

วิธีดำเนินการวิจัย

ในบทนี้จะกล่าวถึงวิธีการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลการดำเนินงาน และปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยปัจจัยที่ศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ได้แก่ สภาพเศรษฐกิจ และการที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนร่วมในการบริหาร

3.1 ตัวแปร

วิธีการศึกษาจะอาศัยพื้นฐานของแบบจำลองที่เสนอโดย Mitton (2002) และ Joh (2003) ตัวแปรต่างๆกำหนดดังนี้

$PERF_{it}$ คือ ผลการดำเนินงานของบริษัท i ในปี t งานวิจัยชิ้นนี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท 2 วิธี คือ Tobin's Q และอัตราส่วนของการกำไรต่อสินทรัพย์ (ROA)

INS_{it} คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

$BOARD_{it}$ คือ สัดส่วนระหว่างจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมดของบริษัท i ในปี t

CON_{it} คือ สัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมดของผู้ที่ถือหุ้นเกินร้อยละ 5 ของบริษัท i ในปี t ดังนั้น CON_{it} เป็นตัวแปรวัดสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

COL_{it} คือ Dummy variable ของบริษัท i ในปี t มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อผู้ถือหุ้นใหญ่ที่สุดของบริษัทหรือผู้ที่มีนามสกุลเดียวกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในบริษัทนั้นดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการบริษัทนอกนั้น มีค่าเท่ากับ 0

CMO_{it} คือ ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดของบริษัท i ในปี t

LEV_{it} คือ สัดส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินต่อมูลค่าของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t

AST_{it} คือ ขนาดของบริษัท i ปี t วัดโดย natural log ของสินทรัพย์สุทธิของบริษัท

$CAPINT_{it}$ คือ อัตราส่วนระหว่าง สินทรัพย์ถาวร (fixed assets) ต่อของสินทรัพย์สุทธิของ บริษัทที่ i ปีที่ t

$SIGMA_{it}$ คือ ความเสี่ยงของบริษัทที่ i ปีที่ t วัดโดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานรายปีซึ่ง คำนวณมาจากผลตอบแทนของหุ้นรายวัน

$NDTS_{it}$ คือ ค่าใช้จ่ายอื่นที่สามารถหักภาษีได้นอกเหนือจากดอกเบี้ยของบริษัทที่ i ในปีที่ t วัดโดยอัตราส่วนระหว่างค่าเสื่อมราคา ต่อสินทรัพย์ทั้งหมด

3.2 แบบจำลอง

เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท ข้อมูลของแต่ละบริษัทจะถูกนำมาวิเคราะห์โดยใช้วิธีทางเศรษฐมิติ ทำการศึกษาภาคตัดขวางด้วยวิธีประมาณค่าแบบ Ordinary Least Square ด้วยสมการที่ 1.1 และข้อมูลของแต่ละบริษัทจะถูกวิเคราะห์อีกครั้งหนึ่งวิธีประมาณค่าแบบ Two-stage Least Square ด้วยสมการที่ 1.1- 1.6

สมการชุดที่ 1

$$PERF_i = a_1 + b_{11} (INS_i) + b_{12} (INS_i)^2 + b_{13} (CON_i) + b_{14} (CMO_i) + b_{15} (BOARD_i) + b_{16} (LEV_i) + b_{17}(AST_i) + b_{18} (CAPINT_i) + e_{1i} \quad (1.1)$$

$$INS_i = a_2 + b_{21} (CON_i) + b_{22} (CMO_i) + b_{23} (BOARD_i) + b_{24} (LEV_i) + b_{25} (PERF_i) + b_{26} (AST_i) + b_{27} (CAPINT_i) + b_{28} (SIGMA_i) + e_{2i} \quad (1.2)$$

$$CON_i = a_3 + b_{31} (INS_i) + b_{32} (CMO_i) + b_{33} (BOARD_i) + b_{34} (LEV_i) + b_{35} (AST_i) + b_{36} (CAPINT_i) + b_{37} (SIGMA_i) + e_{3i} \quad (1.3)$$

$$CMO_i = a_4 + b_{41} (INS_i) + b_{42} (CON_i) + b_{43} (BOARD_i) + b_{44} (LEV_i) + b_{45} (CAPINT_i) + b_{46} (SIGMA_i) + e_{4i} \quad (1.4)$$

$$BOARD_i = a_5 + b_{51} (INS_i) + b_{52} (CON_i) + b_{53} (CMO_i) + b_{54} (LEV_i) + b_{55} (AST_i) + b_{56} (CAPINT_i) + b_{57} (SIGMA_i) + e_{5i} \quad (1.5)$$

$$LEV_i = a_6 + b_{61} (INS_i) + b_{62} (CON_i) + b_{63} (CMO_i) + b_{64} (BOARD_i) + b_{65} (SIGMA_i) + b_{66} (CAPINT_i) + b_{67} (NDTS_i) + b_{68} (AST_i) + e_{6i} \quad (1.6)$$

