบัติงานมากกว่าแสดงให้เห็นในรูปค่านิยม (Hofstede, 2001) ตารางที่ 6.4 แสดงผลการวิเคราะห์ปัจจัย (Factor analysis) บ่งชี้ชัดเจนถึงวัฒนธรรมของการถือหุ้นและสาเหตุความจำเป็นของการดำเนินธุรกิจในลักษณะกิจการส่วนตัวหรือครอบครัว สังเกตได้จากการบ่งบอกความหมายของตัวแปรที่ประกอบกันขึ้นเป็น "ชี้วัดความสามารถเชิงอำนาจ" ทั้งหมดสอดคล้องกันไปในทางเดียวกัน ตัวแปรที่มีเครื่องหมายบวกสนับสนุนองค์ประกอบ 1 คือชี้วัดความสามารถเชิงอำนาจกิจการของไทย มีจำนวน 13 ตัวปรากฏตามตารางที่ 6.4 ตัวแปรทั้ง 13 สอดคล้องกับลักษณะวัฒนธรรมที่ปรากฏตามหลักฐานการศึกษาที่มีมาก่อนหน้านี้อย่างชัดเจน ไม่ว่าจะเป็นการมีผู้ถือหุ้นและครอบครัวเข้ามามีบทบาทในการบริหาร (ประสาร ไตรรัตน์วรกุล, 2546, น. 41; Claessens et al., 2002, p. 3, 25; Brown, 1994, p. 231, 241; Carney and Gedajlovic, 2001b, p. 2, 4; Carney, 2005, p. 257) (ตัวแปรอันดับ 9 *FamilyRole*, .435) การไม่อาจคำนึงถึงประเด็นทางจริยธรรมได้เต็มที่เนื่องจากทำให้เสียเปรียบทางธุรกิจ (Greenfield and

²⁴ ผู้เขียนเลือกแสดงตัวแปรที่มีค่าสัมประสิทธิ์ (factor loading) สูงสุดค่าเดียวของทั้ง 5 ปัจจัยแรก และมีค่าขั้นต่ำที่ 0.300

ตารางที่ 6.4

ตัวแปรที่มีสัมประสิทธิ์เครื่องหมายบวกขององค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ

อันดับ	ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์
9	<i>FamilyRole (C_o)</i>	.435
20	<i>Cannot Fully Ethical (C_e)</i>	.373
26	<i>Trust More Than Ability(C_e)</i>	.389
31	<i>Satisfactory Coexistence (C_e)</i>	.447
34	<i>Compromising (C_e)</i>	.405
35	<i>Avoid Conflict (C_e)</i>	.397
42	<i>Warm Treatment (C_e)</i>	.628
43	<i>Major Holder, Finalist (C_a)</i>	.499
46	<i>Board More as Advisor (C_p)</i>	.398
47	<i>Obey or quit (C_a)</i>	.488
48	<i>Flex of Major Share Hol (C_a)</i>	.453
50	<i>Undistinq Principles (C_e)</i>	.609
52	<i>Pol & Unethic Pressure (C_a)</i>	.357

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียน ใช้ข้อมูลจากตารางที่ 2-2 ในผนวก ข เพื่อแสดงให้เห็นกลุ่มตัวแปรที่มีสัมประสิทธิ์เครื่องหมายบวก ซึ่งสนับสนุนองค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจของบริษัทจดทะเบียนของไทย สิ่งที่น่าสังเกตก็คือตัวแปรฉันทามติทางวัฒนธรรม (C_e) แบบไทยได้เข้ามาแทรกรวมกับตัวแปรขีดความสามารถเชิงอำนาจ (C_a) เป็นจำนวนมาก

Kostant, 2003, p. 35) (ตัวแปรอันดับ 20 *Cannot Fully Ethical*, .373) การให้น้ำหนักความสำคัญกับความไว้วางใจกว่าความสามารถของบุคคลในการคัดเลือกกรรมการ (Brown, 1994, p. 232; Bruton et al., 2001, p. 153; Backman and Butler, 2003, pp. 64-5) (ตัวแปรอันดับ 26 *Trust More Than Ability*, .389) การอยู่ร่วมกันโดยไม่เดือดร้อนสะท้อนค่านิยมรวมกลุ่ม (Kim, 1994) (ตัวแปรอันดับ 31 *Satisfactory Coexistence*, .447) เช่นเดียวกับการยึดหลักถ้อยที่ถ้อยอาศัย (ตัวแปรอันดับ 34 *Compromising*, .405) และวัฒนธรรมหลีกเลี่ยงความขัดแย้ง ทำให้หลีกเลี่ยงเสนอความเห็นที่ขัดแย้ง (Holmes and Tangtongtavy, 1995) (ตัวแปรอันดับ 35 *Avoid Conflict*, .397) การครอบงำบริษัทโดยผู้ถือหุ้นใหญ่ด้วยการสร้างบุญคุณส่วนตัวผ่านการช่วยเหลือเกื้อกูลแก่กรรมการบริษัท (Hofstede, 1980; Begley and Tan, 2001, p. 543; Yeh and Woitke, 2005, p.1859) (ตัวแปรอันดับ 42 *Warm Treatment*, .628) ผู้ถือหุ้นใหญ่คือผู้มีอำนาจตัดสินใจในประเด็นสำคัญ (Chandler, 1990, p. 15; Carney and Gedajlovic, 2001a, p. 345; Carney, 2005, p. 257) (ตัวแปรอันดับ 43 *Major Holder, Finalist*, .499) การเลือกบุคคลที่ใกล้ชิดเข้าเป็นกรรมการทำให้กรรมการมีสภาพเป็นผู้ให้คำปรึกษา มากกว่าทำหน้าที่คานอำนาจ (Nikomborirak, 2001, p. 16; Limpaphayom, 2001, p. 241; Fagan, 2003, p. 330) (ตัวแปรอันดับ 46 *Board More as Advisor*, .398) กรรมการบริษัทไทยมักมีวัฒนธรรมที่พยายามหลีกเลี่ยงความขัดแย้งด้วยการยอมรับการตัดสินใจของผู้บริหารหรือมิฉะนั้นลาออก (Hofstede, 1980) (ตัวแปรอันดับ 47 *Obey or quit*, .488) ความไม่ชัดเจนในสิทธิทรัพย์สินและการบังคับใช้กฎหมายของสังคมไทย ทำให้ผู้ถือหุ้นใหญ่ต้องทำหน้าที่เป็นผู้บริหารด้วย เพื่อประโยชน์ความคล่องตัวในการจัดการปัญหาภายนอก (Gifford, 1999, p. 471, 481; Nickerson and Zenger, 2004, p. 625; Sarasvathy, 2004, p. 520; Gedajlovic et al., 2004, p. 901) (ตัวแปรอันดับ 48 *Flex of Major Share Hol*, .453) แตกต่างจากความเห็นของนักวิชาการตะวันตกที่ว่า การกระจายหุ้นไม่อาจเกิดขึ้นได้เนื่องจากความอ่อนแอของกฎหมายในการคุ้มครองผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Burkart, Panunzi and Schleifer, 2002, p. 4; Castillo and Skaperdas, 2005)

องค์ประกอบนี้ยังแสดงให้เห็นว่า แม้แต่ผู้บริหารและกรรมการบริษัทก็ยังแสดงให้เห็นว่า มีความไขว่ขว่เกี่ยวกับฐานะของบริษัทซึ่งเป็นนิติบุคคล ที่ต้องแยกขาดจากทรัพย์สินส่วนตัวของผู้ถือหุ้นใหญ่ (Chandler, 1990, p. 15; Carney and Gedajlovic, 2001a, p. 345; Carney, 2005, p. 257) (ตัวแปรอันดับ 50 *Undistinq Principles*, .609) อิทธิพลการเมือง ความอ่อนแอของกฎหมายและการบังคับใช้กฎหมายตลอดจนการแข่งขันทางธุรกิจอย่างไม่มีการกีดกัน ทำให้บริษัท

ไม่อาจทำตัวอยู่ภายใต้กรอบกฎหมาย (Alba et al., 1998, p.15; Milhaupt, 1998, p.1194; Keefer and Knack, 2002, p. 24 ; Morck and Yeung, 2003, p. 36; Batra et al., 2003, p .17; Kirton, 1994) (ตัวแปรอันดับ 52 *Pol & Unethic Pressure*, .357) ข้อมูลเชิงทัศนคติในประเด็นนี้สะท้อนให้เห็นว่าระบบกฎหมายของไทยโดยรวมนั้นยังคงมีผลในแง่ของการเป็นนิติบัญญัติ (Legislation) เท่านั้นแต่ยังไม่มีผลในแง่ของการบังคับใช้ (Enforcement)

นอกจากนั้นยังมีตัวแปรที่แสดงเครื่องหมายลบ 9 ตัวสนับสนุนองค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ ตามตารางที่ 6.5 ในจำนวนนี้มีถึง 6 ตัวที่แสดงการปฏิเสธการคำนานาจอย่างชัดเจน แสดงให้เห็นโครงสร้างอำนาจภายในดังเช่นกิจการส่วนตัว โดยเฉพาะการไม่ยอมรับว่า ความโปร่งใสซึ่งเป็นเงื่อนไขสำคัญของการเกิดธรรมาภิบาลบริษัท (Vishwanath and Kaufmann, 2001, pp. 42-3; Mehrez and Kaufmann, 1999, p. 21; Patel, Balic, and Bwakira, 2002, p. 337; Perotti, and Thadden, 2002, p. 382) (ตัวแปรอันดับ 49 *Transparency, CG Tool*, -.401) ทั้งหมดสะท้อนอำนาจระดับสูงของผู้ถือหุ้นใหญ่ และการไร้คุณภาพของอำนาจภายในกิจการ (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี, 2544; Cadbury, 1992; Rajan and Zingales, 1998, p. 388, 391) (ตัวแปรอันดับ 21 *Countervailing Power*, -.622) การไม่ยอมรับมาตรการป้องกันการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวจากกิจการ (Jansen and Meckling, 1976; Peasnell et al., 2001, p. 25; Uzun et al., 2004, p. 39; Sharma, 2004, p. 115) (ตัวแปรอันดับ 22 *Fraud Prevention*, -.557) การไม่ยอมรับประโยชน์ของการมีกรรมการที่มีพื้นฐานความหลากหลาย (Ramirez, 2000, p. 99; Carter et al., 2002, p. 22) ซึ่งเน้นย้ำความไว้วางใจคือเงื่อนไขสำคัญของการคัดเลือกกรรมการบริษัท (ตัวแปรอันดับ 23 *Variety Oriented*, -.358) การไม่ยอมรับบรรทัดฐานความโปร่งใสที่ ผู้บริหารควรเป็นฝ่ายนำเรื่องที่นำเคลือบแคลงเข้าที่ประชุมเอง (Vishwanath and Kaufmann, 2001, pp. 42-3; Mehrez and Kaufmann, 1999, p. 21; Patel et al., 2002, p. 337; Perotti, and Thadden 2002, p. 382) (ตัวแปรอันดับ 37 *Self Declaring*, -.367) การไม่ยอมรับข้อเท็จจริงทางกฎหมายว่าคณะกรรมการบริษัทมีอำนาจเหนือผู้บริหารตามหลักสากล (Fama and Jensen, 1983, pp. 170-3 ; Nikomborirak, 2001, p. 16; Limpaphayom, 2001, p. 241) (ตัวแปรอันดับ 45 *Major Holder Under B*, -.336)

นอกจากนั้นองค์ประกอบขีดความสามารถยังมีตัวแปรทัศนคติ ที่ชี้ให้เห็นการไร้ซึ่งทุนทางสังคมของไทย จากการปฏิเสธความสามารถไว้วางใจบุคคลในคณะกรรมการบริษัท (Knack and Keefer, 1997, pp. 1283-4; Grootaert and van Bastelaer, 2002, p. 14; Blair and Stout, 2001, p.1808; Guiso et al., 2001, p. 30) (ตัวแปรอันดับ 39 *All trusting directors*

ตารางที่ 6.5

ตัวแปรที่มีสัมประสิทธิ์เครื่องหมายลบขององค์ประกอบชี้ความสามารถเชิงอำนาจ

อันดับ	ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์
17	Capability (C _a)	-.397
21	Countervailing Power (C _p)	-.622
22	Fraud Prevention (C _p)	-.557
23	Variety Oriented (C _p)	-.358
37	Self Declaring (C _p)	-.367
39	All Trusting Directors (C _e)	-.548
45	Major Holder Under B (C _p)	-.336
49	Transparency, CG Tool (C _p)	-.401
51	Ethics W/O More Profit (C _e)	-.458

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียนใช้ข้อมูลจากตารางที่ 2-2 ในผนวก ข เพื่อแสดงให้เห็นกลุ่มตัวแปรอำนาจการควบคุม (C_p) ที่มีสัมประสิทธิ์เครื่องหมายลบ ซึ่งเท่ากับคัดค้านตัวแปรอำนาจการควบคุมที่มกลดค่าขององค์ประกอบชี้ความสามารถเชิงอำนาจ ซึ่งจากการพิจารณาตัวแปรที่มีค่าเป็นลบในที่นี่ แสดงถึงการไม่ยอมรับทั้งองค์ประกอบอำนาจการควบคุมเชิง กฎหมายและอำนาจการควบคุมเชิงตลาด และเท่ากับสนับสนุนองค์ประกอบชี้ความสามารถเชิงอำนาจของบริษัทจดทะเบียนของไทย สิ่งที่น่าสังเกตก็คือตัวแปรฉันทามติทางวัฒนธรรม (C_e) แบบไทยได้เข้ามาแทรกพร้อมกับตัวแปรชี้ความสามารถเชิงอำนาจ (C_a) ในส่วนนี้บ้าง

-548) และการไม่ยอมรับว่าบริษัทได้พิจารณาประเด็นทางจริยธรรมและผลกระทบต่อสังคม แม้ไม่เกี่ยวกับการเพิ่มผลกำไร (ตัวแปรอันดับ 51 *Ethics W/O more profit*, -.458) (Habermas, 1987; Giddens, 1990; Shionoya, 1995; Wieland, 2001, p.82; Rose-Ackerman, 2002)

สิ่งที่น่าสังเกตประการสุดท้ายก็คือองค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจได้ปฏิเสธความพยายามสร้างขีดความสามารถเชิงแข่งขันหรือเทคโนโลยีการผลิตสำหรับการแข่งขัน (ตัวแปรอันดับ 17 *Capability*, -.397) เป็นลบ ซึ่งค่อนข้างผิดไปจากความคาดหมาย แม้ว่ากลุ่มตัวอย่างทัศนคติ ให้ความสำคัญกับตัวแปรนี้มากเป็นอันดับที่ 1 หากจะพิจารณาจากคะแนนดิบที่อยู่ในลำดับที่สูงที่สุด (4.58) ในจำนวนตัวแปรทั้ง 36 ตัว ตามตารางที่ 1-19 ในผนวก ข

สาเหตุที่ตัวแปรนี้แสดงค่าเป็นลบในองค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ น่าจะเป็นไปได้ว่า กลุ่มตัวอย่างจำนวนหนึ่งอยู่ในภาคธุรกิจการค้า เช่น ห้างสรรพสินค้า ภาคทรัพยากร เช่นเหมืองแร่และโรงงานผลิตไฟฟ้าทำให้ไม่เกี่ยวข้องนักกับเรื่องการค้นคว้าปรับปรุงเทคโนโลยีการผลิต และอาจเป็นไปได้อีกเช่นกันว่า กลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่ดำรงตำแหน่งในระดับนโยบาย ทำให้ไม่คุ้นเคยกับเรื่องเทคโนโลยีการผลิต ทำให้ผู้ตอบอาจเห็นการพัฒนาเทคโนโลยีการผลิตเป็นเรื่องที่แยกขาดจากประเด็นของอำนาจในบริษัท นอกจากนั้นกรรมการจำนวนหนึ่งถึงแม้เชื่อในความสำคัญของการสร้างขีดความสามารถ แต่เห็นว่ากิจการยังไม่ได้พยายามมากพอในการสร้างขีดความสามารถ ยังผลได้ค่าที่เป็นลบสำหรับตัวแปรนี้ แต่สาเหตุที่เป็นไปได้มากที่สุดก็คือความสามารถของกิจการไทยที่สำคัญที่สุดไม่ได้มีพื้นฐานที่แอบอิงกับนวัตกรรมเพื่อการแข่งขัน หากแต่อยู่ที่ความสามารถที่ทำให้ไม่ต้องแข่งขัน ด้วยการสร้างและใช้ระบบพวกพ้อง (Crony) (Pomerleano, 1998, p. 2, 4) ระบบอุปถัมภ์ (Siamwalla, 1980, p. 27; Morck and Yeung, 2003, p. 36; Batra et al., 2003, p. 17) การเข้ากุมอำนาจรัฐ (State capture) (อนันท์เศรษฐศาสตร์, 2539, น. 201, 211; Hellman et al., 2000, p. 32; Cypher and Dietz, 2004, p. 213) เพื่อแย่งชิงและปกป้องสัมปทาน และการใช้เงื่อนไขการประมูลเพื่อกีดกันคู่แข่ง (Bid logging) (Hellman and Kaufmann, 2002, p. 21) ทำให้ตัวแปรเรื่อง "เทคโนโลยีเพื่อการแข่งขัน" ถูกผลักออกจากกลุ่มตัวแปรที่เป็นขีดความสามารถหลักของกิจการไทย สอดคล้องกับหลักฐานตามตารางที่ 1-17 ในผนวก ข ซึ่งกลุ่มตัวอย่างถึงร้อยละ 50.2 เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนเสียเปรียบบริษัทจำกัดของเอกชนทั่วไปในประเด็นเรื่องการเปิดเผยข้อมูลความโปร่งใสและค่าใช้จ่ายในการปฏิบัติตามหลักธรรมาภิบาลบริษัท

การมีตัวแปรที่สนับสนุนถึง 23 ตัวมีน้ำหนักเพียงพอที่จะยืนยันถึงการมีองค์ประกอบอำนาจการบริหารและขีดความสามารถสำหรับการแข่งขันของกิจการ นอกจากนี้ในการวิเคราะห์

ต่อไปจะเห็นว่า ตัวแปรและองค์ประกอบนี้มีความหมายสำคัญต่อแนวโน้มผลประกอบการ

1.2 องค์ประกอบอำนาจควบคุมเชิงกฎหมาย (Legal control power) จากตารางที่ 6.6 พบตัวแปรจำนวน 6 ตัว ทั้งหมดแสดงค่าเป็นบวก ประกอบด้วย อำนาจการควบคุม (Jensen and Smith, 1983, p. 143; Benveniste, 1991; Rajan and Zingales, 1998, p. 388, 391; Wells, 1998, p. 28) (ตัวแปรอันดับ 18 *Control Power*, .363) ความจำเป็นที่ผู้บริหารต้องมีอำนาจมาก แสดงให้เห็นค่านิยมการยอมรับในอำนาจ (Hofstede, 1980) หรืออาจจำเป็นเพื่อควบคุมอำนาจของพนักงานและการควบคุมการใช้ทรัพยากร (Aghion and Tirole, 1997, p. 27) หรือเพื่อให้สามารถเลิกและว่าจ้างใหม่ (Gifford, 1999, p. 471, 481) หรือการตัดสินใจอย่างฉับไวได้โดยไม่ต้องขอความเห็น (Nickerson and Zenger, 2004, p. 624) (ตัวแปรอันดับ 28 *High Power Is Needed*, .582) ผู้บริหารมักชี้แจงให้กรรมการและพนักงานได้ทราบข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท (Vishwanath and Kaufmann, 2001, pp. 42-3; Mehrez and Kaufmann, 1999, p. 21; Patel et al., 2002, p. 337; Perotti and Thadden, 2002, p. 382) (ตัวแปรอันดับ 29 *Sharing Information*, .479) การยอมรับในหลักการของการคานอำนาจ โดยผู้บริหารมักนำเรื่องสำคัญเข้าขออนุมัติคณะกรรมการ (Pettigrew and McNulty, 1998, p. 212) (ตัวแปรอันดับ 30 *B Approv Always Sought*, .484) การยึดถือกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียนเป็นกรอบในการทำหน้าที่ (La Porta et al., 2000, p. 24; Rock and Wachter, 2001) (ตัวแปรอันดับ 32 *Legal Limit*, .443) ผู้บริหารควรมีอำนาจเต็มที่ภายใต้กรอบกฎหมาย (Gedajlovic et al., 2004, p. 901; Claessens et al., 2002, p. 3, 25; Siems, 2002; Carney, 2005, p. 257) (ตัวแปรอันดับ 40 *High Power Under Law*, .416) ตัวแปรส่วนใหญ่ในองค์ประกอบนี้ถึงแม้ให้ความสำคัญกับการควบคุม แต่ให้ความสำคัญกับสิ่งที่เป็นรูปแบบตามกฎหมายบริษัทมหาชนและกฎหมายหลักทรัพย์มากกว่าที่เป็นสาระ อันเป็นลักษณะของรูปแบบการควบคุมที่ผ่านมาในอดีตของไทย ซึ่งกรรมการบริษัทรุ่นอาวุโสยังคงยึดถือเป็นแนวทาง และการที่มีน้ำหนักเป็นองค์ประกอบที่ 2 แสดงให้เห็นว่ารูปแบบการควบคุมในเชิงกฎหมายนี้ยังคงเป็นรูปแบบการควบคุมหลักของบริษัทจดทะเบียนของไทย โดยเหตุที่สังคมไทยมีปัญหาความอ่อนแอของการบังคับใช้กฎหมาย (Alba et al., 1998, p. 15; Morck et al., 1999, p. 40; Fagan, 2003, p. 328) และตัวกฎหมายบริษัทมหาชนเองที่มีข้อบกพร่องในเรื่องการกำหนดบทบาทหน้าที่กรรมการอย่างชัดเจน (ชม วราวุฒ, 2545, น. 159) และโดยที่กฎหมายบริษัทมหาชนได้เปิดช่องให้ผู้ถือหุ้นใหญ่ครอบงำอำนาจการบริหารในบริษัทได้โดยง่าย โดยเฉพาะวิธีการลงคะแนนเสียงเลือกกรรมการบริษัท ซึ่งมักถือเอาจำนวนหุ้นเป็นเกณฑ์ ทำให้บริษัทจดทะเบียนจำนวนมากของไทยมีปัญหา

ตารางที่ 6.6

ตัวแปรขององค์ประกอบอำนาจการควบคุมเชิงกฎหมาย

อันดับ	ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์
18	Control Power (C_p)	.363
28	High Power Is Needed (C_a)	.582
29	Sharing Information (C_p)	.479
30	B Approv Always Sought (C_p)	.484
32	Legal Limit (C_p)	.443
40	High Power Under Law (C_a)	.416

