

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ประเทศไทยจัดเป็นเขตเศรษฐกิจเกิดใหม่ (emerging economy) โดยในช่วงปี พ.ศ. 2536-2538 เป็นช่วงที่สภาพเศรษฐกิจของประเทศเติบโตอย่างมาก การลงทุนต่างๆให้ผลตอบแทนสูง ส่งผลให้เม็ดเงินจากต่างประเทศไหลเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจไทยเป็นจำนวนมาก แต่โครงสร้างของบริษัทในประเทศไทยในขณะนั้นกลับมีลักษณะธรรมาภิบาลที่ไม่ดี กล่าวคือ มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว มีมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ดี มีการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำ มีกฎข้อบังคับและการกำกับดูแลที่ไม่เพียงพอ ลักษณะดังกล่าวทำให้เศรษฐกิจของประเทศมีความเปราะบาง จนนำไปสู่วิกฤตการณ์ทางการเงินในเอเชียในปี 2540 ในที่สุด และวิกฤตการณ์ในครั้งนี้ยังแพร่กระจายไปยังประเทศต่างๆในเอเชีย Joh (2003) ได้ตั้งข้อสังเกตว่าประเทศที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ครั้งนี้อย่างรุนแรงมักจะเป็นประเทศที่มีลักษณะธรรมาภิบาลไม่ดี

วิกฤตการณ์ทางการเงินในเอเชียส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะธนาคารและสถาบันการเงินได้รับผลกระทบอย่างรุนแรง และแพร่กระจายไปยังบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอื่น ผลกระทบของวิกฤตการณ์ครั้งนี้ทำให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลายแห่งถูกเพิกถอน หลายแห่งต้องทำการฟื้นฟูและเจรจาประนอมหนี้กับเจ้าหนี้ และบริษัทอีกเป็นจำนวนมากต้องทำการปรับโครงสร้างบริษัท เช่น ทำการขายบริษัทย่อย เพื่อนำเงินมาช่วยธุรกิจหลัก หรือร่วมทุนกับต่างชาติ

สาเหตุหลักของการเกิดวิกฤตการณ์ครั้งนี้ที่มักถูกกล่าวอ้างถึง คือ ลักษณะธรรมาภิบาลที่ไม่ดีของบริษัท ซึ่งทำให้เกิดงานวิจัยหลายชิ้นที่ศึกษาเกี่ยวกับธรรมาภิบาลในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ ซึ่งธรรมาภิบาลในที่นี้ใช้ตามคำนิยามของ Shleifer and Vishny (1997) หมายถึง กลไกที่ทำให้นักลงทุน (ผู้ถือหุ้น และผู้ให้เงินกู้ยืม) ได้รับผลตอบแทนที่เหมาะสม อย่างไรก็ตามผลการศึกษาของงานวิจัยด้านนี้ยังให้ผลที่ไม่ชัดเจน เช่น Morck, Shleifer and Vishny (1988) และ McConnell and Servaes (1990) ศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และมูลค่าของบริษัทแบบ non-monotonic แต่ Demsetz and Villalonga (2001) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลประกอบการของบริษัท ทำให้จำเป็นต้องทำการศึกษาเกี่ยวกับเรื่องนี้เพิ่มเติม

ผู้เขียนสันนิษฐานว่าสาเหตุที่ทำให้ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกันน่าจะมีเหตุผลดังต่อไปนี้

ประการแรก คือ ความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการอาจแปรผันไปตามสภาวะเศรษฐกิจ กล่าวคือ ในช่วงที่สภาพเศรษฐกิจไม่ดีบริษัทมักจะมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี ทำให้ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีแนวโน้มที่จะถ่ายโอนความมั่งคั่งออกจากบริษัท แต่แรงจูงใจในการถ่ายโอนความมั่งคั่งจะลดลงในช่วงที่สภาพเศรษฐกิจดี ทำให้ธรรมาภิบาลจะมีผลต่อการดำเนินงานในช่วงที่สภาพเศรษฐกิจไม่ดีมากกว่าในช่วงที่เศรษฐกิจดี (Johnson et al, 2000) ดังนั้นหากนำข้อมูลแบบอนุกรมเวลา (time series) ซึ่งครอบคลุมหลายช่วงเวลาทั้งช่วงที่สภาพเศรษฐกิจดี และไม่ดีมาทำการศึกษาโดยไม่พิจารณาความแตกต่างของสภาพเศรษฐกิจอาจทำให้ผลการศึกษาที่ได้คลาดเคลื่อน