เพื่อทดสอบว่าสภาพเศรษฐกิจมีผลอย่างไรต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท ข้อมูลของแต่ละบริษัททั้ง 5 ปีจะถูกนำมาวิเคราะห์พร้อมกันโดยใช้วิธีทางเศรษฐมิติ ทำการศึกษา Panel ด้วยวิธีประมาณค่าแบบ Ordinary Least Square ด้วยสมการที่ 2.1 และข้อมูลของแต่ละบริษัทจะถูกวิเคราะห์อีกครั้งหนึ่งวิธีประมาณค่าแบบ Two-stage Least Square ด้วยสมการที่ 2.1-2.5

สมการชุดที่ 2

$$\text{PERF}_{it} = a_1 + b_{11} (\text{INS}_{it}) + b_{12} (\text{INS}_{it} \times \text{GDP}_t) + b_{13} (\text{INS}_{it}^2) + b_{14} (\text{INS}_{it}^2 \times \text{GDP}_t) + b_{15} (\text{CON}_{it}) + b_{16} (\text{CON}_{it} \times \text{GDP}_t) + b_{17} (\text{CMO}_{it}) + b_{18} (\text{CMO}_{it} \times \text{GDP}_t) + b_{19} (\text{LEV}_{it}) + b_{110} (\text{LEV}_{it} \times \text{GDP}_t) + b_{111} (\text{AST}_{it}) + b_{112} (\text{CAPINT}_{it}) + \text{Time dummies} + e_{1i} \quad (2.1)$$

$$\text{INS}_{it} = a_2 + b_{21} (\text{CON}_{it}) + b_{22} (\text{CMO}_{it}) + b_{23} (\text{LEV}_{it}) + b_{24} (\text{PERF}_{it}) + b_{25} (\text{AST}_{it}) + b_{26} (\text{CAPINT}_{it}) + b_{27} (\text{SIGMA}_{it}) + e_{2i} \quad (2.2)$$

$$\text{CON}_{it} = a_3 + b_{31} (\text{INS}_{it}) + b_{32} (\text{CMO}_{it}) + b_{33} (\text{LEV}_{it}) + b_{34} (\text{AST}_{it}) + b_{35} (\text{CAPINT}_{it}) + b_{36} (\text{SIGMA}_{it}) + e_{3i} \quad (2.3)$$

$$\text{CMO}_{it} = a_4 + b_{41} (\text{INS}_{it}) + b_{42} (\text{CON}_{it}) + b_{43} (\text{LEV}_{it}) + b_{44} (\text{CAPINT}_{it}) + b_{45} (\text{SIGMA}_{it}) + e_{4i} \quad (2.4)$$

$$\text{LEV}_{it} = a_5 + b_{51} (\text{INS}_{it}) + b_{52} (\text{CON}_{it}) + b_{53} (\text{CMO}_{it}) + b_{54} (\text{SIGMA}_{it}) + b_{55} (\text{CAPINT}_{it}) + b_{56} (\text{NDTS}_{it}) + b_{57} (\text{AST}_{it}) + e_{5i} \quad (2.5)$$

เพื่อทดสอบว่าการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีผลอย่างไรต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท ข้อมูลของแต่ละบริษัททั้ง 5 ปีจะถูกนำมาวิเคราะห์พร้อมกันโดยใช้วิธีทางเศรษฐมิติ ทำการศึกษา Panel ด้วยวิธีประมาณค่าแบบ Ordinary Least Square ด้วยสมการที่ 3.1 และข้อมูลของแต่ละบริษัทจะถูกวิเคราะห์อีกครั้งหนึ่งวิธีประมาณค่าแบบ Two-stage Least Square ด้วยสมการที่ 3.1-3.5