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียนใช้ข้อมูลจากตารางที่ 2.2 ในผนวก ข เพื่อสรุปให้เห็น
ตัวแปรอำนาจการควบคุม (C_p) ที่เป็นองค์ประกอบอำนาจการ
ควบคุมเชิงกฎหมาย ซึ่งมีตัวแปรชี้วัดความสามารถเชิงอำนาจ (C_a)
เข้ามาสนับสนุน 2 ตัว

เรื่องการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นส่วนน้อย การแสดงผลในองค์ประกอบย่อยนี้แตกต่างจากการศึกษา
ในสหราชอาณาจักรที่พบการพัฒนาธรรมาภิบาลบริษัทโดยไม่จำเป็นต้องอาศัยกฎหมายเป็น
เครื่องมือ (Cheffins, 2001, pp. 483-4) แต่สอดคล้องกับงานการศึกษาที่ว่า กฎหมายและการ
บังคับใช้กฎหมายมักมีบทบาทสำคัญในฐานะของหลักประกันขั้นพื้นฐานของการสร้าง
ธรรมาภิบาลบริษัทในสหรัฐฯและพื้นที่ต่างๆของโลก (La Porta et al., 2000, p. 24) ซึ่ง
หมายความว่า ความเข้มงวดของการใช้กฎหมายจะช่วยเสริมการเกิดธรรมาภิบาลบริษัทในสังคม

1.3 องค์ประกอบอำนาจการควบคุมเชิงตลาด (Market control power) ตารางที่ 6.7

แสดงตัวแปรขององค์ประกอบที่ 3 โดยมีตัวแปรทั้งหมดจำนวน 8 ตัว สิ่งที่น่าสังเกตก็คือ
องค์ประกอบนี้แม้มีลักษณะที่เป็นกลไกการควบคุมเช่นเดียวกับองค์ประกอบที่ 2 ในแง่ของ
การควบคุม แต่ทว่ามีความแตกต่างที่มีของแนวคิดธรรมาภิบาลบริษัทแบบสากลแสดงออกอย่าง

เด่นชัด เป็นที่น่าสังเกตว่า องค์ประกอบนี้เป็นแนวคิดของบุคคลภายนอกที่ไม่มีสายสัมพันธ์เป็นการส่วนตัวกับผู้ถือหุ้นใหญ่ (ตัวแปรอันดับ 4 *YearExp*, -.534) มักเป็นบุคคลมีชื่อเสียงในสังคม (ตัวแปรอันดับ 24 *Comparative Prestige*, .419) ซึ่งช่วยให้มีอำนาจแห่งชื่อเสียง (Prestige power) (Finkelstein, 1992, p. 515) มักมีการศึกษาสูงถึงสูงมาก (ตัวแปรอันดับ 7 *EdLevel*, .384) ซึ่งเชื่อว่าจบการศึกษาจากต่างประเทศ ทำให้มีความคิดเป็นตัวของตัวเองมาก และมักผ่านการอบรมหลักสูตรกรรมการ (ตัวแปรอันดับ 8 *DirTraining*, .353) (Xie et al., 2003, p. 310) และเชื่อในหลักของการคานอำนาจ (ตัวแปรอันดับ 25 *Balance, the Just Way*, .417) กิจกรรมลักษณะนี้ยังมีจำนวนไม่มาก และส่วนใหญ่เป็นกิจการขนาดใหญ่ที่มีมูลค่าตลาดสูง²⁵ (ตัวแปรอันดับ 14 *AveLogCap*, .453) ซึ่งทำให้หลักทรัพย์มีสภาพคล่อง ทำให้อยู่ในข่ายที่อาจได้รับประโยชน์จากการเข้าถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ และในขณะเดียวกันก็อยู่ภายใต้การควบคุมโดยกลไกของตลาด (Holmström and Tirole, 1993, p. 707) ผลการทดสอบที่พบอิทธิพลของขนาดกิจการต่อการสร้างธรรมาภิบาลบริษัทเช่นนี้สอดคล้องกับผลการทดสอบที่พบในประเทศจำนวนมาก (Werder, 2005, p. 181) อย่างไรก็ตามบริษัทจดทะเบียนของไทยแม้จะมีขนาดใหญ่ก็ยังคงยอมรับในอิทธิพลของธุรกิจที่อิงความสัมพันธ์ ซึ่งเป็นประเด็นมักถูกกล่าวหาตลอดว่า คือสาเหตุประการหนึ่งของปัญหาทางเศรษฐกิจ (Brown, 1994, p. 232; Pomerleano, 1998, p. 2, 4; Bennedsen and Wolfenzon, 2000, p. 115; Bruton et al., 2001, p. 151; Morck and Yeung, 2003, p. 36; Backman and Butler, 2003, pp. 64-5; Singh, 2003, p. F451) (ตัวแปรอันดับ 41 *Deep & wide Relation*, .391) และความจำเป็นของการยอมละทิ้งกฎเกณฑ์เป็นครั้งคราวเพื่อทำไร (Kirtan, 1994; Hofstede et al., 2002, pp. 4-5) (ตัวแปรอันดับ 38 *No Rich W/O Wrong*,

²⁵ จากการทดสอบ Anova เพิ่มเติมพบว่ากิจการในเครือ (*BizGroup*) และขนาดของกิจการที่วัดจากมูลค่าตลาด (*Average Log Market Capitalization, AveLogCap*) มีความสัมพันธ์ (Beta coefficient = .193) อย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติที่ระดับ 0.005 ซึ่งว่ากิจการขนาดใหญ่ มักมีกิจการในเครือมาก จากเชิงอรรถข้างต้น แม้อาจยังได้ว่าการแต่งตั้งผู้บริหารและกรรมการไว้ในกลุ่มกิจการ ทำให้จำนวนตำแหน่งไม่อาจสะท้อนการมีชื่อเสียงและฐานะสังคมของกรรมการ แต่ขนาดของกิจการและจำนวนกิจการในเครือมักเป็นสิ่งที่มีความคู่กันในประเทศไทย นอกจากนั้น การมีตำแหน่งในหลายกิจการในเครือยังช่วยลดอุปสรรคในการสอดส่องดูแลรายการที่เกี่ยวข้องกัน (Related-party transactions) ไม่ได้มาก ในภาพรวมแล้วข้อมูลคำตอบทัศนคติ ในเรื่องชื่อเสียงและฐานะสังคมของกรรมการยังน่าเชื่อว่า สะท้อนความเป็นจริงตามสมควร

ตารางที่ 6.7

ตัวแปรขององค์ประกอบอำนาจการควบคุมเชิงตลาด

อันดับ	ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์
4	YearExp (C_p)	-.534
7	EdLevel (C_p)	.384
8	DirTraining (C_p)	.353
14	AveLogCap	.453
24	Comparative Prestige (C_p)	.419
25	Balance. the Just Way (C_p)	.417
38	No Rich W/O Wrong (C_p)	.355
41	Deep & wide Relation (C_p)	.391

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียน ใช้ข้อมูลจากตารางที่ 2-2 ในผนวก ข เพื่อแสดงให้เห็นตัวแปรขององค์ประกอบอำนาจการควบคุมเชิงตลาด โดยเฉพาะซึ่งประกอบด้วยตัวแปรทั้ง 4 ประเภท อันได้แก่ขีดความสามารถเชิงอำนาจ (C_p) อำนาจการควบคุม (C_p) จันทมคติทางวัฒนธรรม (C_p) และตัวแปรควบคุม AveLogCap

.355) สอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า วัฒนธรรมการเน้นกำไรสูงสุด ทำให้ยากต่อการยึดถือจริยธรรม (Thomsen, 2001, p. 161) ผลการทดสอบที่พบอำนาจการควบคุมเชิงตลาดโดยนักธุรกิจรุ่นใหม่ สอดคล้องกับผลงานก่อนหน้านี้นี้ที่ระบุว่า บริษัทจดทะเบียนจำนวนหนึ่งของประเทศไทยมี ธรรมชาติภิบาลบริษัท (Gibson, 2003, p. 248; Klapper and Love, 2003, p. 21) และการเกิดขึ้นของกลุ่มผู้บริหารและกรรมการมืออาชีพ (Wallerdsak and Suehiro, 2004, p. 99)

การพบว่าบริษัทจดทะเบียนของไทยแยกเป็นสองกลุ่มตามประเภทของการใช้อำนาจ ควบคุมลักษณะเช่นนี้สอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า แต่ละสังคมมักมีรูปแบบธรรมชาติภิบาลบริษัท มากกว่าหนึ่งแบบเสมอ (Carney and Gedajlovic, 2001a, p. 349) นอกจากนั้น ยังสอดคล้องกับ ผลการศึกษาบริษัทจดทะเบียนของสหราชอาณาจักรที่พบหลักฐานลักษณะเดียวกัน กล่าวคือมี

บริษัทที่เต็มใจจะทำตามหลักธรรมาภิบาลบริษัท และบริษัทที่ปฏิบัติตามเพียงเพื่อให้ถูกต้องตามกฎหมายข้อบังคับเท่านั้น อย่างไรก็ตามอาจมีความแตกต่างกันในประเด็นในเรื่องของสัดส่วน เพราะสัดส่วนบริษัทจดทะเบียนของประเทศสหราชอาณาจักรที่ยอมทำตามหลักธรรมาภิบาลบริษัทอย่างครบถ้วนมีสัดส่วนที่สูงถึงร้อยละ 56 ในปี ค.ศ. 2003-4 (Arcot and Bruno, 2005, pp. 3-4, 27) ซึ่งน่าเชื่อว่ามีสัดส่วนสูงกว่าบริษัทจดทะเบียนของไทยในมาตรฐานธรรมาภิบาลบริษัทเดียวกัน²⁶

1.4 องค์ประกอบอันทามติทางวัฒนธรรมบริษัทไทย (Cultural consensus of Thai companies) องค์ประกอบอันทามติทางวัฒนธรรมบริษัทไทยนั้นประกอบด้วยตัวแปร 7 ตัวปรากฏตามตารางที่ 6.8 ที่น่าสนใจก็คือไม่มีตัวแปรด้านวัฒนธรรมตามที่กำหนดไว้ร่วมเป็นองค์ประกอบ แต่กลับมีตัวแปรของขีดความสามารถเชิงอำนาจของกิจการแบบไทยแสดงเครื่องหมายบวกและมีตัวแปรของอำนาจการควบคุมตามหลักสากลแสดงเครื่องหมายลบ หลักฐานสำคัญที่บ่งบอกแนวทางการดำเนินงานของบริษัทแบบไทยคือ การไม่ยอมรับกลไกธรรมาภิบาลบริษัทตามมาตรฐานสากลในกิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งความอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบและการตรวจสอบภายใน (ตัวแปรอันดับ 1 *IASstrength*, -.317) ซึ่งทำให้บริษัทมหาชนของไทยมักถูกกล่าวหาว่าขาดธรรมาภิบาลบริษัท (Pomerleano, 1998, p. 2, 4; Alba et al., 1998, p. 13; Claessens et al., 1999, p. 19, 22; Morck et al., 1999, p. 40; Mitton, 2002, p. 239; Klapper and Love, 2003, p. 21) องค์ประกอบนี้ยังมีตัวแปรที่แสดงให้เห็นว่าเป็นกิจการที่มักไม่มียกย่องจากกลุ่มประเทศอังกฤษ-อเมริกันเข้าถือหุ้น (Rueda-Sabater, 2000, pp. 122-3; Lins and Warnock, 2004, p. 27) (ตัวแปรอันดับ 12 *%AAOwning*, -.496) หรือแม้แต่การถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติอื่นๆ (Gillan and Starks, 2003, p. 28; Doidge, 2004, p. 34) (ตัวแปรอันดับ 13 *%Foreign*, -.438) มักเป็นบริษัทที่ส่วนหนึ่งของเครือกิจการ (ตัวแปร 11 *BizGroup*, .445) ซึ่งมีรายการธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกัน (Khanna and

²⁶ ลำพังเงื่อนไขมาตรฐานบัญชีสากล (International Accounting Standard) ซึ่งมีความเข้มงวดกว่ามาตรฐานบัญชีของไทย และหลักธรรมาภิบาลบริษัทที่กำหนดให้ประธานคณะกรรมการบริษัทเป็นบุคคลแยกจากหัวหน้าคณะผู้บริหาร (CEO) ซึ่งเป็นมาตรฐานธรรมาภิบาลบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในสหราชอาณาจักร (Mallin, Mallineux and Wihlborg, 2005, p. 539; Mäntysaari, 2005, p. 97) ก็เป็นเรื่องที่ยากสำหรับบริษัทจดทะเบียนของไทยที่จะนำมาปฏิบัติแล้ว

ตารางที่ 6.8

ตัวแปรขององค์ประกอบจันทามติทางวัฒนธรรมของบริษัทไทย

อันดับ	ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์
1	<i>IAStrength</i> (C_p)	-.317
10	<i>%Control</i> (C_a)	.533
11	<i>BizGroup</i>	.445
12	<i>%AAOwning</i> (C_p)	-.496
13	<i>%Foreign</i> (C_p)	-.438
15	<i>PatentQuan</i> (C_a)	-.339
27	<i>Major Holder Power</i> (C_a)	.398

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียน ใช้ข้อมูลจากตารางที่ 2-2 ในผนวก ข เพื่อแสดงให้เห็นตัวแปรขององค์ประกอบจันทามติทางวัฒนธรรม ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรทั้ง 2 ประเภท อันได้แก่ขีดความสามารถเชิงอำนาจ (C_a) อำนาจการควบคุม (C_p) และ ตัวแปรควบคุม *BizGroup*

Rivkin, 1999, p. 26) ทั้งยังมีแนวโน้มที่จะเน้นกำไรระยะสั้นและไม่ให้ความสำคัญกับการสร้างนวัตกรรมหรือการพัฒนาเทคโนโลยีเพื่อการแข่งขัน (ตัวแปร15 *PatentQuan*, -.339) (Redding, 1990, p. 109; Carney and Gedajlovic, 2001b, p. 10; Lingle, 1997, p. 19, quoted in Clarke, 2000, p. 107) นอกจากนั้นยังเป็นกิจการที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่คือผู้มีอำนาจเลือกกรรมการ (Nikomborirak, 2001, p. 16; Hofstede, 1980; Fagan, 2003, p. 330) (ตัวแปรอันดับ 27 *Major Holder Power*, .398) ทำให้สะท้อนให้เห็นจันทามติทางวัฒนธรรมของบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ของไทยอย่างชัดเจน

1.5 องค์ประกอบจันทามติทางวัฒนธรรมของบริษัทไทยเชื้อสายจีน (Cultural consensus of Chinese Thai Businessmen) ตัวแปรที่ประกอบรวมในปัจจุบันที่ห้ามีจำนวน 7 ตัว

โดยมีตัวแปรที่แสดงทั้งค่าบวกและค่าลบ ปรากฏรายละเอียดตามตารางที่ 6.9 กลุ่มตัวอย่างที่แสดงจรรยาบรรณค่านิยมของนักธุรกิจไทยเชื้อสายจีนส่วนใหญ่เป็นสตรี (ตัวแปรอันดับ 6 Sex, .338)²⁷ และมีอายุต่ำกว่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง (ตัวแปรอันดับ 16 Age, -.454) จากการศึกษาเพิ่มเติมพบว่าจำนวนร้อยละ 68.42 อยู่ในตำแหน่งบริหาร ตัวแปรสำคัญในองค์ประกอบนี้มี 4 ตัวแปรคือ ตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของครอบครัวในบริษัท (ประสาร ไตรรัตน์วรกุล, 2546, น. 41; Brown, 1994, p. 231, 241; Carney and Gedajlovic, 2001b, p. 2, 4; Limpaphayom, 2001, p. 241; Carney, 2005, p. 257) (ตัวแปรที่ 3 %Owning, .516) แสดงให้เห็นความเป็นธุรกิจครอบครัวที่ชัดเจน (ประสาร ไตรรัตน์วรกุล, 2546, น. 41) ตัวแปรสัดส่วนของสายเลือดจีน (ตัวแปรอันดับ 5 %Sinoblood, .319) บ่งบอกจรรยาบรรณค่านิยมของเชื้อสายจีนขององค์ประกอบนี้ ตัวแปรการขาดความไว้วางใจในนักธุรกิจไทยทั่วไป (Knack and Keefer, 1997, pp. 1283-4; Grootaert and van Bastelaer, 2002, p. 14; Blair and Stout, 2001, p. 1808; Guiso et al., 2001, p. 30) (ตัวแปรอันดับ 33 Trustful Thais, -.323) ซึ่งอาจบ่งความหมายได้เช่นกันถึงค่านิยมทางวัฒนธรรมการรวมกลุ่ม (Collectivist cultural value) ที่เลือกไว้วางใจเฉพาะบุคคลที่มีความสัมพันธ์กันเท่านั้น หรือการทำธุรกิจโดยอิงสายสัมพันธ์ (Quanxi) (Fan, 2002, p. 554) ตลอดจนตัวแปรการรักษาความสัมพันธ์อันดีกับข้าราชการและนักการเมืองเพื่อหวังผลในเรื่องสิทธิพิเศษและการผูกขาด (Bruton et al., 2001, p. 151; Hellman and Kaufmann, 2002, p. 21; Morck and Yeung, 2003, p. 36; Batra et al., 2003, p. 17; Singh, 2003, p. F451) (ตัวแปรอันดับ 36 Keep Rel With Gov, .307) แสดงให้เห็นร่องรอยของระบบอุปถัมภ์และการร่วมมือกันแสวงหาผลประโยชน์ในสังคมของธุรกิจคนไทยเชื้อสายจีนและขุนนางที่ดำเนินมาตั้งแต่ยุครัตนโกสินทร์ตอนต้นจนถึงปัจจุบัน (ญาดา ประภาพันธ์, 2524; นิธิ เอียวศรีวงศ์, 2525; อเนก เหล่าธรรมทัศน์, 2539; อคินรพีพัฒน์, 2547; Siamwalla, 1980; Brown, 1994) นอกจากนั้น ค่าตัวแปรจำนวนตำแหน่งในบริษัทจดทะเบียนเป็นลบ (ตัวแปรอันดับ 2 NumPost, -.348) แสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างมักทำงานในบริษัทเดียวที่ถือหุ้นอยู่ด้วย ต่างจากลักษณะของผู้บริหารมืออาชีพที่มักรับตำแหน่งในหลายบริษัท เสริมลักษณะของลักษณะธุรกิจครอบครัวที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น จากการศึกษาเพิ่มเติมเพื่อค้นหาลักษณะกิจการแบ่งแยกตามเพศ (Sex) ของผู้บริหารในกลุ่มตัวอย่าง ด้วยวิธี T-test เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของตัวแปรขนาด (AveLogCap) และความเป็นกลุ่มกิจการ (BizGroup)

²⁷ในการทดสอบได้กำหนด Sex เป็น dummy variable โดยให้เพศชายมีค่าเท่ากับ 1 และเพศหญิงมีค่าเท่ากับ 2

ตารางที่ 6.9

ตัวแปรขององค์ประกอบจันทามติทางวัฒนธรรมของบริษัทไทยเชื้อสายจีน

อันดับ	ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์
2	<i>NumPost</i> (C_p)	-.348
3	<i>%Owning</i> (C_a)	.516
5	<i>%Sinoblood</i> (C_e)	.319
6	<i>Sex</i> (C_p)	.338
16	<i>Age</i> (C_p)	-.454
33	<i>Trustful Thais</i> (C_e)	-.392
36	<i>Keep Rel With Gov</i> (C_a)	.334

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียน ใช้ข้อมูลจากตารางที่ 2-2 ในผนวกฯ เพื่อแสดงให้เห็น
ตัวแปรขององค์ประกอบจันทามติทางวัฒนธรรมซึ่งประกอบด้วย
ตัวแปรทั้ง 3 ประเภทอันได้แก่จิตความสามารถเชิงอำนาจ (C_a)
อำนาจการควบคุม (C_p) และจันทามติทางวัฒนธรรม (C_e)

ไม่พบความสัมพันธ์กับทั้งขนาดของกิจการ ($p=0.239$) หรือความเป็นกิจการในเครือ ($p=0.641$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงให้เห็นว่า จันทามติบริษัทครอบครัวไทยเชื้อสายจีน ซึ่งมีผู้บริหารสตรีเป็นผู้แสดงบทบาทหลักเป็นปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นทั่วไปทั้งในกิจการขนาดต่างๆ ทั้งในกิจการประเภทเดียวและประเภทที่เป็นกลุ่มกิจการ

ผลการศึกษาที่พบบทบาทของสตรีไทยเชื้อสายจีนในระบบธรรมาภิบาลบริษัทไทย นับเป็นเรื่องใหม่ที่น่าสนใจเป็นอย่างยิ่งเนื่องจากว่า เป็นแ่งมุมที่ยังไม่มีการศึกษามาก่อน และมักถูกมองข้ามมาโดยตลอด การค้นพบนี้เป็นการเปิดมุมมองให้เห็นลักษณะสำคัญของจันทามติธุรกิจครอบครัวไทยเชื้อสายจีน ที่มีผู้บริหารสตรีไทยเชื้อสายจีน ซึ่งเดิมอาจทำหน้าที่ดูแลในเรื่องการเงินเฉพาะในครอบครัวเท่านั้น แต่ในปัจจุบันได้ขยายบทบาทหน้าที่ดูแลกิจการที่ครอบครัวได้