ประการที่สอง คือ การมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ควรจะทำให้ระดับความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นน้อยลง ดังนั้นตัวแปรของธรรมาภิบาลที่วัดระดับความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นจะมีผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทประเภทนี้น้อย

ประการที่สาม คือ วิธีการที่นิยมใช้ในการหาความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลการดำเนินงานของบริษัท คือ Ordinary Least Square และ Two-Stage Least Square วิธีการแรกจะพิจารณาตัวแปรที่เกี่ยวกับธรรมาภิบาลทั้งหมดเป็น exogenous variable โดยมีข้อสมมติฐานว่าตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาลจะไม่มีความสัมพันธ์กันเอง แต่วิธีการหลังจะพิจารณาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาลด้วยกันเอง<sup>1</sup> ทั้งนี้หากเรานำข้อมูลชุดเดียวกันมาวิเคราะห์ด้วยวิธีต่างกันอาจจะได้ผลการศึกษาแตกต่างกัน อย่างไรก็ตามวิธี Two-Stage Least Square น่าจะเป็นวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลที่เหมาะสม เนื่องจากข้อสมมติฐานมีความยืดหยุ่นมากกว่า

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นการศึกษาผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจากกระบวนการในการกำกับดูแลและควบคุมองค์กร ทั้งกลไกการควบคุมภายใน (internal mechanism of corporate governance) ซึ่งได้แก่ กลไกหนี้สินของบริษัท (leverage) กลไกสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (insider ownership) และกลไกองค์ประกอบของคณะกรรมการ

<sup>1</sup> รายละเอียดเกี่ยวกับวิธีดำเนินการวิจัยอยู่ในบทที่ 3

boards) และกลไกควบคุมภายนอก (external mechanism of corporate governance) ซึ่งได้แก่ กลไกสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (concentration of holdings) และกลไกความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดของบริษัท (control and ownership disparity) ซึ่งวัตถุประสงค์ของการวิจัยสามารถแบ่งเป็นข้อๆได้ดังนี้

1. ศึกษาถึงผลกระทบของธรรมาภิบาลที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท
2. ศึกษาว่าสภาพเศรษฐกิจมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่ และอย่างไร
3. ศึกษาว่าการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลการดำเนินงานหรือไม่ และอย่างไร

### 1.3 ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้ศึกษาธรรมาภิบาลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ.2541-2545 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทจากทุกหมวดอุตสาหกรรม ยกเว้นอุตสาหกรรมธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิต และประกันภัย เนื่องจากประเทศไทยมีกฎหมายที่ใช้ดูแลธุรกิจเหล่านี้แตกต่างกันออกไป สำหรับการศึกษเกี่ยวกับกรมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะตัดบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดเป็นบริษัทต่างประเทศ และบริษัทที่ไม่สามารถระบุชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดเป็นบุคคลธรรมดาได้ เช่น บริษัทที่มีกระทรวงการคลังเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด

### 1.4 ข้อจำกัดของการวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้ได้ทำการเก็บข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในแต่ละบริษัทจากรายงานประจำปี และรายงานการเงินเพิ่มเติมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในแต่ละบริษัทจะมีการระบุตำแหน่งหน้าที่ของผู้บริหารแตกต่างกัน ในงานวิจัยนี้จึงมีข้อสมมุติฐานว่าข้อมูลที่แต่ละบริษัทเปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นข้อมูลที่ถูกต้องสมบูรณ์

### 1.5 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

ผู้บริหาร (Insider Ownership) หมายถึง กรรมการ กรรมการบริหาร ผู้จัดการ พนักงานระดับผู้จัดการฝ่ายขึ้นไป หรือผู้ซึ่งดำรงตำแหน่งเทียบเท่าที่มีชื่อเรียกอย่างอื่นที่มีอำนาจในการจัด

จัดการบริษัท และรวมถึงบุคคลซึ่งบริษัททำสัญญา ให้มีอำนาจทั้งหมด หรือบางส่วนในการบริหารงานของบริษัท<sup>1</sup>