สมการชุดที่ 3

$$\begin{aligned} \text{PERF}_{it} = & a_1 + b_{11} (\text{INS}_{it}) + b_{12} (\text{INS}_{it} \times \text{COL}_{it}) + b_{13} (\text{INS}_{it}^2) + b_{14} (\text{INS}_{it}^2 \times \text{COL}_{it}) + b_{15} \\ & (\text{CON}_{it}) + b_{16} (\text{CON}_{it} \times \text{COL}_{it}) + b_{17} (\text{CMO}_{it}) + b_{18} (\text{CMO}_{it} \times \text{COL}_{it}) + b_{19} (\text{LEV}_{it}) + b_{110} (\text{LEV}_{it} \\ & \times \text{COL}_{it}) + b_{111} (\text{AST}_{it}) + b_{112} (\text{CAPINT}_{it}) + \text{Time dummies} + e_{1i} \end{aligned} \quad (3.1)$$

$$\begin{aligned} \text{INS}_{it} = & a_2 + b_{21} (\text{CON}_{it}) + b_{22} (\text{CMO}_{it}) + b_{23} (\text{LEV}_{it}) + b_{24} (\text{PERF}_{it}) + b_{25} (\text{AST}_{it}) + b_{26} \\ & (\text{CAPINT}_{it}) + b_{27} (\text{SIGMA}_{it}) + e_{2i} \end{aligned} \quad (3.2)$$

$$\begin{aligned} \text{CON}_{it} = & a_3 + b_{31} (\text{INS}_{it}) + b_{32} (\text{CMO}_{it}) + b_{33} (\text{LEV}_{it}) + b_{34} (\text{AST}_{it}) + b_{35} (\text{CAPINT}_{it}) + \\ & b_{36} (\text{SIGMA}_{it}) + e_{3i} \end{aligned} \quad (3.3)$$

$$\begin{aligned} \text{CMO}_{it} = & a_4 + b_{41} (\text{INS}_{it}) + b_{42} (\text{CON}_{it}) + b_{43} (\text{LEV}_{it}) + b_{44} (\text{CAPINT}_{it}) + b_{45} (\text{SIGMA}_{it}) \\ & + e_{4i} \end{aligned} \quad (3.4)$$

$$\begin{aligned} \text{LEV}_{it} = & a_5 + b_{51} (\text{INS}_{it}) + b_{52} (\text{CON}_{it}) + b_{53} (\text{CMO}_{it}) + b_{54} (\text{SIGMA}_{it}) + b_{55} (\text{CAPINT}_{it}) \\ & + b_{56} (\text{NDTS}_{it}) + b_{57} (\text{AST}_{it}) + e_{5i} \end{aligned} \quad (3.5)$$

3.3 สมมุติฐาน

3.3.1 ความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลการดำเนินงานของบริษัท

การเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะทำให้ผลประโยชน์ของผู้บริหารเป็นไปในทิศทางเดียวกับผลประโยชน์ของเจ้าของมากขึ้น ซึ่งจะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งภายในองค์กรส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น จึงคาดว่าตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน

เมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถือหุ้นในสัดส่วนที่เพิ่มมากขึ้นจะทำให้ผู้ถือหุ้นรายนั้นมีอำนาจ และแรงจูงใจในการตรวจสอบผู้บริหาร และยังช่วยลดปัญหา Free-rider¹ จึงคาดว่าตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

¹ ปัญหา Free-rider คือปัญหาที่เกิดจากการมีผู้มีส่วนได้เสียในบริษัทจำนวนมาก ต่างฝ่ายต่างคิดว่าผู้มีส่วนได้เสียอื่นทำการตรวจสอบบริษัทแล้ว ตนจึงไม่มีความจำเป็นต้องทำการตรวจสอบอีกเมื่อทุกฝ่ายติดเหมือนกันหมดก็จะทำให้ไม่มีใครตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร

ตารางที่ 3.1 แสดงการคาดคะเนเครื่องหมายสัมประสิทธิ์

ตัวแปร	เครื่องหมาย
INS	+
CON	+
CMO	-
BOARD	?
LEV	?
AST	+
INS*GDP	-
CON*GDP	-
CMO*GDP	+
LEV*GDP	?
INS*COL	-
CON*COL	-
CMO*COL	-
LEV*COL	?