ลงทุนอย่างใกล้ชิด จากการทดสอบด้วยวิธี T-test พบว่าผู้บริหารสตรีส่วนใหญ่²⁸ มีสัดส่วนสายเลือดจีน (%Sinoblood) มากกว่าผู้บริหารชายอย่างมีนัยสำคัญ ($p=0.042$) และมีอายุเฉลี่ยน้อยกว่าผู้บริหารชาย และมักดำรงในตำแหน่งกรรมการบริหาร และมีตำแหน่งงาน (NumPost) ในบริษัทมหาชนเฉลี่ยรวม 1.22 แห่ง น้อยกว่ากลุ่มเพศชายอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งกลุ่มเพศชายมักดำรงตำแหน่งรวมเฉลี่ย 1.91 แห่ง ($p=0.000$) และพบว่า ลักษณะการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารชายกระจายไปในตำแหน่งต่างๆ อันได้แก่ ประธานคณะกรรมการบริษัท ประธานบริหาร กรรมการผู้จัดการ และกรรมการบริหาร นอกจากนั้น ผู้บริหารสตรียังได้รับเชิญจากผู้ถือหุ้นใหญ่ในการเข้าสู่ตำแหน่งบริหาร²⁹ น้อยกว่าผู้บริหารชายอย่างมีนัยสำคัญ ($p=0.001$) แสดงให้เห็นสภาพตลาดแรงงานผู้บริหารที่มีเพศชายเป็นเพศหลัก ผู้บริหารสตรีคือกลุ่มที่แสดงความเห็นว่า บริษัทมหาชนที่ทำตามหลักธรรมาภิบาลบริษัทมีความเสียเปรียบบริษัทเอกชนอื่นๆ ในเรื่องการเปิดเผยข้อมูล³⁰ ($p=0.011$) ผลการศึกษาในส่วนนี้สอดคล้องกับผลการศึกษาคุณสมบัติของกรรมการในประเทศออสเตรเลียที่พบว่าผู้บริหารและกรรมการสตรีมีสัดส่วนน้อยกว่าชาย มักมีอายุน้อยกว่า และต้องมีความเกี่ยวพันทางครอบครัวจึงสามารถเข้าถึงตำแหน่งกรรมการ (Sheridan and Milgate, 2005, pp. 848-9) จากหลักฐานเหล่านี้ จึงมีความเป็นไปได้สูงที่ผู้บริหารสตรีไทยคือคนในครอบครัวที่ทำหน้าที่รับผิดชอบทางการเงินและบัญชีของบริษัท ซึ่งหากเป็นเช่นนี้ย่อมมีบทบาทอย่างสำคัญต่อธรรมาภิบาลบริษัทไทยในทางปฏิบัติ

อย่างไรก็ตามองค์ประกอบที่ห้านี้มีน้ำหนักน้อยกว่าองค์ประกอบที่ 4 แสดงให้เห็นว่าฉันทามติของธุรกิจไทยเชื้อสายจีนนั้นแม้มีความเด่นชัด แต่มิได้มีสภาพเป็นฉันทามติทางวัฒนธรรมหลักของบริษัทจดทะเบียนของไทย

1.6 ตัวแปรที่ไม่อาจจัดเข้าในองค์ประกอบ มีตัวแปร 2 ตัวที่มีค่าต่ำกว่า 0.300 ใน 5 ปัจจัยแรกได้แก่ คนในองค์กรมีวัฒนธรรมบางอย่างเฉพาะ (ตัวแปรอันดับ 19 *Cultural Effect*)

²⁸ จากกลุ่มตัวอย่างที่เป็นผู้บริหารสตรี ซึ่งไม่รวมถึงกรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบพบว่า 14 ใน 26 ท่านดำรงตำแหน่งกรรมการบริหาร ส่วนที่เหลือดำรงในตำแหน่งบริหารอื่นๆ

²⁹ ศึกษาละเอียดข้อมูลตัวแปร *Invited by Owner* ในตาราง 1-10 ของผนวก ข เฉพาะกลุ่มผู้บริหาร(ที่ไม่ใช่กรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ)

³⁰ ศึกษาละเอียดข้อมูลตามตาราง 1-17 ในผนวก ข เฉพาะกลุ่มผู้บริหาร (ที่ไม่ใช่กรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ)

แนวทางการเน้นประโยชน์ผู้ถือหุ้นมากกว่าแนวทางฝ่ายมีส่วนได้เสีย (ตัวแปรอันดับ 44 *Shareholder Over Stake*) ตัวแปรทั้ง 2 กระจ่ายอยู่ในปัจจัยอื่นๆอีก 13 ปัจจัย โดยไม่อาจให้ความหมายในเชิงสาระได้ สาเหตุส่วนหนึ่งเกิดจากกลุ่มตัวอย่างไม่สามารถให้ความหมายกับตัวแปรเหล่านี้ในลักษณะที่สอดคล้องไปในทางเดียวกันได้

1.7 สรุป ผลทดสอบของการวิเคราะห์ปัจจัย แสดงให้เห็นองค์ประกอบธรรมาภิบาลบริษัทของไทยที่แตกต่างจากประเทศสหรัฐอเมริกาและเยอรมนีอย่างชัดเจน ผลการทดสอบชี้ว่า ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนของไทยมีการแบ่งกลุ่มออกตามลักษณะการใช้อำนาจควบคุมและฉันทามติทางวัฒนธรรมเป็นสองกลุ่มย่อย การแยกโดยรูปแบบอำนาจควบคุมแสดงให้เห็นว่า กรรมการบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มักเป็นคนเก่าแก่ของบริษัท ที่มีความสัมพันธ์เป็นการส่วนตัวกับผู้ถือหุ้นใหญ่ เคยมีความใกล้ชิด มีบุญคุณ เป็นข้าราชการเกษียณอายุ หรือได้รับความวางใจจากผู้ถือหุ้นใหญ่ ยอมรับการใช้อำนาจของผู้ถือหุ้นใหญ่อย่างเต็มที่ และจำกัดหน้าที่ตัวเอง เพียงดูแลให้ธุรกรรมของบริษัททุกอย่างเป็นไปตามกรอบของกฎหมาย บทบาทของกรรมการกลุ่มนี้มีเพียงการเสริมบุคคลให้ครบองค์ประกอบบริษัทจดทะเบียนตามเงื่อนไขของกฎหมาย หรืออย่างมากเพียงแค่ทำหน้าที่การให้คำปรึกษาแก่ผู้บริหารเท่านั้น แต่ไม่มีอำนาจหน้าที่ในการตัดสินใจใดๆในบริษัท การศึกษาที่ผ่านมาได้สะท้อนภาพกรรมการลักษณะนี้มาตลอด (อนันต์ชัยคงจันทร์, 2544, น. 14, 85; Nikomborirak, 2001, p. 16; Limpaphayom, 2001, p. 241) การใช้อำนาจการควบคุมของกลุ่มธุรกิจลักษณะจึงมีลักษณะเป็นเพียงการใช้ "อำนาจการควบคุมเชิงกฎหมาย" ตามตัวอักษรแต่ขาดการบังคับในทางปฏิบัติจริง ทำให้บริษัทมหาชนของไทยส่วนใหญ่น่าที่จะสร้างธรรมาภิบาลบริษัทให้เกิดขึ้นแม้ว่ามีวิกฤติเศรษฐกิจที่ผ่านมาเป็นบทเรียนแล้วก็ตาม (White, 2004, p. 105, 118) สอดคล้องกับงานการศึกษาที่ว่า กฎหมายมีบทบาทสำคัญในการสร้างธรรมาภิบาลบริษัทในสหรัฐฯและพื้นที่ต่างๆของโลก (La Porta et al., 2000, p. 24) ในขณะเดียวกันการศึกษาพบว่า บริษัทมหาชนจำนวนหนึ่งมักมีนักธุรกิจรุ่นใหม่เป็นผู้บริหารและกรรมการ ส่วนใหญ่มีพื้นฐานมาจากนักบริหารมืออาชีพที่มีชื่อเสียงในสังคมไทยและต่างประเทศ มีการศึกษาสูงถึงสูงมาก เชื่อมั่นในหลักของการคานอำนาจ แต่อย่างไรก็ตามก็ยังคงมองเห็นบริษัทเป็นเพียงเครื่องมือสร้างความมั่งคั่ง และยอมรับเงื่อนไขการแข่งขันทางธุรกิจที่มองข้ามหลักจริยธรรม สอดคล้องกับผลการทดลองที่พบว่า บุคคลที่ทำหน้าที่ตัวแทนรักษาผลประโยชน์มักไม่ให้ความสำคัญกับประเด็นความยุติธรรม (Greenfield and Kostant, 2003, p. 35) เท่าที่ผ่านมายังไม่พบว่ามีการศึกษาบริษัทจดทะเบียนกลุ่มนี้ โดยเหตุที่กลุ่มกิจการเหล่านี้แสดงการปรับตัวเข้ากับกลไกตลาดทุนของโลก โดยคงไว้ซึ่งรูปแบบอำนาจการควบคุมเป็นไปตามกระแสนิยมของตลาด

ทุน ดังนั้นอาจถือได้ว่ากลุ่มบริษัทเหล่านี้มีรูปแบบการใช้ “อำนาจการควบคุมเชิงตลาด” นอกจากนั้นสิ่งที่พบยังสอดคล้องกับการศึกษารรมาภิบาลบริษัทของบริษัทจดทะเบียนใน สหราชอาณาจักรเมื่อไม่นานมานี้ที่พบพฤติกรรมแยกจากกันอย่างชัดเจนของบริษัทที่ปฏิบัติตาม หลักธรรมาภิบาลบริษัทอย่างครบถ้วนและบริษัทที่ปฏิบัติเพียงให้เป็นไปตามกฎระเบียบเท่านั้น (Arcot and Bruno, 2005)

จากผลการทดสอบสรุปในตารางที่ 6.3 พบว่าค่า Eigen value ของ $C_a > C_c$ และ C_m เป็นไปตามข้อเสนอ Hypothesis: $H_{1,2}$ ที่ว่า

$$a_a > a_c, a_u$$

สอดคล้องกับความเชื่อที่ว่ากิจการจะดำเนินไปได้อย่างยั่งยืนนั้น “ขีดความสามารถเชิงอำนาจ” (a_a) จะต้องมีย่าน้ำหนักมากกว่า “อำนาจการควบคุม” (a_c) จากการทดสอบพบว่า น้ำหนักของ องค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ ($a_a = 6.021$) สูงกว่าอำนาจการควบคุมเชิงกฎหมาย ($a_c = 3.685$) และสูงกว่าองค์ประกอบอำนาจควบคุมเชิงตลาด ซึ่งเราพบจากการวิเคราะห์ ($a_m = 3.085$) ตามลำดับ และสูงกว่าน้ำหนักขององค์ประกอบด้านตามทิศทางวัฒนธรรม ผลการ ทดสอบยังพบว่า ตัวแปรของด้านตามทิศทางวัฒนธรรมเข้าแทรกซ้อนในองค์ประกอบที่เป็นขีด ความสามารถเชิงอำนาจและอำนาจการควบคุมสองประเภท และค่าน้ำหนักขององค์ประกอบ ด้านตามทิศทางวัฒนธรรมทั้งสองประเภทย่อยอยู่ในระดับต่ำ ($a_l = 2.624$, $a_s = 2.176$) ตามสมการ ที่ (12)

ข้อนำสังเกตสำหรับการทดสอบในส่วนนี้ก็คือ การพิจารณาประเด็นความสมดุลของ อำนาจในบริษัทมหาชนนั้นจำเป็นต้องนำเอาปัจจัยทั้งหมดมาร่วมพิจารณาในภาพรวม ซึ่งไม่ สามารถใช้วิธีการแยกพิจารณาเป็นส่วนๆ ได้ ดังในกรณีการพบหลักฐานว่า ผู้บริหารในบริษัท จดทะเบียนของไทยใช้อิทธิพลส่วนตัวในการสร้างความสัมพันธ์กับกรรมการอิสระ เพื่อให้สามารถ ครอบงำบริษัทนั้นเป็นเหตุการณ์ที่พบได้ทั่วไปแม้ในบริษัทจดทะเบียนของสหรัฐฯ (Filkenstein and D'Aveni, 1994, p. 1100) ทั้งที่มีหลายฝ่ายเห็นว่า สหรัฐฯมีรูปแบบธรรมาภิบาลบริษัทที่ควร ยึดถือเป็นแบบอย่าง³¹ ทำให้เกิดข้อสงสัยในความจำเป็นของการจำกัดอิทธิพลส่วนตัว แต่หากจะ พิจารณาในภาพรวมแล้ว การใช้อิทธิพลส่วนตัวของผู้บริหารนั้นสร้างผลแตกต่างอย่างมากระหว่าง

³¹ กรณีเช่นนี้เป็นเพียงตัวอย่างหนึ่งของการอ้างมาตรฐานปฏิบัติของสังคมที่พัฒนาแล้ว ทั้งที่ตระหนักว่าเป็นข้อบกพร่อง เพื่อใช้เป็นเหตุผลความชอบธรรมในการกำหนดบรรทัดฐาน ลักษณะเดียวกันในสังคมไทย โดยไม่พิจารณาถึงบริบทของประเด็นปัญหาที่กว้างพอ

กรณีของประเทศทั้งสอง ซึ่งมีบริบทและองค์ประกอบที่แตกต่างกัน เนื่องจากผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนของไทยนั้นมักเป็นผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของบริษัท ทำให้มีอำนาจทางกฎหมายในการให้คุณและให้โทษต่อกรรมการอิสระโดยตรงได้ด้วย นอกจากนั้นสหรัฐยังมีกฎหมายและการบังคับใช้กฎหมายอย่างเข้มงวด ตลอดจนจรรยาบรรณทางวัฒนธรรมที่ควบคุมพฤติกรรมของกรรมการอิสระในการที่จะทำหน้าที่ในกรอบที่สมควร ทำให้การใช้สิทธิพลของผู้บริหารได้ผลอย่างจำกัด

(2) ผลกระทบของธรรมาภิบาลบริษัทต่อผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนของไทย

จากความเชื่อที่ว่า ธรรมาภิบาลบริษัทนำไปสู่ผลประกอบที่ดี (Daily and Dalton, 1994; MacAvoy and Millstein, 1999; Sanders and Carpenter, 1998; Gompers et al., 2001, p. 34; Gugler et al., 2003, p. F535; Beiner et al., 2005, p. 27) ทำให้การศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ ระหว่างผลกระทบของธรรมาภิบาลบริษัทและผลประกอบการเป็นประเด็นที่น่าสนใจ แต่การพิจารณาผลกระทบของธรรมาภิบาลบริษัทนั้นสามารถดำเนินการได้ในสองด้าน ในด้านหนึ่งคือการพิจารณาเงื่อนไขธรรมาภิบาลบริษัท ซึ่งในที่นี้คือความสมดุลของอำนาจ ($H_{2.1}$) และในอีกด้านหนึ่งคือผลกระทบของกลไกธรรมาภิบาลหรือปัจจัย ($H_{2.2}$) โดยการศึกษาในแง่มุมทั้งสองในที่นี้ใช้ค่าแนวโน้มของผลประกอบการของสองงวดบัญชีคือ พ.ศ. 2545 และ 2546 เป็นเครื่องมือใช้ในการวัด³² โดยเชื่อว่ากิจการที่มีธรรมาภิบาลบริษัทจะให้ผลประกอบการ ($\Delta\%Yield$, $\Delta\%ROI$, $\Delta\%ROA$, $\Delta\%ROE$) ดีขึ้นหรืออย่างน้อยคงที่ ดังนั้นบริษัทที่มีความสมดุลของอำนาจจะมีธรรมาภิบาลบริษัท ทำให้ผลต่างของค่าแนวโน้มของอัตราผลประกอบการของสอง

³² การเลือกใช้เพียงสองงวดบัญชีแทนที่จะเลือกใช้ระยะเวลามากกว่านั้นเนื่องมาจากเหตุผลหลายประการ ประการแรก หลังวิกฤตเศรษฐกิจมีบริษัทจดทะเบียนจำนวนมากอยู่ระหว่างการฟื้นฟูและเปลี่ยนแปลงผู้ถือหุ้น โครงสร้างอำนาจภายในอยู่ในสภาพไม่ชัดเจน ไม่เอื้อสำหรับการศึกษา ประการที่สองก่อนหน้านี้บริษัทจดทะเบียนของไทยแทบไม่ให้ความสำคัญกับเรื่องของธรรมาภิบาลบริษัท รัฐบาลไทยเองเพิ่งเริ่มให้ความสำคัญกับหลักธรรมาภิบาลบริษัทและผลักดันอย่างจริงจังในระยะไม่นานมานี้ ทำให้จำนวนบริษัทที่มีภาวะความเป็นธรรมาภิบาลในระยะก่อนหน้านี้มีจำนวนน้อยเกินไปสำหรับการศึกษา ประการที่สามหน่วยงานกำกับได้เริ่มเข้มงวดกับการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนเมื่อไม่นานนี้ โดยเฉพาะในเรื่องของอำนาจควบคุมบริษัท ซึ่งแต่เดิมนั้นมักถือว่าการเปิดเผยข้อมูลเป็นประเด็นที่ควรปล่อยให้กลไกตลาดตัดสิน

ปีแสดงค่าเป็นบวก ในขณะที่บริษัทที่ขาดธรรมาภิบาลบริษัทจะมีค่าแนวโน้มผลประกอบการที่น้อยกว่า ผลการทดสอบใน 4 ลักษณะปรากฏดังนี้

2.1 การเปรียบเทียบความสมดุลขององค์ประกอบของกลุ่มตัวอย่างกับค่าแนวโน้มผลประกอบการ การทดสอบทำโดยการหาผลต่างของค่าสัมประสิทธิ์ Eigen value ขององค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ และอำนาจการควบคุมที่ได้จากการวิเคราะห์ปัจจัยของกลุ่มย่อยแยกตามค่าแนวโน้มผลประกอบการ ผลการทดสอบปรากฏตามตารางที่ 2-4 ในผนวก ข โดยพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากเครื่องมือการวัด $\Delta\%Yield$, $\Delta\%ROA$ และ $\Delta\%ROE$ นั้น แสดงค่ายืนยันกรอบทฤษฎีตรีมิติ ในขณะที่เครื่องมือการวัด $\Delta\%ROI$ ปฏิเสธข้อสมมุติฐาน แต่จากการตรวจสอบโครงสร้างของตัวแปรของกลุ่มย่อยในแต่ละองค์ประกอบในนั้นรายละเอียด พบว่าโครงสร้างตัวแปรขาดความสม่ำเสมอ ไม่สามารถยืนยันความเป็นองค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ อำนาจการควบคุมเชิงกฎหมาย และอำนาจการควบคุมเชิงตลาดได้ ซึ่งคาดว่าเกิดจากสาเหตุที่กลุ่มตัวอย่างให้น้ำหนักตัวแปรทัศนคติมีความแตกต่างกันน้อยมาก ในขณะที่จำนวนตัวแปรมีมากและขนาดกลุ่มตัวอย่างยังมีไม่มากพอ ดังนั้นเมื่อพยายามแยกเป็นกลุ่มย่อยเพื่อการวิเคราะห์ จึงไม่อาจแสดงความหมายร่วมที่เป็นองค์ประกอบได้ ผลการทดสอบนี้จึงไม่สามารถให้ความหมายใดๆ ดังนั้นจึงไม่สามารถยืนยันหรือปฏิเสธข้อสมมุติฐาน $H_{2.1}$ ได้

2.2 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความสมดุลขององค์ประกอบธรรมาภิบาลและผลประกอบการ จากการใช้การวิเคราะห์ปัจจัย สร้าง Eigen values ของสามองค์ประกอบธรรมาภิบาลบริษัทของกลุ่มตัวอย่างเป็นรายบุคคล ซึ่งแสดงตัวอย่างข้อมูลในตารางที่ 2-6 ของผนวก ข ผลลัพธ์ที่ได้จากการคำนวณนี้ถูกใช้เป็นข้อมูลดิบเพื่อหาผลต่างของน้ำหนักองค์ประกอบธรรมาภิบาลบริษัท ซึ่งเป็นตัวแทนของคุณภาพอำนาจ จากการทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างผลต่างของค่าสัมประสิทธิ์ขององค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจและอำนาจการควบคุมเชิงกฎหมาย (ΔA_C) และ ผลต่างของค่าสัมประสิทธิ์ขีดความสามารถเชิงอำนาจและอำนาจการควบคุมเชิงตลาด (ΔA_M) กับค่าแนวโน้มผลประกอบการ $\Delta\%Yield$, $\Delta\%ROI$, $\Delta\%ROA$ และ $\Delta\%ROE$ ด้วยเครื่องมือการวิเคราะห์เชิงถดถอย พบความสัมพันธ์ในระดับนัยสำคัญที่แตกต่างกันตามตารางที่ 6.9

จากการทดสอบนี้พบความสัมพันธ์ยืนยันตาม $H_{2.1}$ ว่าระดับความแตกต่างของอำนาจมีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับค่าแนวโน้มผลประกอบการ ($\Delta\%ROA$) ที่ระดับ 0.05 ถึงแม้จะมีค่า R^2 ที่ต่ำมากเพียง 0.034 แต่ก็สอดคล้องกับข้อเท็จจริงที่ว่า ข้อมูลพื้นฐานที่ใช้ในการประมวลผลนั้นได้

จากการสังเคราะห์ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อกันน้อยที่สุด³³ ในขณะเดียวกันปัจจัยที่ได้จากการวิเคราะห์ปัจจัยซึ่งเป็นข้อมูลพื้นฐานในการวิเคราะห์ในที่นี้มีค่าแปรปรวนที่อธิบายได้ค่อนข้างต่ำ นอกจากนั้นยังเป็นการทดสอบที่ใช้ข้อมูลตัดขวาง (Cross section) ซึ่งสาเหตุเหล่านี้ล้วนมีส่วนทำให้เกิดค่าแปรปรวนรวมในการวิเคราะห์ที่สูงและผลการทดสอบแสดงค่า R^2 ที่ต่ำ แต่ก็นับว่ามีค่าสูงเมื่อเปรียบเทียบกับแบบจำลองอื่นที่ไม่พบความสัมพันธ์ การทดสอบนี้ทำขึ้นเพื่อมุ่งหาแบบจำลองใหม่ que แสดงผลของความสมดุลของอำนาจต่อผลประโยชน์ โดยมิได้หาความสัมพันธ์โดยตรงระหว่างองค์ประกอบธรรมาภิบาลและผลประโยชน์การดั่งที่มักทำกันมา ซึ่งพบว่ามักล้มเหลวในการหาความสัมพันธ์ (Mehran, 1995, Bhagat and Black, 2002, and Hermalin and Weisbach, 2003 in Marnet, 2005, p. 623)