กรรมการอิสระ (Independent director) หมายถึง กรรมการที่เป็นอิสระจากกลุ่มของผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือกลุ่มของผู้ถือหุ้นรายใหญ่<sup>2</sup>

สิทธิในการควบคุม (Control Right) หมายถึง สัดส่วนของสิทธิในการออกเสียงของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดทั้งโดยตรง (ซึ่งวัดจากสัดส่วนของสิทธิในการออกเสียงของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด) และโดยอ้อม (สัดส่วนของสิทธิในการออกเสียงของบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดควบคุมอยู่) สิทธิในกระแสเงินสด (Cash flow right) หมายถึง สัดส่วนของสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด เช่น หากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดถือหุ้นในบริษัท ก. ร้อยละ 60 และบริษัท ก. ถือหุ้นในบริษัท ข. ร้อยละ 50 ผู้ถือหุ้นรายนี้จะมีสิทธิในการควบคุมบริษัท ข. ร้อยละ 50 แต่มีสิทธิในกระแสเงินสดของบริษัท ข. เพียงร้อยละ 30

การมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด หมายถึง การที่บุคคลที่ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด หรือบุคคลที่มีนามสกุลเดียวกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีรายชื่อเป็นคณะกรรมการบริษัท<sup>3</sup>

## 1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นว่าผลการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลการดำเนินงานของบริษัทยังไม่ได้ข้อสรุปที่ชัดเจน ดังนั้นงานวิจัยชิ้นนี้น่าจะมีส่วนเสริมองค์ความรู้ในแง่ของการเพิ่มหลักฐานทางวิชาการให้มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น ทำให้เกิดความเข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท และตัวแปรอื่นที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน รวมทั้งปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการ เพื่อเป็นแนวทางสำหรับนักลงทุนในการตัดสินใจเลือกลงทุน และบริษัทเพื่อปรับปรุงการกำกับดูแล

<sup>1</sup> อ้างอิงจากประกาศคณะกรรมการหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ในปี พ.ศ.2539

<sup>2</sup> อ้างอิงจากประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ.2536

<sup>3</sup> ในงานวิจัยนี้จะมีข้อจำกัด คือ หากบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีชื่ออยู่ในคณะกรรมการบริษัท และผู้ที่ดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการบริษัทเป็นคนใกล้ชิดกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด และไม่ได้ใช้นามสกุลเดียวกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด จะถูกจัดเป็นบริษัทประเภทผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีส่วนร่วมในการบริหาร

การให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ใช้เป็นแนวทางในการออกกฎข้อบังคับต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้น และนักลงทุนทั่วไปทั้งชาวไทยและชาวต่างประเทศ ซึ่งจะส่งผลดีต่อสภาพเศรษฐกิจไทย

### 1.7 วิธีดำเนินการวิจัย

เพื่อทำการศึกษตามวัตถุประสงค์ที่ 1 ข้อมูลของแต่ละบริษัทในแต่ละปีจะถูกนำมาวิเคราะห์โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติ ทำการศึกษาภาคตัดขวาง (Cross Sectional) ด้วยวิธีการประมาณค่าแบบทั้งแบบ Ordinary Least Square และ Two-stage Least Square ทีละปี

เพื่อทำการศึกษตามวัตถุประสงค์ที่ 2 - 3 ข้อมูลของแต่ละบริษัททั้ง 5 ปีจะถูกนำมาวิเคราะห์โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติ ทำการศึกษา Panel ด้วยวิธีการประมาณค่าแบบทั้งแบบ Ordinary Least Square และ Two-stage Least Square

### 1.8 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

เนื้อหาของวิทยานิพนธ์เล่มนี้สามารถสรุปได้ดังนี้

บทที่ 1 กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย ข้อจำกัดของการวิจัย คำจำกัดความที่ใช้ในงานวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และวิธีดำเนินงานวิจัยโดยสังเขป

บทที่ 2 กล่าวถึง แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา รวมถึงเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทที่ 3 กล่าวถึง แบบจำลอง และสมมุติฐานของการศึกษา ตลอดจนวิธีการที่ใช้ศึกษา

บทที่ 4 กล่าวถึง ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยละเอียด

บทที่ 5 กล่าวถึง บทสรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