ผลการทดสอบนี้ยืนยันประโยชน์ของแนวทางการศึกษาโดยตรงไปที่ดุลยภาพของอำนาจ แสดงให้เห็นว่าความเสมอภาคของอำนาจนำไปสู่แนวโน้มผลประโยชน์การดั่งที่มากกว่า นอกจากนั้นค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร ΔROA_C มีค่าเป็นบวกถึง 3 ใน 4 ของสมการการทดสอบชี้ว่า อำนาจการควบคุมเชิงกฎหมายตามลำพังในขณะนี้ไม่มีผลกระทบต่อแนวโน้มผลประโยชน์การดั่ง ในขณะที่ยังค่าสัมประสิทธิ์ของ ΔROA_M มีค่าเป็นลบทั้งใน 4 สมการที่ทำการทดสอบ (โปรดดูตารางที่ 6.10 ประกอบ) ชี้ให้เห็นว่า การคานอำนาจด้วยรูปแบบอำนาจการควบคุมเชิงตลาด ซึ่งรวมถึงการใช้คณะกรรมการตรวจสอบและฝ่ายตรวจสอบภายในที่มีความอิสระ มีแนวโน้มทำให้เกิดดุลยภาพภายในและส่งผลให้กิจการมีผลประโยชน์การดั่งที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะการพบระดับนัยสำคัญของความสัมพันธ์เชิงผกผันระหว่าง ΔROA และ ΔROA_M ช่วยยืนยันอย่างชัดเจนถึงผลกระทบของการมีดุลยภาพอำนาจต่อแนวโน้มผลประโยชน์การดั่งที่มากขึ้น ในขณะเดียวกันก็สะท้อนความอ่อนแอของแนวทางทางกฎหมายและการกำกับดูแลในการสร้างธรรมาภิบาลบริษัทในปัจจุบัน

2.3 การทดสอบความแตกต่างเชิงทัศนคติ ของกลุ่มตัวอย่างต่อผลประโยชน์การดั่ง

จากการแบ่งแยกกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดโดยอาศัยทิศทางการเปลี่ยนแปลงของผลประโยชน์การดั่ง เพื่อยืนยันข้อสมมุติฐานที่ว่า บุคคลในกิจการที่มีธรรมาภิบาลบริษัทที่มีทัศนคติที่แตกต่างกันใน 36 ประเด็นของแบบสอบถาม ด้วยการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยก ผลการทดสอบเป็นไปตามตารางที่ 6.11 ซึ่งไม่พบระดับความแตกต่างของข้อมูลทัศนคติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ของกลุ่มตัวอย่างที่มีผลประโยชน์การดั่งต่างกัน ผลการทดสอบค่อนข้างมีความหมายอยู่บ้าง

³³ อันเป็นแนวทางหลักของการวิเคราะห์ปัจจัย

ตารางที่ 6.10

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยภาพอำนาจและค่าแนวโน้มผลประกอบการ

Dependent Variable	$\Delta\%Yield$		$\Delta\%ROI$		$\Delta\%ROA$		$\Delta\%ROE$	
Independent Variable	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.
<i>DeltaA_C</i>	1.791	.075	-.179	.858	.366	.715	.702	.483
<i>DeltaA_M</i>	-.946	.346	-1.164	.246	-2.378	.018	-.455	.650
Overall model Anova		.204		.346		.039		.776
R ²	.017		.013		.034		.003	
Method	Enter		Enter		Enter		Enter	

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียนเพื่อสรุปการทดสอบหาความสัมพันธ์ผลการคานอำนาจและผลประกอบการ การทดสอบพบความสัมพันธ์ของการใช้ $\Delta\%ROA$ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.039 จากการทดสอบหา Multicollinearity พบความสัมพันธ์ระหว่าง *DeltaA_C* และ *DeltaA_M* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แต่จากการทดสอบหาความสัมพันธ์โดยไม่มีตัวแปร *DeltaA_C* กลับพบความสัมพันธ์ของ $\Delta\%ROA$ และ *DeltaA_M* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.012 แสดงว่าผลกระทบของ Multicollinearity จาก *DeltaA_C* กลับมีผลทำให้ความสัมพันธ์โดยรวมมีระดับนัยสำคัญสูงขึ้น หรืออีกนัยหนึ่งก็คือทำให้แปรปรวนมากขึ้น ผลการทดสอบ โดยวิธี Stepwise method ยืนยันการแยกตัวแปร *DeltaA_C* ออกจากการวิเคราะห์ ซึ่งทำให้ผลการทดสอบมีระดับนัยสำคัญที่ 0.012 ในขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์ทำนองเดียวกันกับตัวแปรตามอื่น

ตารางที่ 6.11

สรุปผลการทดสอบ Canonical Discriminant Functions
ของข้อมูลทัศนคติ ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

	Wilks' Lambda	Chi-square	df	Sig.
$\Delta\%Yield$	.798	38.140	36	.372
$\Delta\%ROI$	.798	35.390	36	.497
$\Delta\%ROA$	.825	33.539	36	.586
$\Delta\%ROE$	.800	36.181	36	.460

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียนจากข้อมูลคำตอบจากแบบสอบถาม
เพื่อทดสอบความแตกต่างทางทัศนคติ ของ
กลุ่มตัวอย่างย่อยที่แยกโดยค่าแนวโน้ม
ผลประกอบการที่ต่างกัน ผลการทดสอบโดยการ
วิเคราะห์เชิงแบ่งแยก ไม่พบความแตกต่างที่
ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลการทดสอบไม่สามารถยืนยันหรือปฏิเสธข้อสมมุติฐาน $H_{2.2}$ ที่ว่า ทัศนคติของผู้บริหารและ
กรรมการในเรื่องธรรมาภิบาลบริษัทมีผลกระทบโดยตรงต่อแนวโน้มผลประกอบการ

2.4 การทดสอบความแตกต่างเชิงทัศนคติ ของกลุ่มกรรมการตรวจสอบต่อ
ผลประกอบการ ดังที่การทดสอบด้วยการวิเคราะห์ปัจจัยกับกลุ่มตัวอย่างพบว่า แนวคิดการใช้
อำนาจควบคุมแบ่งเป็นสองกลุ่มอย่างชัดเจน ดังนั้น วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงได้แยกศึกษาการ
วิเคราะห์เชิงแบ่งแยกกับกลุ่มตัวอย่างเฉพาะที่เป็นกรรมการตรวจสอบ เพื่อค้นหาความแตกต่าง
ทางทัศนคติ ระหว่างกรรมการตรวจสอบของกลุ่มบริษัทที่มีค่าแนวโน้มผลประกอบการที่มากกว่า
และกรรมการตรวจสอบของกลุ่มบริษัทที่มีค่าผลประกอบการที่น้อยกว่า สรุปผลตามตารางที่ 6.12
จึงพบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญยืนยันข้อสมมุติฐาน $H_{2.2}$ ของปัจจัยเชิงทัศนคติต่อภาวะการณ

ตารางที่ 6.12

สรุปผลการทดสอบ Canonical Discriminant Functions ของข้อมูลทัศนคติ
ของกลุ่มตัวอย่างกรรมการตรวจสอบ

	Wilks' Lambda	Chi-square	df	Sig.
$\Delta\%Yield$	.222	39.075	36	.333
$\Delta\%ROI$	.031	83.703	36	.000
$\Delta\%ROA$	.191	46.303	36	.117
$\Delta\%ROE$	.445	19.408	36	.989

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียนจากข้อมูลคำตอบจากแบบสอบถามแสดงผล
การทดสอบกลุ่มตัวอย่างย่อยที่เป็นกรรมการตรวจสอบด้วย
การวิเคราะห์เชิงแบ่งแยก และพบความแตกต่างอย่างมี
นัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ธรรมาภิบาลบริษัทที่ว่า บริษัทมหาชนของไทยที่มีปัจจัยทางทัศนคติที่นำไปสู่ความสมดุลขององค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ อำนาจการควบคุมและฉันทามติทางวัฒนธรรม จะมีผลประกอบการที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่มีปัจจัยหรือมีน้อยกว่า

สิ่งที่ค้นพบนี้ ช่วยเสริมสิ่งที่พบในหัวข้อย่อยที่ผ่านมา และยังชี้ให้เห็นความเป็นไปได้ว่า การพัฒนาใช้ค่า Eigen value เป็นดัชนีชี้วัดระดับความเหมาะสมของการใช้ตัวแปรทัศนคติ สำหรับศึกษาองค์ประกอบธรรมาภิบาลบริษัทในอนาคต ผลการทดสอบพบผลความแตกต่างในกลุ่มตัวอย่างกรรมการตรวจสอบในขณะที่ไม่พบความแตกต่างกับกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดก็ย่อมชี้ให้เห็นว่า ทัศนคติของคณะกรรมการตรวจสอบนั้นมีอิทธิพลต่อระบบธรรมาภิบาลบริษัทในบริษัทมหาชนของไทย ในขณะที่กลับไม่พบอิทธิพลทางทัศนคติของกลุ่มผู้บริหารในเรื่องนี้ ยืนยันผลการทดสอบด้วยวิธีการวิเคราะห์ปัจจัยที่พบว่า การใช้อำนาจการควบคุมแยกเป็นสองรูปแบบอย่างชัดเจนคือ อำนาจการควบคุมเชิงกฎหมาย และอำนาจการควบคุมเชิงตลาด

จากตารางที่ 6.13 ตัวแปรทัศนคติ ที่แสดงความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05 ก็คือ "กิจการได้เน้นขีดความสามารถเพื่อแข่งขัน" (*Capability*) "ชื่อเสียงกรรมการ บริษัทท่านเมื่อเทียบกับบริษัทอื่น" (*Comparative prestige*) "ผู้ถือหุ้นรายใหญ่คือผู้มีอำนาจเลือก กรรมการ" (*Major holder power*) "การหลีกเลี่ยงเสนอความเห็นที่ขัดแย้ง" (*Avoid conflict*) "ผู้ถือหุ้นใหญ่ได้พยายามให้การเกื้อกูลแก่กรรมการบริษัท" (*Warm treatment*) เป็นที่น่าสังเกตว่า ตัวแปร 4 ใน 5 ตัวเป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับกรรมการทั้งสิ้น โดยมีเพียงตัวแปรเรื่องขีดความสามารถ เท่านั้นที่ไม่ได้เกี่ยวข้องโดยตรงกับกรรมการ หากพิจารณาผลการทดสอบเฉพาะตัวแปรขีดความสามารถโดยผิวเผิน จะดูเหมือนว่า มีสิ่งผิดความคาดหมายที่ว่า กรรมการตรวจสอบของกลุ่ม บริษัทที่แสดงค่าแนวโน้มผลประกอบการที่มากกว่าเห็นว่า กิจการที่ตนเป็นกรรมการให้ความสำคัญในเรื่องการพัฒนาเทคโนโลยีเพื่อสร้างขีดความสามารถในการแข่งขัน (ค่าเฉลี่ยทั้งกลุ่มย่อย 4.26 ตามตารางที่ 6.13) น้อยกว่ากิจการที่แสดงค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด (4.58 ตามตารางที่ 1-19 แผนก ข) ค่าแนวโน้มผลประกอบการที่ต่ำกว่า (ค่าเฉลี่ยทั้งกลุ่มย่อย 5.00 ซึ่งเป็นค่าสูงสุดของ scale ตามตารางที่ 6.12) แต่ถ้าเราจะพิจารณาคำถามนี้ในรายละเอียด จะพบการซ่อนความหมายของคำถามที่ว่า "ความพอเพียงหรือไม่" อยู่ภายในประโยค สิ่งที่ กรรมการตรวจสอบของกิจการที่มีค่าแนวโน้มผลประกอบการที่สูงกว่า มักเข้าใจในสถานการณ์การแข่งขันมากกว่า โดยตระหนักว่า การพัฒนาขีดความสามารถเป็นเรื่องที่ไม่อาจหยุดนิ่ง (Schumpeter, 1951, p. 6; Penrose, 1959, pp. 24-5; Teece et al., 2000, pp. 337-8) ดังนั้น จึงเป็นสิ่งที่ไม่ควรรู้สึกว่าการพอเพียงหรือวางใจได้ตลอดเวลา ความกังวลใจในสถานะการพัฒนาขีดความสามารถของกิจการเป็นคุณสมบัติสำคัญของกรรมการบริษัทที่ตระหนักถึงภาวะการณ์การแข่งขันทางธุรกิจ ในขณะที่กรรมการตรวจสอบที่เชื่อมั่นว่าบริษัทได้ให้พยายามอย่างเต็มที่แล้วในสถานะการพัฒนาขีดความสามารถของบริษัทที่ตนเป็นกรรมการนั้น อาจชี้ให้เห็นว่ากรรมการท่านเหล่านี้ไม่ให้ความสนใจ หรือมีเจตนาที่ไม่เข้าใจในภาวะการณ์การแข่งขันทางธุรกิจเชิงสัมพัทธ์ตลอดจนพลวัตของตลาด แต่ในขณะเดียวกันการยังไม่พบหลักฐานอื่น ทำให้เรายังไม่สามารถตัดแง่มุมความเป็นไปได้ของผลกระทบของค่าเช่าที่ได้จากความสามารถในการแย่งชิงและผูกขาดสัมปทานรัฐในอดีต ซึ่งอาจเป็นปัจจัยสำคัญของการแสดงค่าแนวโน้มผลประกอบการที่สูงกว่า ($\Delta\%ROI \geq 0$)

สิ่งที่ต้องใช้ความระมัดระวังในที่นี้ ก็คือการเข้าใจถึงขอบเขตของประเด็น ธรรมชาติของบรรษัทและธรรมชาติของเศรษฐกิจตลอดจนมิติของเวลาที่เกี่ยวข้อง บริษัทที่มีธรรมชาติของบรรษัทในปัจจุบันอาจได้รับสิทธิผูกขาดสัมปทานตั้งแต่ในอดีต ซึ่งแสดงให้เห็นถึง

ตารางที่ 6.13

การทดสอบค่าเฉลี่ยของข้อมูลทัศนคติ ของกรรมการตรวจสอบ
แยกตามค่าแนวโน้มผลประกอบการของกลุ่มกิจการ

Cognition Variables	$\Delta\%ROI<0$	$\Delta\%ROI\geq0$	Wilks'	F	df1	df2	Sig.
Capability*	5.00	4.26	.898	4.792	1	42	.034
Control power	4.30	4.26	1.000	.014	1	42	.906
Cultural effect	4.00	3.91	.997	.111	1	42	.741
Cannot fully ethical	2.80	2.65	.996	.175	1	42	.678
Countervailing power	4.50	3.91	.916	3.841	1	42	.057
Fraud prevention	4.10	4.09	1.000	.002	1	42	.968
Variety oriented	3.70	3.74	1.000	.008	1	42	.931
Comparative	2.80	3.26	.907	4.322	1	42	.044
Balance, the just way	3.90	3.71	.992	.340	1	42	.563
Trust more than	3.20	2.88	.979	.882	1	42	.353
Major holder power*	4.30	3.47	.889	5.245	1	42	.027
High power is needed	4.50	4.00	.921	3.606	1	42	.064
Sharing information	4.00	4.00	1.000	.000	1	42	1.000
B approv always	4.40	4.44	.999	.022	1	42	.882
Satisfactory	3.10	2.35	.924	3.439	1	42	.071
Legal limit	4.30	3.74	.916	3.874	1	42	.056
Trustful Thais	2.80	3.21	.923	3.527	1	42	.067
Compromising	3.70	3.47	.984	.695	1	42	.409

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียน เพื่อแสดงตัวแปรทัศนคติ ที่มีความแตกต่างกันในเชิงสถิติของกลุ่มที่มีค่าแนวโน้ม
ผลประกอบการที่แตกต่างกัน(*) ตัวแปรมีความแตกต่างที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตารางที่ 6.13 (ต่อ)

Cognition	$\Delta\%ROI<0$	$\Delta\%ROI\geq 0$	Wilks' Lambda	F	df1	df2	Sig.
<i>Avoid conflict*</i>	2.70	1.94	.884	5.499	1	42	.024
<i>Keep rel with gov</i>	3.60	3.41	.991	.375	1	42	.543
<i>Self declaring</i>	3.60	3.88	.988	.498	1	42	.484
<i>No rich W/O wrong</i>	3.10	3.03	.999	.035	1	42	.852
<i>All trusting</i>	4.40	3.97	.943	2.561	1	42	.117
<i>High power under</i>	4.50	4.03	.945	2.439	1	42	.126
<i>Deep & wide</i>	3.10	2.88	.993	.293	1	42	.591
<i>Warm treatment*</i>	3.30	2.41	.888	5.297	1	42	.026
<i>Major holder,</i>	2.10	2.29	.994	.266	1	42	.609
<i>Shareholder over</i>	3.30	2.71	.961	1.706	1	42	.199
<i>Major holder under</i>	3.30	3.50	.993	.279	1	42	.600
<i>Board more as</i>	2.90	2.44	.971	1.236	1	42	.273
<i>Obey or quit</i>	3.00	2.59	.968	1.368	1	42	.249
<i>Flex of major share</i>	3.10	2.74	.970	1.288	1	42	.263
<i>Transparency, CG</i>	4.20	4.50	.974	1.119	1	42	.296
<i>Undistinq</i>	2.10	2.12	1.000	.002	1	42	.966
<i>Ethics W/O more</i>	2.80	3.12	.986	.594	1	42	.445
<i>Pol & unethical</i>	3.30	2.71	.951	2.155	1	42	.150

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียน เพื่อแสดงตัวแปรทัศนคติ ที่มีความแตกต่างกันในเชิงสถิติของกลุ่มที่มีค่าแนวโน้ม
 ผลประกอบการที่แตกต่างกัน(*) ตัวแปรมีความแตกต่างที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

สภาพไร้ธรรมาภิบาลเศรษฐกิจของสังคมไทยในอดีตเพราะกิจการสามารถสร้างค่าเช่า (Economic rent) ที่เกิดจากการผูกขาดทำให้สามารถแสดงแนวโน้มผลประกอบการที่สูง ดังนั้น กิจการเหล่านี้แม้มีธรรมาภิบาลบริษัทในปัจจุบัน อาจไม่มีความจำเป็นที่ต้องพัฒนาเทคโนโลยีเพื่อรองรับการแข่งขันในอนาคต

ในขณะเดียวกันกิจการที่มีค่าแนวโน้มธุรกิจที่สูงกว่ามีกรรมกรที่มีชื่อเสียงมากกว่า จากค่าเฉลี่ยตัวแปร "ชื่อเสียงกรรมการบริษัทท่านเมื่อเทียบกับบริษัทอื่น" (*Comparative prestige*) ที่แตกต่างกันอย่างชัดเจน นอกจากนั้นยังไม่ยอมรับว่า ผู้ถือหุ้นใหญ่คือผู้มีอำนาจเด็ดขาดในการเลือกกรรมการ (*Major holder power*) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่เน้นผลตอบแทน ROI ย่อมได้ประโยชน์มากกว่าหากผู้ถือหุ้นใหญ่ไม่เข้ามาเกี่ยวข้องกับการในการสรรหาและแต่งตั้งกรรมการ ซึ่งอาจทำให้ได้กรรมการที่กล้าแสดงความคิดเห็นที่แตกต่างจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยปฏิเสธท่าทีของ "การหลีกเลี่ยงเสนอความเห็นที่ขัดแย้ง" (*Avoid conflict*) ซึ่งท่าทีเช่นนี้ มักเกิดขึ้นได้ต่อเมื่อผู้ถือหุ้นใหญ่สามารถรักษาสัมพันธภาพบนพื้นฐานของการเคารพซึ่งกันและกัน การไม่พยายามครอบงำหรือสร้างบุญคุณด้วยการ "พยายามให้การเกื้อกูลแก่กรรมการบริษัท" (*Warm treatment*) เป็นการส่วนตัว โดยสรุปแล้วบริษัทที่มีค่าแนวโน้มผลประโยชน์ประกอบ (ROI) ที่ดี มักมีกรรมกรตรวจสอบที่มีความเป็นอิสระจริงทั้งในเรื่องส่วนตัวและในระดับทัศนคติจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งจะทำให้สามารถทำหน้าที่รักษาความสมดุลของอำนาจได้อย่างสมบูรณ์

2.5 การทดสอบตัวแปรเชิงประจักษ์ด้วยการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยก การทดสอบกรอบทฤษฎีตรีมิติ นอกจากอาจทำได้ด้วยการวิเคราะห์ปัจจัย แล้ว ยังอาจใช้ตัวแปรเชิงประจักษ์ เพื่อการทดสอบด้วยเครื่องมือการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยก เพื่อทดสอบปัจจัยความแตกต่างของตัวแปรเชิงประจักษ์ทั้งสาม โดยให้ตัวแปร *%Control* เป็นตัวแทนขององค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจของกิจการไทย ตัวแปร *IASrength* เป็นตัวแทนของอำนาจการควบคุม และตัวแปร *Sinoblood* เป็นตัวแทนของฉันทามติเชิงวัฒนธรรมของกิจการไทย ซึ่งได้รับอิทธิพลจากเชื้อสายจีน ผลการทดสอบปรากฏตามตารางที่ 6.14 และ 6.15

ผลการทดสอบการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยก ยืนยันข้อสมมุติฐาน H_{22} โดยพบความแตกต่างที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ในเครื่องมือวัดสองประเภทคือ $\Delta\%ROA$ และ $\Delta\%ROE$ นอกจากนั้นค่าสัมประสิทธิ์สมการของการแบ่งแยก (*Classification Function Coefficients*) ตามตารางที่ 6.13 ที่ได้จากการวัด $\Delta\%ROA$ ยังได้แสดงให้เห็นว่า กิจการที่มีค่าแนวโน้มผลประโยชน์ประกอบที่มากกว่า ($\Delta\%ROA \geq 0$) นั้น จะมีค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรสิทธิการควบคุม *%Control* ที่ 0.149 ต่ำกว่ากลุ่มกิจการที่มีค่าแนวโน้มผลประโยชน์ประกอบน้อยกว่า ($\Delta\%ROA < 0$) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรเดียวกันที่ 0.173 ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ขององค์ประกอบการคานอำนาจ *IASrength* ของกลุ่มกิจการค่าแนวโน้มผลประโยชน์ประกอบที่มากกว่ามีถึง 2.287 สูงกว่ากลุ่มที่มีค่าแนวโน้มที่น้อยกว่า ซึ่งมีค่าเพียง 2.174 แสดงให้เห็นถึงความสมดุลขององค์ประกอบของกลุ่มกิจการที่มีค่าแนวโน้มที่มากกว่าอย่างชัดเจนรูปแบบลักษณะเดียวกันเกิดขึ้นกับ $\Delta\%ROE$ ด้วยนั้นได้ยืนยันสิ่งที่

ตารางที่ 6.14

สรุปผลการทดสอบ Canonical Discriminant Functions ของตัวแปรเชิงประจักษ์

	Wilks' Lambda	Chi-square	df	Sig.
$\Delta\%Yield$	.994	.992	3	.803
$\Delta\%ROI$	.973	4.025	3	.259
$\Delta\%ROA$	.948	8.790	3	.032
$\Delta\%ROE$	.942	9.658	3	.022

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียนโดยอาศัยข้อมูลเชิงประจักษ์ อันประกอบด้วยสิทธิการควบคุม (%Control) ความอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบและฝ่ายตรวจสอบภายใน (IAStrength) และสัดส่วนสายเลือดจีน (Sinoblood) ของผู้บริหารและกรรมการ เพื่อเปรียบเทียบระดับนัยสำคัญของเครื่องวัดผลประกอบการแต่ละประเภท

พบในการทดสอบตามหัวข้อย่อย 2.2 ที่ผ่านมา จากหลักฐานที่ปรากฏทำให้น่าเชื่อว่า กิจกรรมที่มีธรรมาภิบาลบริษัทนั้นมีค่าแนวโน้มผลประกอบการมากกว่า

(3) ปัจจัยความสำเร็จและล้มเหลวของระบบธรรมาภิบาลบริษัทไทย

จากผลการทดสอบด้วยการวิเคราะห์ปัจจัยข้างต้นที่พบว่าสตรีไทยเชื้อสายจีนในบริษัทจดทะเบียนมีอิทธิพลต่อการขาดธรรมาภิบาลบริษัท ทำให้ผู้เขียนมีความคิดที่จะเพิ่มการทดสอบตัวแปรเพศ (Sex) เพื่อหาผลกระทบของเพศหญิงในฐานะที่เป็นตัวแปรควบคุม สำหรับการศึกษาด้วยการวิเคราะห์เชิงถดถอยในส่วนนี้ด้วย อย่างไรก็ตามจากการทดสอบเบื้องต้นกับตัวแปรเพศ (Sex) ด้วยการวิเคราะห์เชิงถดถอยด้วยวิธี Stepwise method กับค่าแนวโน้มผลประกอบการทั้งสิ้น

ตารางที่ 6.15

ค่าสัมประสิทธิ์การแบ่งแยกกลุ่มของข้อมูลเชิงประจักษ์

(Classification Function Coefficients)

	$\Delta\%Yield$		$\Delta\%ROI$		$\Delta\%ROA$		$\Delta\%ROE$	
	$\Delta\%Yield \leq 0$	$\Delta\%Yield > 0$	$\Delta\%ROI < 0$	$\Delta\%ROI \geq 0$	$\Delta\%ROA < 0$	$\Delta\%ROA \geq 0$	$\Delta\%ROE < 0$	$\Delta\%ROE \geq 0$
%Control	.177	.174	.160	.181	.173	.149	.172	.144
IAStrength	2.395	2.363	2.355	2.391	2.174	2.287	2.199	2.255
Sinoblood	.747	.832	.767	.749	.753	.789	.828	.810
(Constant)	-11.337	-11.357	-10.644	-11.571	-10.781	-10.486	-11.055	-10.144

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียน Fisher's linear discriminant functions เพื่อทดสอบความแตกต่างขององค์ประกอบ "สิทธิการควบคุม" (%Control) "ความอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบและฝ่ายตรวจสอบภายใน" (IAStrength) และ "สัดส่วนสายเลือดจีน" (Sinoblood) ของกลุ่มย่อยบริษัท ตามค่าแนวโน้มผลประกอบการที่มากกว่าหรือเท่ากับ และน้อยกว่า 0.00 ยกเว้น $\Delta\%Yield$ ซึ่งแบ่งแยกกลุ่มย่อยตามค่าแนวโน้มผลประกอบการที่มากกว่า และน้อยกว่าหรือเท่ากับ 0.00 ซึ่งมีความหมายเท่ากับไม่มีการจ่ายเงินปันผล

ที่ใช้เป็นตัวแปรตาม ผลการทดสอบไม่แสดงว่ามีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ในขณะเดียวกันกลับพบว่า อาจสร้างปัญหา multicollinearity (พบความสัมพันธ์ของ correlation, $p < 0.10$) กับตัวแปร Sinoblood และ YearExp ซึ่งถูกใช้ทดสอบในแบบจำลองจำนวนมากในที่นี้ จึงจำเป็นต้องตัดตัวแปรเพศออกจากการทดสอบ และได้ผลการทดสอบปรากฏตามตารางที่ 6.16 และ 6.17

(1) ผลการทดสอบแบบจำลอง ผลการทดสอบการวิเคราะห์เชิงถดถอยกับแบบจำลอง (models) จำนวนทั้งหมด 28 แบบจำลอง ยืนยันข้อสมมุติฐาน H_3 โดยพบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 จำนวน 9 แบบจำลองหลัก หรือ 12 แบบจำลองย่อย ปรากฏตามตารางที่ 6.16 และ 6.17 อันได้แก่ แบบจำลอง 1-4, แบบจำลอง 1-6(1), แบบจำลอง 1-6(2),

แบบจำลอง 1-13(1), แบบจำลอง 1-13(2), แบบจำลอง 1-14, แบบจำลอง 2-4, แบบจำลอง 2-6(1), แบบจำลอง 2-6(2), แบบจำลอง 2-10, แบบจำลอง 2-11, และ แบบจำลอง 2-1 แบบจำลองที่พบความสัมพันธ์มีค่า R^2 ในช่วงระหว่าง 0.196-0.260 ของจำนวน 10 แบบจำลอง ซึ่งมีค่าค่อนข้างต่ำ ยกเว้นในสองแบบจำลองที่แสดงค่า 0.052 และ 0.065 ซึ่งต่ำมาก ซึ่งน่าเชื่อว่าเป็นปรากฏการณ์ปกติที่เกิดจากการใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross section data) และอิทธิพลของความแตกต่างของภาคธุรกิจต่อแนวโน้มผลประกอบการ (Palepu et al., 2002, p. 20)³⁴ โดยสรุปแล้ว จึงยังน่าเชื่อว่า ผลการทดสอบยืนยันข้อสมมุติฐาน H_3 ของปัจจัยความสำเร็จและล้มเหลวตามกรอบทฤษฎีธรรมาภิบาลบริษัทตรีมิติ ที่ว่าดุลยภาพของอำนาจและปัจจัยที่เกี่ยวข้องนำไปสู่การเกิดธรรมาภิบาลบริษัท

(2) ผลการทดสอบตัวแปรตาม การศึกษาพบความสัมพันธ์ของรูปแบบจำลองที่ใช้เครื่องวัดค่าแนวโน้มผลประกอบการทั้งสี่ประเภท $\Delta\%Yield$, $\Delta\%ROI$, $\Delta\%ROE$, $\Delta\%ROA$ เป็นตัวแปรตาม แต่เป็นที่น่าสังเกตว่า เครื่องมือวัดแต่ละประเภทแสดงผลเฉพาะกับบางตัวแปรอิสระเท่านั้น ดังอาจสังเกตได้ในหัวข้อย่อยต่อไป ซึ่งผลการทดสอบในส่วนนี้สอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า ระบบธรรมาภิบาลบริษัทควรมีความยืดหยุ่นที่สอดคล้องกับปัจจัยแวดล้อมเฉพาะของแต่ละกิจการและภาคธุรกิจ (Lampel, 2004, p. 234)

(3) ผลการทดสอบตัวแปรอิสระขององค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ ตัวแปรอิสระขององค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ (Authoritative capability) ที่ทำการทดสอบ และได้พบความสัมพันธ์ในแบบจำลองที่มีนัยสำคัญระดับ 0.05 คือ สิทธิการควบคุม (%Control) และ จำนวนสิทธิบัตรที่จดทะเบียน (PatentQuan) การพบเครื่องหมายลบของ

³⁴ อย่างไรก็ตามจำนวนตัวอย่างของบริษัทในแต่ละภาคธุรกิจในนี้มีน้อยเกินกว่าจะศึกษาผลกระทบแยกตามภาคธุรกิจ โดยเฉพาะหากต้องศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างที่เป็นกรรมการตรวจสอบ อย่างไรก็ตามจากการเลือกทดสอบเบื้องต้นโดยใช้ค่าตัวแปรแทน (Dummy variable) ของภาคธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Assigned value=1) และวัสดุก่อสร้างและตกแต่ง (Assigned value=2) ปรากฏว่า พบความสัมพันธ์ (Correlation) กับตัวแปร *PatenQuan* (-27.6% ที่ระดับ 0.017) และ *AveLogCap* (-27.9% ที่ระดับ 0.018) ทำให้อาจสร้างปัญหา Multicollinearity จึงไม่เหมาะสมที่จะศึกษาเพื่อค้นหาระดับผลกระทบ

ตารางที่ 6.16

ผลการทดสอบการวิเคราะห์เชิงถดถอยในกรอบตรีมิติโดยใช้ตัวแปร %Control
เป็นตัวแทนขององค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ

แบบจำลอง	แบบจำลอง 1-4		แบบจำลอง 1-6(1)		แบบจำลอง 1-6(2)		แบบจำลอง 1-13(1)		แบบจำลอง 1-13(2)		แบบจำลอง 1-14	
Dependent Variable	$\Delta\%Yield$		$\Delta\%ROI$		$\Delta\%ROE$		$\Delta\%ROE$		$\Delta\%ROE$		$\Delta\%ROA$	
Independent Variable	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.
Authoritative Capability												
%Control	1.167	.245	-2.126	.041*	-1.380	.176	-.947	.350	-.928	.359	-1.249	.214
Control Power												
Overage	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
YearExp	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
%Foreign	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
%AAOwning	5.435	.000**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AC-Ed	-	-	2.019	.052	2.987	.005**	3.037	.004**	3.026	.004**	-	-
AC-Training	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IASrength	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.088	.038*

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียน

- (1) ตารางนี้เลือกแสดงผลการทดสอบเฉพาะที่พบระดับนัยสำคัญที่ระดับเท่ากับหรือต่ำกว่า 0.05
- (2) แบบจำลอง 1-14 มีปัญหาเรื่อง Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ %Control, IASrength และ FamilyRole หากนำ FamilyRole ออกจากการคำนวณ แบบจำลอง ยังคงแสดงความสัมพันธ์ที่ระดับ 0.050 แต่ถ้านำ IASrength ออก แบบจำลอง 1-14 จะแสดงความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.099 เนื่องจากการขอบทฤษฎีตรีมิติที่อยู่ในระดับความสมดุลขององค์ประกอบที่มีปฏิสัมพันธ์กัน ดังนั้นในกรณีนี้ Multicollinearity ระหว่างองค์ประกอบสำคัญ %Control และ IASrength ไม่ทำให้ แบบจำลอง 1-14 สูญเสียความน่าเชื่อถือ

* ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ตารางที่ 6.16 (ต่อ)

แบบจำลอง	แบบจำลอง 1-4		แบบจำลอง 1-6(1)		แบบจำลอง 1-6(2)		แบบจำลอง 1-13(1)		แบบจำลอง 1-13(2)		แบบจำลอง 1-14	
Dependent Variable	$\Delta\%Yield$		$\Delta\%ROI$		$\Delta\%ROE$		$\Delta\%ROE$		$\Delta\%ROE$		$\Delta\%ROA$	
Independent Variable	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.
Cultural Consensus												
Shabbod	.430	.668	-1.871	.070	-1.129	.227	-	-	-	-	-	-
FamilyRole	-	-	-	-	-	-	-1.479	.148	-1.498	.142	1.714	.088
Control Variables												
BizGroup	-	-	1.489	.146	-	-	-	-	-.082	.935	-	-
AveLogCap	1.558	.121	-	-	-.429	.670	-.860	.395	-	-	1.678	.095
Overall model Anova		.000		.037		.047		.034		.045		.032
R ²	.177		.260		.229		.240		.221		.065	
Method	Enter		Enter		Enter		Enter		Enter		Enter	

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียน

- (1) ตารางเลือกแสดงผลการทดสอบเฉพาะที่พบระดับนัยสำคัญที่ระดับเท่ากับหรือต่ำกว่า 0.05
- (2) ในการทดสอบแบบจำลอง 1-14 พบปัญหาเรื่อง Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ *%Control*, *IAStrength* และ *FamilyRole* หากนำ *FamilyRole* ออกจากการคำนวณแบบจำลอง ยังคงแสดงความสัมพันธ์ที่ระดับ 0.050 แต่ถ้านำ *IAStrength* ออก แบบจำลอง 1-14 จะแสดงความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.099 เนื่องจากการขบถฤษฎีตรึงมิติเชื่อในระดับความสมดุลขององค์ประกอบที่มีปฏิสัมพันธ์กัน ดังนั้นในกรณีนี้ Multicollinearity ระหว่างองค์ประกอบสำคัญ *%Control* และ *IAStrength* ไม่ทำให้ แบบจำลอง 1-14 สูญเสียความน่าเชื่อถือ

* ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ตารางที่ 6.17

ผลการทดสอบการวิเคราะห์เชิงถดถอยในกรอบตรึงมิติโดยใช้ตัวแปร *PatentQuan* เป็นตัวแทนขององค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ (Authoritative Capability)

แบบจำลอง	แบบจำลอง 2- 4		แบบจำลอง 2- 6(1)		แบบจำลอง 2- 6(2)		แบบจำลอง 2-10		แบบจำลอง 2-11		แบบจำลอง 2-13	
Dependent Variable	$\Delta\%Yield$		$\Delta\%ROI$		$\Delta\%ROE$		$\Delta\%Yield$		$\Delta\%Yield$		$\Delta\%ROE$	
Independent Variable	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.
<i>PatentQuan</i>	.376	.707	1.219	.230	-.942	.351	.699	.485	.284	.776	-1.260	.214
<i>Control Power</i>												
<i>Overage</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>YearExp</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>%Foreign</i>	-	-	-	-	-	-	2.579	.011*	-	-	-	-
<i>%AAOwning</i>	7.268	.000**	-	-	-	-	-	-	7.307	.000**	-	-
<i>AC-Ed</i>	-	-	2.027	.049*	2.951	.005**	-	-	-	-	3.182	.003**
<i>AC-Training</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>IAStrength</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียน

- (1) ตารางเลือกแสดงผลการทดสอบเฉพาะที่พบระดับนัยสำคัญ ที่ระดับเท่ากับหรือต่ำกว่า 0.05
- (2) ในการทดสอบแบบจำลอง 2-6(2) พบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ *PatentQuan* และ *AveLogCap* หากนำตัวแปร *AveLogCap* ออกจากการคำนวณ แบบจำลอง 2-6 (2) ยังคงแสดงความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.048
- (3) ในการทดสอบ แบบจำลอง 2-10 พบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ *FamilyRole* และ *BizGroup* หากนำตัวแปร *BizGroup* ออกจากการคำนวณ แบบจำลอง 2-10 ยังคงแสดงความสัมพันธ์ที่ระดับ 0.034
- (4) ในการทดสอบแบบจำลอง 2-11 พบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ *%AAOwning*, *FamilyRole* และ *BizGroup* หากนำตัวแปร *FamilyRole* หรือ *BizGroup* ออกจากการคำนวณ แบบจำลอง 2-11 ยังคงแสดงความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.00
- (5) ในการทดสอบแบบจำลอง 2-13 พบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ *PatentQuan* และ *AveLogCap* หากนำตัวแปร *AveLogCap* ออกจากการคำนวณ แบบจำลอง 2-13 ยังคงแสดงความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.029

* ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ตารางที่ 6.17 (ต่อ)

แบบจำลอง	แบบจำลอง 2-4		แบบจำลอง 2-6(1)		แบบจำลอง 2-6(2)		แบบจำลอง 2-10		แบบจำลอง 2-11		แบบจำลอง 2-13	
Dependent Variable	$\Delta\%Yield$		$\Delta\%ROI$		$\Delta\%ROE$		$\Delta\%Yield$		$\Delta\%Yield$		$\Delta\%ROE$	
Independent Variable	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.
Cultural Consensus												
<i>Simoblood</i>	-.741	.460	-2.258	.029*	-.912	.367	-	-	-	-	-	-
<i>FamilyRole</i>	-	-	-	-	-	-	1.968	.050**	2.186	.030*	-1.618	.113
Control Variables												
<i>BizGroup</i>	-	-	1.663	.104	-	-	1.408	.161	2.371	.019*	-	-
<i>AveLogCap</i>	-1.143	.255	-	-	-1.270	.211	-	-	-	-	-1.794	.079
Overall model Anova		.000		.042		.044		.031		.000		.019
R^2	.230		.205		.196		.052		.208		.226	
Method	Enter		Enter		Enter		Enter		Enter		Enter	

ที่มา: สร้างโดยผู้เขียน

- (1) ตารางเลือกแสดงผลการทดสอบเฉพาะที่พบระดับนัยสำคัญที่ระดับเท่ากับหรือต่ำกว่า 0.05
- (2) ในการทดสอบแบบจำลอง 2-6(2) พบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ *PatentQuan* และ *AveLogCap* หากนำตัวแปร *AveLogCap* ออกจากการคำนวณ แบบจำลอง 2-6(2) ยังคงแสดงความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.048
- (3) ในการทดสอบแบบจำลอง 2-10 พบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ *FamilyRole* และ *BizGroup* หากนำตัวแปร *BizGroup* ออกจากการคำนวณ แบบจำลอง 2-10 ยังคงแสดงความสัมพันธ์ที่ระดับ 0.034
- (4) ในการทดสอบแบบจำลอง 2-11 พบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ *%AAOwning*, *FamilyRole* และ *BizGroup* หากนำตัวแปร *FamilyRole* หรือ *BizGroup* ออกจากการคำนวณ แบบจำลอง 2-11 ยังคงแสดงความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.00
- (5) ในการทดสอบแบบจำลอง 2-13 พบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ *PatentQuan* และ *AveLogCap* หากนำตัวแปร *AveLogCap* ออกจากการคำนวณ แบบจำลอง 2-13 ยังคงแสดงความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.029

* ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

** ความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

สัมประสิทธิ์ของตัวแปรสิทธิการควบคุม 5 ใน 6 ของแบบจำลองตามตารางที่ 6.16 สอดคล้องและยืนยันข้อกล่าวหาที่ว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทมหาชนของไทยเอาเปรียบผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Mitton, 2002, p. 239; Klapper and Love, 2003, p. 21; Dhnadirek and Tang, 2003, p. 134) ซึ่งเป็นผลจากความไม่สมดุลของอำนาจ (Rajan and Zingales, 2000, p. 523, 539; Lins, 2003, p. 181) ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร *PatentQuan* แสดงเครื่องหมายลบกับเครื่องมือวัด $\Delta\%ROE$ ในแบบจำลอง 2-6 และ แบบจำลอง 2-13 ซึ่งเป็นเพียง 2 ใน 6 แบบจำลองที่พบความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ตามตารางที่ 6.17 ได้ชี้ความเป็นไปได้ที่ว่า บริษัทจดทะเบียนของไทยส่วนมากเน้นผลตอบแทนระยะสั้นมากกว่าการลงทุนสร้างนวัตกรรมเพื่อผลตอบแทนในระยะยาว (Redding, 1990, p. 109; Carney and Gedajlovic, 2001b, p. 10; Lingle, 1997, p. 19, quoted in Clarke, 2000, p. 107) สอดคล้องกับผลการทดสอบการวิเคราะห์ปัจจัยในหัวข้อ 6.3(1) ที่ยืนยันฉันทามติทางวัฒนธรรมของผู้บริหารและกรรมการบริษัทไทยในประเด็นเดียวกันนี้ อนึ่ง ผลการทดสอบสิทธิการควบคุมในที่นี้ล้วนสอดคล้องกับผลการศึกษาส่วนใหญ่ที่ผ่านมา

(4) ผลการทดสอบตัวแปรอิสระขององค์ประกอบอำนาจการควบคุม ตัวแปรอิสระขององค์ประกอบอำนาจการควบคุม (Control power) ที่พบว่า มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 คือ การถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติ (*%Foreign*) การถือหุ้นโดยนักลงทุนกลุ่มประเทศอังกฤษ-อเมริกัน (*%AAOwning*) ระดับการศึกษาของกรรมการตรวจสอบ (*AC-Ed*) และระดับของความอิสระของกรรมการตรวจสอบและฝ่ายตรวจสอบภายในของกิจการ (*IAStrength*)

อย่างไรก็ตาม เป็นที่น่าสังเกตอย่างยิ่งว่า ค่าสัมประสิทธิ์ขององค์ประกอบอำนาจการควบคุมทั้ง 12 แบบจำลองที่พบความสัมพันธ์มีค่าเป็นบวกทั้งสิ้น นอกจากนั้นยังมีค่าที่สูงเมื่อเปรียบเทียบกับตัวแปรอื่น โดยมีค่าต่ำที่สุดคือ 2.027 ในแบบจำลอง 2-6(1) ตามตารางที่ 6.17 อีกทั้งแสดงนัยความสำคัญที่ระดับต่ำมาก โดยมีค่าสูงสุดที่ระดับ 0.052 ในแบบจำลอง 1-6(1) ตามตารางที่ 6.16 ลักษณะดังกล่าวเกิดขึ้นในเครื่องมือวัดทุกประเภท สะท้อนให้เห็นความจริงที่ว่า บริษัทจดทะเบียนของไทยส่วนใหญ่นั้นยังคงขาดดุลยภาพหรือตกอยู่ในดุลยภาพที่ต่ำ (Suboptimal equilibrium) หรืออีกนัยหนึ่งก็คือขาดการคานอำนาจเท่าที่ควร ในขณะเดียวกันยังไม่ปรากฏหลักฐานใดทั้งในที่นี้และแหล่งอื่นที่อาจชี้ว่า บริษัทมหาชนของไทยอยู่ในสภาพที่มีการคานอำนาจจนเกินไป (Over-balance) ดังที่มีผู้วันเกรงว่า อาจกำลังเกิดขึ้นในสหรัฐฯ (Holmström and Kaplan, 2003a, p. 96) ผลการทดสอบในที่นี้สอดคล้องกับผลการศึกษาหลายชิ้นที่ผ่านมาที่ชี้ว่า ประเทศตะวันออกซึ่งรวมถึงไทยนั้นขาดธรรมาภิบาลบริษัท (Morck et al.,

1999, p. 40; Mitton, 2002, p. 239; Klapper and Love, 2003, p. 21)

ผลการทดสอบพบความสัมพันธ์ของตัวแปรการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติ (%Foreign) การถือหุ้นโดยนักลงทุนกลุ่มประเทศอังกฤษ-อเมริกัน (%AAOwning) และระดับของความอิสระของกรรมการตรวจสอบและฝ่ายตรวจสอบภายในของกิจการ (IAStrength) กับค่าแนวโน้มผลประกอบการ สอดคล้องกับผลการทดสอบเชิงประจักษ์กับธนาคารพาณิชย์ของไทย ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจที่ผ่านมาซึ่งแสดงให้เห็นว่า ผู้ถือหุ้นที่ทำหน้าที่เป็นผู้บริหารด้วยนั้นไม่ช่วยลดปัญหาตัวแทน ในทางตรงข้ามกับเพิ่มปัญหาการครอบงำกิจการขึ้น ในขณะเดียวกันความอิสระของคณะกรรมการมีผลในการลดสองผู้บริหารและลดปัญหาตัวแทนในธนาคาร (Jaikengkit, 2004) อีกทั้งสอดคล้องกับผลการศึกษาก่อนหน้านี้ที่พบว่า บริษัทมหาชนของเอเชียตะวันออกที่ไม่มีผู้ถือหุ้นท้องถิ่นเป็นรายใหญ่มักเปลี่ยนตัวผู้บริหารเมื่อผลประกอบการลดลง (Gibson, 2003, p. 248) และยืนยันผลการศึกษาด้วยเครื่องมือการวิเคราะห์ปัจจัยที่ผ่านมาถึงอิทธิพลของอำนาจการควบคุมเชิงตลาด

นอกจากนี้ยังเป็นที่น่าสังเกตว่า ตัวแปรอิสระซึ่งเป็นองค์ประกอบของการคานอำนาจแต่ละตัวแสดงอิทธิพลในบริบทที่แตกต่างกัน ตัวอย่างเช่น การถือหุ้นโดยนักลงทุนกลุ่มประเทศอังกฤษ-อเมริกัน (%AAOwning) มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.000 และนักลงทุนต่างชาติ (%Foreign) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.011 แสดงให้เห็นถึงอิทธิพลที่ชัดเจนเฉพาะในแบบจำลองที่วัดด้วย $\Delta\%Yield$ เท่านั้น ยืนยันอิทธิพลของนักลงทุนของ กลุ่มประเทศอังกฤษ-อเมริกันในเรื่องการสร้างธรรมาภิบาลบริษัท (Rueda-Sabater, 2000, pp. 122-3; Yoshikawa and Gedajlovic, 2002, p. 533; Gillan and Starks, 2003, p. 28; Fagan, 2003, p. 327; Lins and Warnock, 2004, p. 27; Doidge, 2004, p. 34) และลักษณะการลงทุนของกลุ่มประเทศอังกฤษ-อเมริกัน ซึ่งเน้นลงทุนในกลุ่มกิจการที่มีค่าแนวโน้มจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่กลับพบองค์ประกอบการคานอำนาจอื่นที่เกี่ยวข้องกับกรรมการตรวจสอบในแบบจำลองที่วัดด้วย $\Delta\%ROI$, $\Delta\%ROE$, $\Delta\%ROA$ ทั้งหมด ยกเว้นที่วัดด้วย $\Delta\%Yield$ แสดงให้เห็นอิทธิพลของนักลงทุนกลุ่มประเทศอังกฤษ-อเมริกัน ในการสร้างระบบธรรมาภิบาลบริษัทที่เน้นผลตอบแทนระยะสั้น (Porter, 1992, quoted in Gilson, 2000, p. 3; Bratton and McCahery, 2002, p. 26; Francis et al., 2003, p. 159) นอกจากนั้นยังอาจชี้ได้ว่า การคานอำนาจโดยคณะกรรมการตรวจสอบที่มีระดับการศึกษาสูงและมีหน่วยงานการตรวจสอบภายในที่เป็นอิสระคือปัจจัยสำคัญ ซึ่งได้แสดงผลกระทบทางบวกต่อกิจการในระยะยาว

รูปแบบความสัมพันธ์ที่หลากหลายสะท้อนให้เห็นลักษณะ ความละเอียดอ่อนของระบบธรรมาภิบาลบริษัท ซึ่งแปรตามคุณสมบัติเฉพาะของแต่ละกิจการ และการเสริมกันระหว่างองค์ประกอบ (Complementarities) ของคุณสมบัติเฉพาะเหล่านั้น (Crouch, 2005, pp. 182-3) อีกทั้งสอดคล้องกับผลการศึกษาก่อนหน้านี้ที่พบว่า กลไกการควบคุมนั้นสามารถทดแทนกันได้ (Morck et al., 1989, pp. 851-2; Bushman et al., 2000, pp. 42-3; Coles et al., 2001, pp. 46-7; Weir et al., 2002, pp. 580-1; Firth et al., 2002, p. 26) สนับสนุนกรอบธรรมาภิบาลบริษัทที่มีมติที่อ้างว่า กลไกการควบคุมภายในและตลาดภายนอกสามารถทดแทนกันได้

ในขณะเดียวกันเราไม่พบความสัมพันธ์ของแบบจำลองที่ประกอบด้วยตัวแปรอิสระที่เป็นการใช้บุคคลเกษียณอายุทำหน้าที่กรรมการตรวจสอบ (*Overage*) และระยะประสบการณ์ทำงานในบริษัท (*YearExp*) แสดงให้เห็นว่า บุคคลที่เกษียณอายุ (Nikomborirak, 2001, p. 16) และความผูกพันกับกิจการ (Fagan, 2003, p. 330) ที่ยาวนานของกรรมการตรวจสอบ และการผ่านหลักสูตรการฝึกอบรมหลักสูตรกรรมการของกรรมการตรวจสอบ (*AC-Training*) (Xie et al., 2003, p. 310) ไม่มีอิทธิพลต่อผลประกอบการ หรือธรรมาภิบาลบริษัทในขณะทำการศึกษา

ตามวิทยานิพนธ์นี้ได้กำหนดตัวแปร *Overage* เพื่อศึกษาผลกระทบของการเกษียณอายุของกรรมการตรวจสอบที่อายุ 60 ปีหรือมากกว่า แต่ไม่พบความสัมพันธ์ เหตุที่ไม่พบผลความแตกต่างในเชิงสถิติของตัวแปร *Overage* นั้นสอดคล้องกับการศึกษาในประเด็นความสัมพันธ์ของความเป็นบุคคลผู้มีชื่อเสียง (Reputation market) และผลประกอบการ (Tedelis, 2002, p. 873) ซึ่งยากที่จะหาความสัมพันธ์ที่ชัดเจนได้ เนื่องจากความซับซ้อนของปัจจัยประเภทนี้ อีกทั้งแรงจูงใจของบุคคลในการทำหน้าที่สามารถแปรเปลี่ยนได้ตามระดับและลักษณะของผลตอบแทนที่ได้รับ³⁵ โดยที่ขณะนี้ยังไม่มีกฎระเบียบให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยผลตอบแทนของผู้บริหารและกรรมการเป็นรายบุคคล ทำให้การศึกษาในประเด็นนี้ยังไม่สามารถทำได้ในขณะนี้

ส่วนการที่ตัวแปรระยะประสบการณ์ในบริษัทของกรรมการตรวจสอบ (*YearExp*) ไม่แสดงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติก็ด้วยเหตุผลที่แตกต่างออกไป จำนวนกรรมการตรวจสอบ 53 รายตามแบบสอบถามมีอายุการทำงานกับบริษัทเฉลี่ยที่ 6.43 ปี (ค่าเบี่ยงเบน

³⁵ การได้รับผลตอบแทนที่คงที่เชื่อว่า ทำให้กรรมการตรวจสอบทำหน้าที่การคานอำนาจได้มีประสิทธิภาพมากกว่าการรับผลตอบแทนในรูปของสิทธิการซื้อหุ้น (Stock option) ซึ่งจะมีมูลค่าแปรตามราคานั้น

มาตรฐาน 5.77) การกระจายค่าของตัวแปรควรมีมากพอที่เครื่องมือการวิเคราะห์เชิงถดถอย จะตรวจสอบพบความสัมพันธ์ แต่กลับไม่พบความแตกต่างเชิงสถิติ คาดว่าเนื่องจากผลกระทบที่หักล้างกันเองระหว่างผลทางบวกและผลทางลบที่เกี่ยวข้องกับระยะประสบการณ์ เพราะว่า ก่อนที่กรรมการตรวจสอบจะสามารถทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพต้องใช้เวลาในการเรียนรู้ทำความเข้าใจในธุรกิจ แต่ประโยชน์ที่กิจการได้รับเมื่อกรรมการตรวจสอบมีประสบการณ์มากขึ้น กลับถูกหักล้างจากผลของกรรมการตรวจสอบมีความคุ้นเคยและความสัมพันธ์ส่วนตัวกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ทำให้ไม่สามารถทำหน้าที่การคานอำนาจได้เท่าที่ควร ผลการศึกษาในประเด็นนี้ชี้ให้เห็นความจำเป็นของการเรียนรู้งานของผู้ทำหน้าที่กรรมการตรวจสอบ และความรู้ประสิทธิภาพในการคานอำนาจของกรรมการตรวจสอบที่มีอายุงานนาน

การไม่พบความสัมพันธ์ของตัวแปรการผ่านหลักสูตรการอบรมของกรรมการตรวจสอบ (AC-Training) เป็นประเด็นที่น่าประหลาดใจ ส่วนหนึ่งเกิดจากในขณะที่กำลังศึกษานั้น หลักสูตรการอบรมเฉพาะสำหรับกรรมการตรวจสอบเพิ่งอยู่ในระยะเริ่มต้น และอาจเป็นไปได้ว่าหลักสูตรการอบรมกรรมการทั่วไปที่มียามันยังไม่นานพอที่จะแสดงผลที่เป็นรูปธรรม ซึ่งอาจยังต้องใช้เวลามากขึ้นในการสร้างความเปลี่ยนแปลงและส่งผลให้เห็นในรูปผลประกอบการ และอาจเป็นไปได้เช่นกันว่า บุคคลที่ผ่านการอบรมยังมีไม่มากพอที่จะรวมตัวสร้างกระแสผลักดันให้เกิดการเปลี่ยนแปลงบรรทัดฐานการปฏิบัติ เพื่อสร้างธรรมาภิบาลบริษัท หากมีการทดสอบซ้ำในอนาคต อาจพบผลของการอบรมมากกว่านี้

ในขณะเดียวกันการทดสอบทดสอบแสดงผลกระทบที่เกิดจากระดับการศึกษาของกรรมการตรวจสอบ (AC-Ed) ซึ่งพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ เมื่อพิจารณาผลการทดสอบของตัวแปรนี้เทียบกับผลการทดสอบการวิเคราะห์ปัจจัย ซึ่งพบว่า 2 ตัวแปรสำคัญคือ “สิทธิการควบคุม” (ตัวแปรอันดับ 10 %Control) และ “อำนาจสิทธิขาดในการตัดสินใจในประเด็นสำคัญ” (ตัวแปรอันดับที่ 27 Major Holder Power) แสดงบทบาทสำคัญในองค์ประกอบจรรยาบรรณทางวัฒนธรรมของบริษัทไทย (โปรดดูตารางที่ 6.8 ประกอบ) ล้วนแสดงให้เห็นบทบาทสำคัญของผู้ถือหุ้นใหญ่ในการเลือกกรรมการอิสระเพื่อทำหน้าที่กรรมการตรวจสอบ ประกอบกับที่การศึกษานี้ไม่พบอิทธิพลของตัวแปรที่เป็นคุณสมบัติอื่นๆของกรรมการทั้งการผ่านการอบรม (AC-Training) หรือการเกษียณอายุ (Overage) ซึ่งอาจทำให้ผู้เขียนสรุปได้เป็นอย่างอื่น ข้อสรุปที่มีความเป็นไปได้สูงและเป็นความรู้ใหม่จากหลักฐานที่ปรากฏก็คือ ผู้ถือหุ้นใหญ่คือผู้ที่เลือกกรรมการตรวจสอบที่มีคุณวุฒิการศึกษาสูง ซึ่งเป็นวิธีการแสดงสัญลักษณ์ของการมีธรรมาภิบาลบริษัทในบริษัทจดทะเบียนของไทย เพื่อสร้างการยอมรับในลักษณะที่คล้ายคลึงกับที่ได้มีการศึกษาพบในบริษัท

จดทะเบียนของประเทศกลุ่มสแกนดิเนเวีย (Oxelheim and Randøy, 2003, p. 21) ตลอดจนภาคพื้นยุโรปที่พยายามสร้างธรรมาภิบาลบริษัท (Wójcik, 2004, p. 14; Collier and Zaman, 2005, p. 763) อีกทั้งยังสอดคล้องกับความเห็นที่ว่า นักลงทุนที่มีชื่อเสียงนั้นอาจสามารถแบ่งแยกคณะกรรมการชุดที่มีชื่อเสียงจากชุดที่ไม่มีชื่อเสียงได้ (Wegener, 1992, quoted in Certo, 2003, p. 439) ดังนั้นการใช้กรรมการที่มีชื่อเสียงย่อมสามารถช่วยให้บริษัทซึ่งประสงค์ที่จะกระจายหุ้นใหม่ในตลาด (Initial Public Offering) ด้วยการสามารถแก้ไขปัญหาค่าความเสี่ยงของบริษัทได้ (Certo, 2003, p. 439) ในแง่ขององค์กรนักลงทุนต่างชาติขนาดใหญ่ โดยเฉพาะสหรัฐฯ ซึ่งไม่คุ้นเคยกับสังคมท้องถิ่นและระบบเศรษฐกิจของไทยที่มีขนาดเล็กกว่ามากนั้น บริษัทจดทะเบียนของไทยย่อมมีสภาพที่ไม่ผิดแผกแตกต่างจากบริษัทที่ไร้ชื่อเสียง ดังนั้นการแต่งตั้งบุคคลที่มีวุฒิการศึกษาสูง จึงเป็นหนทางหนึ่งในการสร้างภาพลักษณ์ที่น่าไว้วางใจต่อนักลงทุนต่างชาติได้ (Fama and Jensen, 1983, quoted in Zingales, 2000, p. 1628) หากจะพิจารณาความหมายตามนัยนี้ เงื่อนไขของการคานอำนาจและธรรมาภิบาลบริษัทในบริษัทจดทะเบียนของไทยล้วนเกิดจากความยินยอมโดยสมัครใจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ การเลือกบุคคลผู้มีการศึกษาสูงและมีชื่อเสียงทำหน้าที่กรรมการตรวจสอบคือหนทางในการแสดงถึงความพยายามที่จะสร้างระบบการคานอำนาจ และการยอมรับความสำคัญของการสร้างธรรมาภิบาลบริษัทอย่างเด่นชัดนั่นเอง และแน่นอนว่าการปรับปรุงธรรมาภิบาลบริษัทของบริษัทจดทะเบียนของไทยส่วนหนึ่งมีแรงผลักดันมาจากการที่นักลงทุนสถาบัน CalPERS ได้ถอนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยในต้นปี พ.ศ. 2545 โดย CalPERS ได้ประเมินระดับธรรมาภิบาลบริษัทของประเทศไทยในขณะนั้นว่า ต่ำกว่าเกณฑ์ที่เหมาะสมสำหรับการลงทุน ผลการศึกษาในที่นี้จึงสอดคล้องกับเหตุการณ์ที่ CalPERS แสดงบทบาทในการปรับปรุงธรรมาภิบาลบริษัทในสหรัฐฯ (Wu, 2004, p. 224)

(5) ผลการทดสอบตัวแปรอิสระขององค์ประกอบอันตามติทางวัฒนธรรม จากแบบจำลองที่พบความสัมพันธ์ทั้ง 12 แบบจำลองนั้น ตัวแปรอิสระขององค์ประกอบด้านอันตามติทางวัฒนธรรมคือสัดส่วนของสายเลือดจีน (*Sinoblood*) และตัวแปรบทบาทของผู้ถือหุ้นใหญ่และสมาชิกครอบครัวในกิจการ (*FamilyRole*) สอดคล้องกับผลการทดสอบการวิเคราะห์ปัจจัยข้างต้นแสดงให้เห็นอิทธิพลที่ซับซ้อนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และครอบครัวต่อกิจการ (ประสาร ไตรรัตน์วรกุล, 2546, น. 41; Brown, 1994, p. 231, 241; Carney and Gedajlovic, 2001b, p. 2, 4; Gedajlovic et al., 2004, p. 901) และมีอย่างน้อยบางส่วนเป็นอุปสรรคในการสร้างความสมดุลของอำนาจ เป็นไปตามข้อสมมุติฐานที่ว่า นักธุรกิจไทยทั่วไปและบุคคลผู้ที่มีเชื้อสายจีนมีอันตามติทางวัฒนธรรมที่ว่า บริษัทมหาชนคือทรัพย์สินส่วนตัวและครอบครัว อย่างไรก็ตามเมื่อ

พิจารณาในชั้นรายละเอียดจะพบว่า ใน 3 แบบจำลองที่ตัวแปรอิสระทั้งสองแสดงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 นั้น *Sinoblood* ได้แสดงอิทธิพลในเชิงผกผัน ($\beta = -2.258$) ในแบบจำลอง 2-6(1) กับค่าแนวโน้มผลประโยชน์ ($\Delta\%ROI$) ในขณะที่ *FamilyRole* แสดงอิทธิพลในทางบวกในแบบจำลอง 2-10 ($\beta = 1.968$) และ แบบจำลอง 2-11 ($\beta = 2.186$) ต่อค่าแนวโน้มผลประโยชน์ ($\Delta\%Yield$) สอดคล้องกับข้อสรุปที่ว่า ผู้ถือหุ้นใหญ่และครอบครัวมีคุณค่าทางบวกต่อกิจการในแง่ของการกำกับดูแลผู้บริหารและลดปัญหาตัวแทน (Burkart et al., 2002, p. 10, 37) ผลการทดสอบในครั้งนี้แสดงให้เห็นอิทธิพลของวัฒนธรรมทางวัฒนธรรมต่อผลประโยชน์ เท่ากับเป็นการยืนยันข้อสมมุติฐาน อย่างไรก็ตามการศึกษาเชิงประจักษ์ที่ผ่านมาและรวมถึงครั้งนี้ยังถือว่ามีย่อยเกินกว่าที่สามารถยืนยันข้ออ้างในประเด็นนี้ได้

ในขณะเดียวกันหลักฐานที่พบถึงแม้ชี้ว่า วัฒนธรรมจีนจกมีผลในทางลบ แต่บทบาทของผู้ถือหุ้นใหญ่และครอบครัวในบริษัทกลับมีผลในทางบวกต่อผลประโยชน์ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผลของปัจจัยทางวัฒนธรรมต่อปฏิสัมพันธ์ของอำนาจในบริษัทมีความซับซ้อน เราจึงไม่อาจสรุปโดยรวบรัดว่า แนวปฏิบัติตามวัฒนธรรมจีนทุกประการเป็นผลเสียต่อกิจการ นอกจากนั้นยังชี้ให้เห็นว่า การศึกษาในมิติของวัฒนธรรมองค์กรนั้นอาจไม่พอเพียงที่จะทำความเข้าใจเพื่อที่จะให้เข้าใจได้ลึกซึ้งกว่านี้ เราอาจจำเป็นต้องขยายกรอบการศึกษาให้ครอบคลุมถึงวัฒนธรรมของครอบครัว (Heck, 2004, p. 384, quoted in Steier, Chrisman, and Chua, 2004, p. 300) ซึ่งในกรณีนี้คือครอบครัวคนไทยเชื้อสายจีน โดยเฉพาะอย่างยิ่งบทบาทของสตรีนักธุรกิจที่ทำหน้าที่ทั้งในฐานะของสมาชิกของครอบครัวและในฐานะผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน

(6) ผลการทดสอบตัวแปรควบคุม จากทดสอบการมีสหสัมพันธ์ของตัวแปรควบคุม (Control Variables) ทั้งสองที่ใช้คือ *BizGroup* และ *AveLogCap* ผู้เขียนพบปัญหา Multicollinearity ทำให้ต้องเลือกใช้ตัวแปรควบคุมตัวใดตัวหนึ่งเท่านั้นในแต่ละแบบจำลอง นอกจากนี้ยังพบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระในหลายกรณี อย่างไรก็ตามผลกระทบของ Multicollinearity ในเกือบทุกกรณีมีค่อนข้างน้อย เพราะจากการทดลองแยกตัวแปรอิสระเหล่านี้จากการแบบจำลองมิได้ทำให้ค่านัยสำคัญเปลี่ยนแปลงเกินกว่า 0.05 ยกเว้นเพียงใน แบบจำลอง 1-14 เท่านั้น

อย่างไรก็ตามเป็นที่น่าสังเกตว่าตัวแปรกลุ่มธุรกิจ (*BizGroup*) แสดงค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกจาก 4 ใน 5 แบบจำลอง ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นลบในแบบจำลอง 1-13(2) นั้นมีค่าค่อนข้างต่ำเพียง 0.082 ที่ระดับนัยสำคัญสูงถึง 0.935 ผลลัพธ์ที่ได้ยืนยันผลการศึกษาก่อนหน้านี้ที่ว่า บริษัทในลักษณะกลุ่มกิจการมีผลประโยชน์ดีกว่ากิจการเดี่ยว (Khanna and Rivkin,

1999, p. 26) ในทางตรงข้ามมูลค่าตลาดเฉลี่ย (AveLogCap) ซึ่งเป็นตัวแปรแทนขนาดของกิจการนั้นแสดงค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นลบถึง 5 ใน 7 แบบจำลอง แต่ไม่มีกรณีใดที่มีผลกระทบที่มีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แม้กระนั้นก็ตามลักษณะความสัมพันธ์เชิงผกผันที่ชัดเจนสอดคล้องกับผลการศึกษาก่อนหน้านี้ที่พบว่า ขนาดกิจการของสังคมจะแปรตามระดับการคุ้มครองทางกฎหมาย (Laeven and Woodruff, 2004, p. 36) และอัตราการเติบโตของกิจการจะลดลงเมื่อมีกิจการขนาดใหญ่ขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในภาคธุรกิจที่ใช้ทรัพย์สินในสัดส่วนสูงและทรัพยากรมนุษย์ในสัดส่วนที่ต่ำ อันเป็นผลมาจากการเพิ่มบทบาทของทรัพยากรมนุษย์ในระบบเศรษฐกิจมากขึ้นในระยะหลัง (Rossi-Hansberg and Wright, 2005, pp. 36-8)

ผลการทดสอบในหัวข้อ 6.3 สอดคล้องกับผลการศึกษามีก่อนหน้านี้ที่ว่า บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออก ซึ่งรวมถึงประเทศไทยนั้น มีการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเนื่องจากการบังคับใช้กฎหมายที่อ่อนแอ แต่ในขณะเดียวกันก็มีกิจการจำนวนหนึ่งสนใจที่จะสร้างธรรมาภิบาลบริษัท ซึ่งพบว่าการจัดสรรเงินทุนที่มีประสิทธิภาพมากกว่า (Mitton, 2004, p. 20) นำไปสู่มูลค่ากิจการที่สูงกว่า (Mitton, 2002, p. 237; Durnav and Kim, 2002, p. 33; Klapper and Love, 2003, p. 21) และการแบ่งแยกอำนาจนำไปสู่การปรับปรุงประสิทธิภาพและผลประโยชน์ที่สูงขึ้น (Lins, 2003, p. 181)

6.4 ความน่าเชื่อถือ

การทดสอบภาพรวมในบทที่ 6 มีความน่าเชื่อถือเพียงพอ เนื่องจากได้ผลสรุปสอดคล้องกับงานการศึกษาที่มีก่อนหน้านี้ (e.g. Mitton, 2002, pp. 237-40; Durnav and Kim, 2002, p. 33; Klapper and Love, 2003, p. 21; Lins, 2003, p. 181; Doidge, 2004, p. 34) นอกจากนั้นผลการศึกษาทั้งข้อมูลเชิงทัศนคติจากแบบสอบถาม และข้อมูลเชิงประจักษ์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยเครื่องมือที่แตกต่างกันยังให้ผลลัพธ์ที่สอดคล้องกัน การทดสอบส่วนใหญ่ให้ผลลัพธ์ที่สามารถอธิบายได้ แม้อาจยังเหลือประเด็นที่ยังไม่แน่ชัดบางอย่าง ซึ่งต้องการการศึกษาเพิ่มเติม ส่วนประเด็นความน่าเชื่อถืออื่นๆได้ผ่านการพิจารณาและดำเนินการเพื่อลดผลกระทบ ดังนี้

(1) ความเหมาะสมในประเด็นการศึกษา

ความชะงักงันในการศึกษาธรรมาภิบาลบริษัทไทยเท่าที่ผ่านมา มีสาเหตุบางส่วนมาจากความเชื่อของนักวิชาการจำนวนหนึ่งที่ว่าการศึกษาปรากฏการณ์ธรรมาภิบาลบริษัทในประเทศไทยมีอาจทำได้ เพราะว่าบริษัทไทยล้วนขาดธรรมาภิบาลบริษัท แต่การศึกษาที่ผ่านมา (Mitton, 2002, pp. 237-40; Durnav and Kim, 2002, p. 33; Klapper and Love, 2003, p. 21) และการศึกษาในครั้งนี้ได้พิสูจน์อีกครั้งว่า ความเชื่อดังกล่าวไม่ถูกต้องในทางวิชาการ หากจะถือเอา "บริษัท" เป็นหน่วยของการวิเคราะห์ แม้ไม่อาจถือว่าข้อสรุปที่รวบรวมดังกล่าวผิดโดยสิ้นเชิง หากจะถือเอากระบวนการเศรษฐกิจไทยเป็นหน่วยแห่งการวิเคราะห์ แม้การศึกษานี้ได้ชี้ให้เห็นว่าในภาพรวมบริษัทจดทะเบียนของไทยจำนวนมากยังคงขาดธรรมาภิบาลบริษัท แต่ก็มีจำนวนหนึ่งที่มีธรรมาภิบาลบริษัทในระดับสากล ดังนั้นการศึกษาดังกล่าวของบริษัทของประเทศไทยในระดับบริษัทไม่ได้เป็นเรื่องที่ไม่อาจทำได้

(2) ความเหมาะสมในแนวทางการศึกษา

2.1 ความครบถ้วนของปัจจัยสำคัญของบริษัท การศึกษาครั้งนี้กำหนดเป้าหมายที่จะให้บริษัทจดทะเบียนเป็นหน่วยของการวิเคราะห์ ดังนั้นการศึกษานี้จึงพยายามรวบรวมปัจจัยสำคัญของบริษัทให้มากที่สุดเท่าที่เป็นไปได้ แม้กระนั้นก็ตาม ก็ยังมีความเป็นไปได้ที่อาจมีตัวแปรบางตัวที่ยังครอบคลุมไม่ทั่วถึง อาทิเช่น อิทธิพลของภาคธุรกิจ ซึ่งไม่อาจแก้ไขได้เนื่องจากแต่ละภาคธุรกิจมีจำนวนบริษัทไม่มากนัก อย่างไรก็ตามการศึกษานี้ได้ครอบคลุมปัจจัยสำคัญส่วนใหญ่ ซึ่งมีทฤษฎีหรือหลักฐานการศึกษารองรับไว้ทั้งหมดแล้ว นอกจากนั้นการใช้กลุ่มตัวอย่างที่มากพอควรได้ชดเชยข้อบกพร่องบางส่วนในเรื่องปัจจัยที่ขาดหายไป

2.2 การใช้ข้อมูลเชิงทัศนคติในการศึกษาปรากฏการณ์ข้ามสาขาวิชา การใช้ผลสรุปจากข้อมูลทัศนคติและข้อมูลเชิงประจักษ์ ตลอดจนการใช้เครื่องมือทางจิตวิทยาเพื่ออธิบายปรากฏการณ์ทางเศรษฐศาสตร์และสังคมวิทยาเป็นประเด็นที่อาจชักนำไปสู่การโต้แย้งได้ถึงความเหมาะสม โดยเฉพาะในประเด็นเรื่องความน่าเชื่อถือของข้อสรุป เนื่องจากความแตกต่างในรากฐานทางญาณวิทยา อย่างไรก็ตามวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้แสดงให้เห็นหลักฐานความเชื่อมโยงกันขององค์ความรู้ทางด้านจิตวิทยา เศรษฐศาสตร์ สังคมวิทยาและ นิติศาสตร์ในการศึกษาธรรมาภิบาลบริษัท ดังนั้นการอ้างอิงผลสรุปข้ามสาขาวิชาในวิทยานิพนธ์นี้ จึงมีความเสี่ยงไม่มาก

กับความผิดพลาดที่อาจเกิดขึ้น

2.3 ความน่าเชื่อถือของกรอบทฤษฎีและแบบจำลองในเงื่อนไขที่แตกต่าง

(Robustness) หลักฐานที่พบจากการศึกษาครั้งนี้มีมากและน้ำหนักเพียงพอสำหรับการยอมรับกรอบทฤษฎีตรีมิติ อย่างไรก็ตามข้อมูลสำหรับการทดสอบเชิงประจักษ์ในการศึกษาครั้งนี้ถูกจำกัดอยู่เพียงข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในภาคธุรกิจการผลิตและการค้าของประเทศไทยเท่านั้น และด้วยระยะเวลาที่ค่อนข้างสั้น ถึงแม้กรอบทฤษฎีนี้มีความเป็นไปได้สูงที่อาจใช้ศึกษาในบริบทของภาคธุรกิจและสังคมที่ต่างกันได้ แต่กรอบทฤษฎีนี้ยังอยู่ในขั้นเริ่มต้นและคงต้องการหลักฐานที่หนักแน่นจากการทดสอบเพิ่มเติมในบริบทของภาคธุรกิจและสังคมอื่นๆก่อน โดยที่แนวทางการศึกษาเชิงประจักษ์ในที่นี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการใช้ตัวแปรทัศนคติที่อิงค่อนข้างมากกับการเลือกใช้ภาษาและถ้อยคำในแบบสอบถาม ตลอดจนการเลือกใช้ตัวแปรอิสระเพื่อเป็นตัวแทนสำหรับการทดสอบการวิเคราะห์เชิงถดถอย ก็ยังต้องให้น้ำหนักค่อนข้างมากกับบริบทของสังคมไทย ดังนั้นการทดสอบในบริบทภาคธุรกิจและสังคมที่แตกต่างออกไปนั้น อาจจำเป็นต้องมีการปรับแนวทางการศึกษาให้เหมาะสม โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากเป็นการทดสอบกรอบทฤษฎีในบริบทภาคธุรกิจและสังคมที่มีระบบเศรษฐกิจที่อิงกับกลไกตลาด ซึ่งต้องมีรูปลักษณะองค์ประกอบรวมาภิบาลบริษัทที่แตกต่างออกไปเป็นอย่างมาก อย่างไรก็ตามเท่าที่การศึกษาที่ผ่านมา ผู้เขียนยังไม่พบเหตุที่อาจทำลายความน่าเชื่อถือกรอบทฤษฎีตรีมิติเมื่อใช้วิเคราะห์กิจการในภาคธุรกิจหรือสังคมอื่น ในทางกลับกันกลับพบหลักฐานที่แสดงผลที่สอดคล้องมากกว่า

เพื่อลดโอกาสความผิดพลาดให้เหลือน้อยที่สุด ผู้เขียนได้พยายามค้นหาการศึกษาที่รัดกุมและแสดงสรุปที่แตกต่างออกไป เพื่อให้แน่ใจว่าได้พิจารณาแง่มุมสำคัญทั้งหลายอย่างครบถ้วน อาทิงานการศึกษาที่ผ่านมาซึ่งไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นและผลประโยชน์ของกิจการในสหรัฐทำให้สรุปได้ว่า กลไกตลาดมีประสิทธิภาพในการจัดโครงสร้างผู้ถือหุ้นทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว (Demsetz and Villalonga, 2001, pp. 230-1; Sundaramurthy et al., 2005, p. 503) ผลการศึกษาเหล่านี้แม้แตกต่างจากผลการศึกษาส่วนใหญ่ แต่ก็ไม่ได้แสดงผลขัดแย้งกับกรอบทฤษฎีตรีมิติ เนื่องจากสัดส่วนการถือหุ้นเป็นเพียงประเภทหนึ่งขององค์ประกอบของขีดความสามารถเชิงอำนาจ จึงไม่อาจอธิบายปรากฏการณ์ความสมดุลของอำนาจอันเป็นหัวใจสำคัญของการเกิดรวมาภิบาลบริษัทได้อย่างสมบูรณ์ ในทำนองเดียวกับผลการศึกษากิจการในแคนาดาซึ่งพบความสัมพันธ์ระหว่างผลประโยชน์และกลไกรวมาภิบาลบริษัทเพียงบางประเภท และแตกต่างกันตามประเภทของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์เชิงผกผันของผลประโยชน์กับความอิสระของคณะกรรมการในกิจการที่มีครอบครัวเป็นถือหุ้น

รายใหญ่ (Klien, Shapiro, and Young, 2005, p. 778) สอดคล้องกับการสำรวจสถานะความรู้ที่ผ่านมว่า กรอบทฤษฎีตัวแทนมีข้อจำกัดในการอธิบายปรากฏการณ์ธรรมาภิบาลบริษัท (Daily et al., 2003) ในขณะที่สอดคล้องกับกรอบทฤษฎีตรีมิติที่ว่า ธรรมาภิบาลบริษัทต้องอาศัยเงื่อนไขความสมดุลของอำนาจ

ในขณะเดียวกัน ความสำเร็จทางเศรษฐกิจของประเทศญี่ปุ่นชักนำให้เกิดคำถามถึงความเป็นไปได้ของรูปแบบธรรมาภิบาลบริษัทของประเทศในซีกโลกตะวันออกที่ไม่จำเป็นต้องเหมือนประเทศในซีกโลกตะวันตก การศึกษานี้มิได้เลือกระบบธรรมาภิบาลบริษัทของประเทศญี่ปุ่นเป็นตัวอย่าง เนื่องจากความเชื่อที่ว่า ระบบธรรมาภิบาลบริษัทของประเทศญี่ปุ่นมีส่วนคล้ายคลึงกับระบบธรรมาภิบาลบริษัทของประเทศเยอรมนีมาก กล่าวคือเป็นระบบที่มีคุณภาพอำนาจภายในระหว่างผู้บริหารและพนักงานภายใต้วัฒนธรรมความจงรักภักดี (Chikudate, 2002, p. 304) และการทุ่มเททำงานเพื่อบริษัท (Aoki, 2001, quoted in Aoki, 2004, p. 33; Weimer and Pape, 1999, p. 160; Hirota and Kawamura, 2003, p. 4, 14) ในขณะเดียวกันเราอาจพิจารณาได้เช่นกันว่า เป็นการรักษาดุลยภาพระหว่างการควบคุมและการให้อิสระฝ่ายบริหาร และการรักษาความสมดุลระหว่างทุนที่อยู่ในรูปของทรัพยากรมนุษย์และทุนที่อยู่ในรูปของเงิน (Shishido, 2000, p. 225) โดยมีธนาคารพาณิชย์แสดงบทบาทร่วมในการควบคุมนับแต่สงครามโลกครั้งที่สองเป็นต้นมา (Nakamura, 2002, p. 245) ประวัติศาสตร์เศรษฐกิจของญี่ปุ่นได้แสดงให้เห็นการหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงฝ่ายที่เข้ามาอำนาจ ซึ่งรวมถึงผู้ถือหุ้น (zaibatsu) แรงงาน และธนาคารพาณิชย์ ภายใต้อิทธิพลแนวคิดของกฎหมายพาณิชย์ของเยอรมนี (Shishido, 2001, p. 657-65) ซึ่งกลายเป็นรากฐานของระบบธรรมาภิบาลบริษัทของญี่ปุ่นในยุคปัจจุบัน อย่างไรก็ตามธนาคารพาณิชย์ของญี่ปุ่นได้ลดบทบาทลงบ้างในภายหลัง (Okumura, 2004, p. 3) เนื่องจากประสบปัญหาเงินกู้ที่ไม่ก่อรายได้ (NPL) ซึ่งเริ่มมาตั้งแต่การเกิดเศรษฐกิจฟองสบู่ในช่วงทศวรรษ ค.ศ. 1980 (Shishido, 2001, p. 668) แต่ธนาคารพาณิชย์ยังคงมีบทบาทสำคัญในการสร้างธรรมาภิบาลบริษัทของญี่ปุ่น (Nakamura, 2002, p. 245) อย่างไรก็ตามเป็นที่น่าสังเกตว่า กิจกรรมญี่ปุ่นที่ฉันทามติของความจงรักภักดี และขาดการคานอำนาจอาจนำไปสู่การปิดบังเหตุการณ์ทุจริตภายใน (Chikudate, 2000, p. 304) ที่สร้างความเสียหายอย่างมากได้ ดังนั้นโดยภาพรวมแล้วระบบธรรมาภิบาลบริษัทของญี่ปุ่นจึงมิได้เสนอหลักฐานที่ขัดแย้งยิ่งกว่านั้นในทางตรงข้าม กลับเข้ามาสนับสนุนให้กับกรอบทฤษฎีตรีมิติมาเพื่อถ้อยยิ่งขึ้น

(3) การชดเชยข้อบกพร่องของเครื่องมือทางสถิติ

การใช้การวิเคราะห์ปัจจัยมีข้อบกพร่องในเรื่องของการไม่แสดงระดับความน่าเชื่อถือทางสถิติได้ชัดเจนมากพอ แต่ข้อบกพร่องนี้ได้รับการแก้ไขด้วยการใช้เครื่องมือการวิเคราะห์เชิงถดถอยเข้าทำการทดสอบตัวแปรชุดอื่นเป็นการทดแทน ซึ่งตัวแปรเหล่านี้แสดงให้เห็นการดำรงอยู่จริงของปัจจัยที่การวิเคราะห์ปัจจัยได้สังเคราะห์ขึ้น ผลการทดสอบตัวแปรที่ทำหน้าที่เป็นตัวแทนขององค์ประกอบธรรมชาติของหลักทั้งสาม (ห้าองค์ประกอบย่อย) แสดงผลยืนยันกรอบทฤษฎีเป็นส่วนใหญ่ว่า องค์ประกอบธรรมชาติของหลักประกอบด้วยขีดความสามารถเชิงอำนาจอำนาจการควบคุม และฉันทามติทางวัฒนธรรม ถึงแม้จะไม่สามารถเปรียบเทียบน้ำหนักความสำคัญระหว่างองค์ประกอบอำนาจควบคุมและองค์ประกอบฉันทามติเชิงวัฒนธรรมโดยตรงได้ ผลการทดสอบเปรียบเทียบความสมดุลของอำนาจด้วยการวิเคราะห์ปัจจัยของกลุ่มตัวอย่างย่อยไม่สามารถดำเนินการได้เนื่องจากขนาดตัวอย่างรวมมีน้อยเกินกว่าการแบ่งเป็นกลุ่มย่อยเพื่อนำมาเปรียบเทียบ อย่างไรก็ตามการทดสอบทดแทนด้วยเครื่องมือการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยก (Discriminant analysis) และการวิเคราะห์เชิงถดถอย (Multiple regression analysis) ให้ผลยืนยันตามข้อสมมุติฐาน

(4) ความเหมาะสมของตัวแปรและเครื่องมือวัด

ตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษารั้งนี้ทั้งตัวแปรเชิงทัศนคติ และตัวแปรเชิงประจักษ์ล้วนมีหลักฐานงานวิจัยอ้างอิงทั้งสิ้น โดยเฉพาะส่วนใหญ่ของตัวแปรข้อมูลเชิงประจักษ์ในที่นี้เคยถูกใช้ทดสอบทางสถิติที่ผ่านมาแล้ว ดังนั้นจึงไม่น่ากังวลในเรื่องของความน่าเชื่อถือทางเนื้อหา (Content validity) จนเสี่ยงต่อการได้ผลสรุปที่เลือนลอย การศึกษานี้อาจใช้เครื่องมือวัดความเป็นธรรมชาติของหลักที่แตกต่างบ้างจากการศึกษาที่ผ่านมา โดยเปลี่ยนมาเน้นที่แนวโน้มผลประกอบการแทนที่ใช้ค่าเฉลี่ยของผลประกอบการ ซึ่งพบว่า การใช้ค่าแนวโน้มมีจุดเด่นในเรื่องที่อ่อนไหวที่มากกว่า ทำให้มีความเหมาะสมสำหรับการศึกษาสภาพการณ์ที่มีการเปลี่ยนแปลง อย่างเช่นกรณีของประเทศไทย ทำให้สามารถศึกษาองค์ประกอบธรรมชาติของหลักได้ละเอียด แม้แต่กับกิจการที่เริ่มปรับปรุงธรรมชาติของหลักและมีค่าแนวโน้มผลการดำเนินงานที่สูงขึ้นแต่ยังมีการดำเนินงานที่ขาดทุนสุทธิ อีกทั้งยังสามารถลดผลกระทบของความแตกต่างระหว่างภาคธุรกิจได้ ในขณะที่เครื่องมือวัดค่าเฉลี่ยไม่สามารถตรวจสอบความสัมพันธ์ขององค์ประกอบ

เหล่านี้ได้ นอกจากนั้นการใช้ค่าแนวโน้มผลประกอบการยังมีผลดีในแง่ที่ ช่วยลดผลกระทบของความผันผวนของราคาและการทำราคาหลักทรัพย์ ของประเทศไทยซึ่งมักเกิดขึ้นบ่อยครั้ง

การศึกษาตามวิทยานิพนธ์นี้ใช้ค่าแนวโน้มของผลประกอบการ %Yield, %ROI, %ROA, %ROE เป็นตัวแทนของธรรมาภิบาลบริษัท เช่นเดียวกับงานวิจัยอื่นๆจำนวนมาก³⁶ที่ผ่านมา เนื่องจากมีรากฐานทางทฤษฎีที่ชี้ว่า ธรรมาภิบาลบริษัทนำไปสู่ผลประกอบการที่สูงกว่า อย่างไรก็ตามตัวแปรทั้งสี่นี้อิงอยู่กับผลประกอบการระยะสั้น ดังนั้นจึงมีความเอนเอียงที่จะสะท้อนแนวทางการเน้นประโยชน์ผู้ถือหุ้นค่อนข้างมาก ซึ่งอาจถือเป็นข้อจำกัดประการหนึ่งของการศึกษาครั้งนี้ แต่โดยที่แนวทฤษฎีอื่นล้วนยังขาดกรอบทฤษฎีที่ชัดเจน ประกอบกับตัวแปรผลประกอบการทั้งสี่มีมิติเวลาที่แตกต่างกัน ทำให้เชื่อว่าขอบเขตการพิจารณาของธรรมาภิบาลบริษัทจะกว้างกว่าแนวทางการเน้นประโยชน์ผู้ถือหุ้นที่เน้นผลตอบแทนระยะสั้น จึงไม่มีผลกระทบมากนักต่อความน่าเชื่อถือของการศึกษาครั้งนี้

ผู้ทำการศึกษาตระหนักว่า หลายคำถามในแบบสอบถามเป็นเรื่องที่อ่อนไหวสำหรับผู้ตอบ เนื่องจากคำตอบอาจส่งผลกระทบต่อชื่อเสียงของผู้ตอบและบริษัทได้ ถึงแม้จะได้ยืนยันการปกปิดแหล่งข้อมูลแล้วก็ตาม ดังนั้นการร่างคำถามจึงทำด้วยความระมัดระวังอย่างยิ่ง เพื่อให้เกิดความร่วมมือมากที่สุดในการกรอกแบบสอบถามและส่งกลับ ในขณะเดียวกันการขอความร่วมมือกรอกแบบสอบถามในครั้งนี้ได้ยึดหลักการของการไม่ให้รางวัลเป็นสิ่งจูงใจ ซึ่งเพิ่มอุปสรรคในการร่างแบบสอบถามเพื่อให้ได้รับความร่วมมือ โดยไม่สูญเสียเนื้อหาข้อมูลที่จำเป็น คำถามแต่ละข้อได้ผ่านการพิจารณาแล้วว่า บุคคลเป้าหมายในทุกตำแหน่งเข้าใจความหมายของคำถามตรงกัน การทดสอบแบบสอบถาม (Pretest) ได้ช่วยให้สามารถปรับปรุงทั้งคำถามและแบบสอบถามโดยรวมให้เหมาะสมยิ่งขึ้น

ด้วยการใช้เจตหมานำและเจตหมานำของผู้บริหารโครงการตลอดจนการใช้โทรศัพท์ติดตาม ทำให้ได้ข้อมูลที่ค่อนข้างสมบูรณ์ ในจำนวนที่มากพอเพียงกับการคำนวณทางสถิติขั้นสูง อย่างไรก็ตามข้อมูลที่มีหลักฐานน่าเชื่อว่า ไม่ได้กรอกโดยผู้บริหารหรือกรรมการบริษัท

³⁶ การศึกษาธรรมาภิบาลบริษัทในเชิงประจักษ์เท่าที่ปรากฏมักใช้ผลประกอบการเป็นตัวชี้วัด (Marnet 2005, p. 613) มีเพียงจำนวนน้อยที่ใช้ระบบคะแนนที่แปลงจากตัวชี้วัดอื่น (Denis and McConnell, 2003; Daily et al., 2003) อาจเนื่องจากว่าผลประกอบการมีความเป็นกลางที่มากกว่าตัวแปรประเภทอื่น แต่การศึกษาก็อาจพบข้อจำกัดในเรื่องความไม่พร้อมของข้อมูลที่จะศึกษาผลกระทบระยะยาว โดยปราศจากการรบกวนจากปัจจัยภายนอก

หรือไม่สามารถพิสูจน์แหล่งที่มาได้ ได้ถูกคัดออกจากรฐานข้อมูล เนื่องจากไม่ประเมินความน่าเชื่อถือของข้อมูลและไม่สามารถใช้ประโยชน์ได้ในการหาความเชื่อมโยงกับผลประกอบการ อย่างไรก็ตามจำนวนกรณีดังกล่าวพบว่ามีน้อยมาก

(5) ความเหมาะสมของกลุ่มตัวอย่าง

การเก็บแบบสอบถามจากกลุ่มธุรกิจที่มีความคล้ายคลึงกันในวิถีทางธุรกิจและปัจจัยแวดล้อมย่อมช่วยลดค่าแปรปรวนทางสถิติ ทำให้พบความสัมพันธ์ของตัวแปรได้ง่ายและชัดเจนกว่า อย่างไรก็ตามตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีจำนวนสมาชิกบริษัทจดทะเบียนไม่มาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในแต่ละภาคธุรกิจ นอกจากนั้นในแต่ละปีผู้บริหารและกรรมการบริษัทมักได้รับแบบสอบถามจำนวนมากเกินกว่าจะตอบได้หมด ทำให้การศึกษาที่เจาะจงภาคธุรกิจที่มีกิจการจำนวนไม่มาก มีโอกาสทำได้โดยไม่เป็นการรบกวนผู้บริหารและกรรมการบริษัทมากเกินไป อย่างไรก็ตามการศึกษาค้างนี้สามารถจำกัดกลุ่มตัวอย่างที่เฉพาะอยู่ในภาคอุตสาหกรรมและการค้าเท่านั้น ทำให้สามารถจำกัดผลกระทบของความแตกต่างของปัจจัยแวดล้อมที่เกี่ยวข้องกับภาคธุรกิจได้ระดับหนึ่งแม้ไม่ทั้งหมดก็ตาม เนื่องจากแม้แต่กิจการในภาคธุรกิจเดียวกันก็ยังมี ความแตกต่างอยู่บ้าง การสำรวจครั้งนี้ได้รับข้อมูลจากกลุ่มกรรมการตรวจสอบน้อยกว่าที่คาดหมาย เนื่องจากกรรมการตรวจสอบส่วนใหญ่ไม่ได้ทำงานประจำอยู่ที่บริษัท ทำให้แบบสอบถามที่ส่งไปทางไปรษณีย์จำนวนมากไม่ถึงมือกรรมการเหล่านั้น

สิ่งที่น่าสังเกตประการหนึ่งก็คือการศึกษาค้างนี้นำเอาข้อมูลทัศนคติของบุคคลในสองปีให้หลังในการอธิบายผลกระทบพฤติกรรมสองปีก่อนหน้านี้ ซึ่งปรากฏในรูปผลประกอบการของกิจการ ซึ่งมีความเสี่ยงที่ว่าทัศนคติของกลุ่มตัวอย่างในปัจจุบันอาจแตกต่างจากทัศนคติเมื่อสองปีก่อนได้ การศึกษาค้างนี้จำเป็นต้องยอมรับข้อจำกัดของแนวทางการศึกษาเชิงบูรณาการ ซึ่งมักมีปัญหาความเหลื่อมของเวลาเนื่องจากต้องใช้ข้อมูลจากหลายแหล่ง ในแง่การศึกษาอาจได้รับผลกระทบบ้างเล็กน้อยจากประเด็นอายุงานของกลุ่มตัวอย่าง จำนวนตัวอย่างที่มีอายุงานกับบริษัทน้อยกว่าสองปีมี 19 ราย หรือร้อยละ 9.0 ในจำนวนนี้มีอายุงานน้อยกว่าหนึ่งปีจำนวน 3 รายหรือร้อยละ 1.4 และเป็นกรรมการตรวจสอบซึ่งมีอายุงานสองปีหรือต่ำกว่า จำนวน 6 รายหรือร้อยละ 11.3 และมีอายุงานน้อยกว่าหนึ่งปีจำนวน 2 ราย หรือร้อยละ 3.8 ของกลุ่มตัวอย่างที่เป็นกรรมการตรวจสอบ สาเหตุความเหลื่อมของเวลาระหว่างข้อมูลจากแบบสอบถามและข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงาน ก.ล.ต. เกิดจากข้อมูลตัวเลขอาทิเช่นสัดส่วนความ

เป็นเจ้าของ อำนาจควบคุม (Control right) และผลประโยชน์ ซึ่งทางหน่วยงานกำกับต้องใช้เวลาในการรวบรวม ตรวจสอบ สั่งให้มีการแก้ไขก่อนนำเสนอต่อสาธารณะ ทำให้ข้อมูลที่เปิดเผยล่าสุดและมีความสมบูรณ์เพียงพอในขณะที่ทำการศึกษาคือข้อมูลปี พ.ศ. 2545-2546 มีอายุมากกว่าข้อมูลจากแบบสอบถาม ซึ่งรวบรวมในปี พ.ศ. 2547 ซึ่งมีความแตกต่างประมาณหนึ่งถึงสองปี อย่างไรก็ตามในสภาพทางปฏิบัตินั้นบุคคลที่เข้าทำหน้าที่กรรมการตรวจสอบมักได้พิจารณาปัญหาและอุปสรรคก่อนเข้ารับหน้าที่ในบริษัท และมักขอให้บริษัททำการแก้ไขก่อนเข้ารับตำแหน่ง อีกทั้งกรรมการตรวจสอบต้องทำหน้าที่แสดงความเห็นต่อความน่าเชื่อถือของระบบควบคุมภายในที่มีผลกระทบต่อความถูกต้องของรายงานการเงินสำหรับธุรกรรมที่เกิดขึ้นในงวดบัญชีที่ผ่านมาด้วย ดังนั้นอิทธิพลของกรรมการตรวจสอบที่มีคุณภาพในข้อเท็จจริงนั้นมักส่งผลย้อนหลังและมีมากกว่าที่ปรากฏตามรอบระยะเวลาบัญชี ในประการสุดท้าย เนื่องจากสัดส่วนของผู้มีอายุน้อยกว่าสองปีมีจำนวนที่น้อยทำให้เชื่อว่าผลงานการศึกษาค้างนี้ได้รับผลกระทบจากสาเหตุความเหลื่อมของเวลาค่อนข้างน้อย

เหตุผลประการสำคัญสุดท้ายก็คือ จากการประเมินเบื้องต้นพบว่า ข้อมูลที่ได้จากการสำรวจสอดคล้องกับข้อมูลและผลสรุปของงานการศึกษาที่ทำก่อนหน้านี้ ทำให้สรุปได้ว่าข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับโดยทั่วไปมีความน่าเชื่อถือเพียงพอกับการนำไปใช้ในการวิเคราะห์

(6) ความโปร่งใสในขั้นตอนการเก็บและใช้ข้อมูล

ความโปร่งใสของขั้นตอนการเก็บข้อมูลภาคสนามเป็นประเด็นสำคัญของการศึกษาในประเทศไทย เพื่อความโปร่งใสของการเก็บข้อมูล และความมั่นใจของผู้ตอบว่าข้อมูลทั้งหมดจะถูกใช้เฉพาะเพื่อวัตถุประสงค์ทางวิชาการและเก็บเป็นความลับ แบบสอบถามทั้งหมดที่กรอกแล้วถูกขอให้ใช้ของที่จัดเตรียมไว้ให้ ส่งตรงไปที่สำนักงานของโครงการปริญญาเอกสหวิทยาการ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์เพื่อทำการรวบรวมในขั้นต้นและมอบให้ผู้เขียน ตลอดการประมวลผลข้อมูลในแบบสอบถามทั้งหมดได้ถูกเก็บเป็นความลับ

(7) ผลการทดสอบที่ผิดความคาดหมาย

7.1 การทดสอบการวิเคราะห์ปัจจัย ผลการทดสอบไม่แสดงตัวแปรขององค์ประกอบทั้งสามแยกกันอย่างเด็ดขาดตามกรอบทฤษฎี หากแต่พบการสลับตำแหน่งของตัวแปรจากเดิมที่

คาดหมาย โดยพบตัวแปรทางวัฒนธรรมหลายส่วนได้แทรกอยู่ในองค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ และองค์ประกอบอำนาจการควบคุมอย่างใกล้ชิด และพบตัวแปรขีดความสามารถและอำนาจควบคุมรวมตัวในองค์ประกอบฉันทามติทางวัฒนธรรม แต่หากจะพิจารณาความหมายคำว่า "สถาบัน" ในความหมายของ Douglas North ซึ่งมีความหมายที่เสมอเหมือน "ฉันทามติทางวัฒนธรรม" โดยเห็นว่าสถาบันคือชุดของข้อจำกัดของการกระทำหรือการไม่ให้เกิดการกระทำ (North, 1990, p. 5; Zingales, 1998) ดังนั้นการที่องค์ประกอบของฉันทามติได้แฝงตัวอยู่ในองค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจ และอำนาจการควบคุมจึงเป็นปรากฏการณ์ที่สอดคล้องทั้งความเป็นจริงและหลักทฤษฎี นอกจากนี้ยังพบองค์ประกอบการควบคุมมีสองประเภทคือการควบคุมเชิงกฎหมายและการควบคุมเชิงตลาดแบบสากลที่ดำรงอยู่แยกจากกันอย่างเด็ดขาดจากเดิมที่คาดว่าอำนาจการควบคุมของไทยจะถูกครอบงำโดยวัฒนธรรมองค์กรของไทย ในขณะเดียวกันได้พบตัวแปรกลุ่มขีดความสามารถเชิงอำนาจแบบไทยและการแสดงค่าปฏิเสรีกลไกการควบคุมแบบสากลในองค์ประกอบฉันทามติทางวัฒนธรรม แสดงให้เห็นปฏิสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดระหว่างองค์ประกอบธรรมาภิบาลบริษัททั้งสาม สอดคล้องกับกรอบทฤษฎี การทดสอบได้ให้ผลลัพธ์ส่วนใหญ่ตรงกับที่คาดหมายไว้แต่เดิม และให้ข้อพึงระวังมากขึ้นในการศึกษาฉันทามติทางวัฒนธรรมในแง่ขององค์ประกอบธรรมาภิบาลบริษัทสำหรับการศึกษาในโอกาสต่อไป

ค่าแปรปรวนที่อธิบายได้ในการวิเคราะห์ปัจจัย ตามตารางที่ 6.3 มีสัดส่วนเพียง 33.829% ซึ่งค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับเกณฑ์ที่ยอมรับกันทั่วไปที่ร้อยละ 60 อย่างไรก็ตามเมื่อได้พิจารณาข้อเท็จจริงที่ว่า จำนวนตัวอย่างที่มีข้อมูลครบถ้วนเพียง 125 ราย ประเด็นคำถามจำนวนมากมีความอ่อนไหวสูง ซึ่งต้องใช้คำถามที่ซ่อนความหมาย และกลุ่มตัวอย่างยังอาจมีความลังเลในการให้น้ำหนักในคำตอบอย่างซัด ทำให้คำตอบที่ได้ต้องขาดน้ำหนักความชัดเจนไปบ้าง อย่างไรก็ตามผู้ตอบได้แสดงความเห็นที่บ่งบอกทิศทางที่ชัดเจนพอสำหรับเครื่องมือการวิเคราะห์ปัจจัย ที่จะจับนัยแห่งความหมายได้ ค่าแปรปรวนที่อธิบายได้ในระดับที่ 33.829% จึงสอดคล้องกับข้อจำกัดในทางปฏิบัติและนับว่าน่าพอใจสำหรับการศึกษาประเด็นทางสังคมที่มีเรื่องของผลประโยชน์และความอ่อนไหวสูง

7.2 การทดสอบโดยเครื่องมือการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยก การทดสอบในกรณีนี้ไม่สามารถยืนยันความแตกต่างทางทัศนคติของกลุ่มตัวอย่างตามความแตกต่างของค่าแนวโน้มของผลประโยชน์ อย่างไรก็ตามการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยกได้ยืนยันความแตกต่างทางทัศนคติของกลุ่มตัวอย่างที่เป็นกรรมการตรวจสอบในประเด็นของค่าแนวโน้มของผลประโยชน์

นอกจากนั้นเครื่องมือการวิเคราะห์เชิงถดถอยที่ใช้กับผลลัพธ์จากการวิเคราะห์ปัจจัยยังแสดงผลยืนยันถึงความแตกต่างที่สอดคล้องกับข้อมูลเชิงทัศนคติทั้งในระดับกลุ่มของกรรมการตรวจสอบ และกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ผลที่ได้สะท้อนให้เห็นความเชื่อมโยงระหว่างข้อมูลทัศนคติและปัจจัยธรรมาภิบาลบริษัทไทย การศึกษาด้วยข้อมูลสองประเภทและด้วยเครื่องมือที่ต่างกัันแต่ได้ผลสรุปที่สอดคล้องและสนับสนุนซึ่งกันและกัน ทำให้การศึกษาคั้งนี้มีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น

(8) การจำกัดข้อผิดพลาดในการตีความหมายข้อมูลปฐมภูมิ

การตีความหมายที่ถูกต้องจากข้อมูลปฐมภูมิเป็นประเด็นสำคัญของการศึกษา แม้ไม่อาจมีมาตรการใดที่ป้องกันความผิดพลาดที่เกิดขึ้นได้อย่างสมบูรณ์ แต่ข้อผิดพลาดเหล่านี้สามารถจำกัดได้ การที่ผู้เขียนมีประสบการณ์ที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับกิจกรรมงานการตรวจสอบภายใน การเป็นผู้นำสัมมนากลุ่มผู้ตรวจสอบภายในที่มีการแลกเปลี่ยนความเห็นอย่างกว้างขวาง การได้รับความคิดเห็นของพนักงานตรวจสอบและกรรมการบริษัทในที่ประชุมหลายๆโอกาส การแลกเปลี่ยนความเห็นกับเจ้าหน้าที่หน่วยกำกับดูแล ตลอดจนการสัมภาษณ์ผู้บริหารระดับสูงได้ช่วยจำกัดผลกระทบของข้อผิดพลาดในแง่นี้

6.5 สรุปผลการทดสอบ

การทดสอบกรอบทฤษฎีตามบทที่ 6 นี้ได้ผ่านการศึกษาคงคุณภาพในบทที่ 5 มาแล้ว การทดสอบครั้งนี้จึงมีผลเท่ากับเป็นการทดสอบซ้ำ โดยการเปลี่ยนประเภทข้อมูลจากทุติยภูมิเป็นข้อมูลปฐมภูมิ และกรรมวิธีการประมวลผล ผลการทดสอบข้อมูลเชิงประจักษ์ในบทที่ 6 ส่วนใหญ่ยืนยันกรอบทฤษฎีในบทที่ 4 และผลการศึกษาเชิงคุณภาพในบทที่ 5 ตลอดจนข้อสมมุติฐานที่ตั้งไว้ และยังสอดคล้องกับผลการศึกษาที่มีมาก่อนหน้านี้ (Morck et al., 1999, p. 40; Mitton, 2002, pp. 237-40; Durnav and Kim, 2002, p. 33; Klapper and Love, 2003, p. 21; Lins, 2003, p. 181; Doidge, 2004, p. 34)

ผลการศึกษาข้อมูลเชิงทัศนคติ โดยเครื่องมือการวิเคราะห์ปัจจัย ยืนยันการดำรงอยู่ขององค์ประกอบธรรมาภิบาลตามกรอบทฤษฎีตรีมิติ อันประกอบด้วยขีดความสามารถเชิงอำนาจอำนาจการควบคุม และฉันทามติทางวัฒนธรรม และลักษณะความสัมพันธ์ขององค์ประกอบที่

คาดหมาย กล่าวคือองค์ประกอบ "ขีดความสามารถเชิงอำนาจ" มีน้ำหนักมากกว่าองค์ประกอบ "อำนาจการควบคุม" ในกรณีที่กิจการดำเนินงานตามปกติ การทดสอบได้แสดงให้เห็นรูปแบบการใช้อำนาจควบคุมสองประเภทย่อยที่แตกต่างกันคือการควบคุมเชิงกฎหมาย และการควบคุมเชิงตลาด ฉันทามติทางวัฒนธรรมของบริษัทไทยทั่วไป และฉันทามติของบริษัทไทยเชื้อสายจีน อย่างไรก็ตามกลุ่มตัวอย่างไม่สามารถแยกคำถามที่เป็นค่านิยมออกจากการปฏิบัติจริง ทำให้เครื่องมือการวิเคราะห์ปัจจัย ไม่สามารถแยกองค์ประกอบฉันทามติทางวัฒนธรรมที่เป็นนามธรรมออกจากองค์ประกอบขีดความสามารถเชิงอำนาจและอำนาจการควบคุมได้ แม้ผู้เขียนได้ให้ความสำคัญตระวังแล้วก็ตาม นอกจากนั้นช่วงระยะของคำตอบเชิงทัศนคติ (1-5) อาจน้อยเกินไปสำหรับประเด็นคำถามที่มีความอ่อนไหวสูง ทำให้ไม่สามารถใช้การวิเคราะห์ปัจจัยกับกลุ่มย่อยของตัวอย่างเพื่อเปรียบเทียบระดับความสมดุลขององค์ประกอบเชิงอำนาจได้ อย่างไรก็ตาม การใช้เครื่องมือการวิเคราะห์เชิงถดถอย กับข้อมูลในระดับรายบุคคล ซึ่งเป็นผลที่ได้การคำนวณจากการวิเคราะห์ปัจจัย ได้ยืนยันความสัมพันธ์ของความสมดุลขององค์ประกอบและค่าแนวโน้มผลประกอบการอย่างน่าพอใจ

ในขณะการทดสอบโดยเครื่องมือการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยกของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ซึ่งประกอบด้วยผู้บริหาร กรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบไม่สามารถยืนยันความแตกต่างทางทัศนคติ ของกลุ่มตัวอย่างย่อยในประเด็นของค่าแนวโน้มผลประกอบการ แต่การทดสอบหาความสัมพันธ์ของธรรมาภิบาลบริษัทต่อผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนของไทย โดยเลือกใช้เฉพาะกลุ่มตัวอย่างที่เป็นกรรมการตรวจสอบเพื่อหาความสัมพันธ์กับค่าแนวโน้มผลประกอบการ แสดงให้เห็นความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติของทัศนคติของกรรมการตรวจสอบระหว่างกลุ่มย่อยกิจการที่มีค่าแนวโน้มของผลประกอบการที่ต่างกัน ($\Delta\%RO$) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.001 ยืนยันว่า "กรรมการตรวจสอบของกลุ่มบริษัทที่มีค่าแนวโน้มผลประกอบการสูง แสดงทัศนคติของการปฏิเสธการครอบงำอำนาจโดยผู้ถือหุ้นใหญ่อย่างชัดเจน" ซึ่งได้ให้ยืนยันความเชื่อที่ว่า คุณภาพและความอิสระของกรรมการตรวจสอบและฝ่ายตรวจสอบภายในคือปัจจัยสำคัญของการเกิดธรรมาภิบาลบริษัทไทย การทดสอบการวิเคราะห์เชิงแบ่งแยกกับแบบจำลองที่อิงกรอบทฤษฎีตรีมิติ โดยใช้ตัวแปรเชิงประจักษ์ที่เลือกสรรกับค่าแนวโน้มผลประกอบการได้พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เพิ่มความน่าเชื่อถือของกรอบธรรมาภิบาลบริษัทตรีมิติ พร้อมกับยืนยันว่าธรรมาภิบาลบริษัทมีอิทธิพลในทางบวกต่อผลประกอบการบริษัทจดทะเบียนของไทย

การใช้การวิเคราะห์เชิงถดถอย เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อค่าแนวโน้มผลประกอบการโดยใช้แบบจำลองของกรอบทฤษฎีมิติจำนวน 28 รูปแบบ พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติจำนวน 9 รูปแบบหลัก หรือ 12 รูปแบบย่อย และพบปัจจัยความสำเร็จและล้มเหลวของธรรมาภิบาลบริษัทจดทะเบียนไทยหลายประการ ปัจจัยที่เชื่อให้เกิดธรรมาภิบาลบริษัทได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนของกลุ่มประเทศอังกฤษ-อเมริกัน และนักลงทุนต่างชาติอื่นๆ นอกจากนั้นยังพบว่า คุณสมบัติในเรื่องระดับการศึกษาของกรรมการตรวจสอบมีอิทธิพลสำคัญ โครงสร้างความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบและงานตรวจสอบภายใน ตลอดจนบทบาทของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และครอบครัวในบริษัท ปัจจัยที่มีผลสร้างความล้มเหลวได้แก่ สิทธิการควบคุมของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และอิทธิพลของฉันทามติทางวัฒนธรรมของกิจการครอบครัวของคนไทยเชื้อสายจีน ในขณะเดียวกัน การทดสอบไม่พบอิทธิพลของการมีกรรมการเกษียณอายุ ความยาวนานของประสบการณ์ในบริษัท ตลอดจนหลักสูตรการอบรมกรรมการต่อการมีธรรมาภิบาลบริษัทในบริษัทจดทะเบียนของไทย ผลลัพธ์จากการทดสอบในส่วนนี้ยืนยันการเอาเปรียบของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ สอดคล้องผลงานวิจัยที่มีก่อนหน้านี้ ทำให้ผลการศึกษานี้มีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ยังสามารถพิสูจน์ให้เห็นว่า การทดแทนหรือเสริมกันระหว่างกลไกการควบคุมภายในและกลไกตลาดเป็นสิ่งที่เป็นไปได้ (Bushman et al., 2000, pp. 42-3; Coles et al., 2001, pp. 46-7; Weir et al., 2002, pp. 580-1; Firth et al., 2002, p. 26) ในบริบทสังคมไทย ประโยชน์ประการสุดท้ายที่ได้จากการทดสอบในบทที่ 6 นี้คือ การเปิดแนวคิดของการประเมินระดับธรรมาภิบาลบริษัทจากข้อมูลเชิงทัศนคติ ผลการศึกษาโดยรวมชี้ให้เห็นว่า บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ของไทยล้มเหลวในการสร้างธรรมาภิบาลบริษัทโดยอาศัยกลไกของกฎหมายตามลำพัง อย่างไรก็ตามมีกิจการขนาดใหญ่จำนวนหนึ่งที่สามารถสร้างคุณภาพของอำนาจภายใน ด้วยการจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบและฝ่ายตรวจสอบภายในที่เป็นอิสระ ช่วยให้เกิดธรรมาภิบาลบริษัทและแนวโน้มผลประกอบการที่สูงกว่าในท้ายที่สุด