หมายเหตุ ? หมายถึง การคาดคะเนว่าสัมประสิทธิ์อาจมีค่าเป็นบวกหรือลบ

ศูนย์วิทยทรัพยากร

เมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีสิทธิในการควบคุมมากกว่าสิทธิในกระแสเงินสดจะทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีแรงจูงใจในการถ่ายเทความมั่งคั่งออกจากบริษัทที่ตนมีสิทธิในกระแสเงินสดต่ำไปยังบริษัทที่ตนมีสิทธิในกระแสเงินสดสูง จึงคาดว่าตัวแปรความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงาน

กรรมการอิสระน่าจะสามารถตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่ากรรมการที่มาจากบุคคลภายใน เนื่องจากกรรมการภายในมักจะอยู่ภายใต้การควบคุมของผู้บริหารระดับสูง และเมื่อบริษัทมีสัดส่วนกรรมการอิสระสูงจะช่วยถ่วงอำนาจในการทำงานของคณะกรรมการบริษัท ป้องกันไม่ให้เกิดกรรมการที่มาจากบุคคลภายในไปร่วมกับฝ่ายบริหารใช้อำนาจตัดสินใจทำกิจกรรมที่ส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์ของบริษัท อย่างไรก็ตาม กรรมการอิสระมีแนวโน้มที่จะหลีกเลี่ยงโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากหากโครงการล้มเหลวจะส่งผลกระทบต่อบริษัท และอาจทำให้กรรมการอิสระเหล่านี้เสียชื่อเสียงได้ แต่หากโครงการบริษัทสำเร็จกรรมการอิสระเหล่านี้ก็ไม่ได้ผลตอบแทนเพิ่มเติมมากเป็นพิเศษส่งผลให้บริษัทอาจเสียโอกาสในการลงทุน ทำให้ผลการดำเนินงานไม่ดีเท่าที่ควร ดังนั้นสัดส่วนกรรมการอิสระที่เพิ่มขึ้นอาจส่งผลบวกหรือลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

การที่บริษัทมีสัดส่วนหนี้สินเพิ่มสูงขึ้นน่าจะส่งผลให้การดำเนินงานดีขึ้นเนื่องจากผลประโยชน์ทางภาษีจากการกู้ยืมเงิน และสามารถช่วยลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น กล่าวคือเจ้าหนี้จะเข้ามาช่วยตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตามเมื่อระดับหนี้สินเพิ่มสูงขึ้นเจ้าหนี้จะส่งตัวแทนมาเป็นกรรมการบริษัท ซึ่งกรรมการเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะหลีกเลี่ยงโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากหากโครงการล้มเหลวจะส่งผลกระทบต่อฐานะทางการเงินของบริษัท และอาจจะทำให้บริษัทไม่สามารถคืนเงินกู้ให้แก่เจ้าหนี้ได้ ดังนั้นระดับหนี้สินที่เพิ่มสูงขึ้นอาจเป็นผลดีหรือผลเสียต่อผลประโยชน์ประกอบกิจการของบริษัท จึงคาดว่าตัวแปรสัดส่วนหนี้สินอาจมีอิทธิพลเป็นบวกหรือลบต่อผลประโยชน์ประกอบกิจการของบริษัท

บริษัทที่มีสินทรัพย์มากจะมีความได้เปรียบบริษัทที่มีสินทรัพย์น้อย เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะมีช่องทางในการกระจายสินค้ามากกว่า มีกำลังในการลงทุนมากกว่า และมีอำนาจในการต่อรองสูงกว่า ดังนั้นปริมาณสินทรัพย์ที่มากขึ้นน่าจะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท จึงคาดว่าตัวแปรขนาดของบริษัทจะมีอิทธิพลเป็นบวกต่อผลประโยชน์ประกอบกิจการ

3.3.2 สมมติฐานเกี่ยวกับผลกระทบของสภาพเศรษฐกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลการดำเนินงาน

ในช่วงที่เศรษฐกิจตกต่ำบริษัทมักมีผลการดำเนินงานไม่ดี ส่งผลให้ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่เกิดแรงจูงใจในการถ่ายโอนความมั่งคั่งของบริษัท ทำให้ช่วงเวลาดังกล่าวธรรมาภิบาลจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานมาก แต่ความสัมพันธ์นี้จะลดลงในช่วงเวลาที่เศรษฐกิจขยายตัวดี เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าวบริษัทมักมีผลการดำเนินงานดี ทำให้ความขัดแย้งระหว่างกลุ่ม

กลุ่มผลประโยชน์ต่างๆในบริษัทลดลง จึงคาดว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรผลคูณระหว่างธรรมาภิบาลและอัตราการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมจะมีเครื่องหมายตรงกันข้ามกับสัมประสิทธิ์ของตัวแปรธรรมาภิบาลนั้น

3.3.3 สมมุติฐานเกี่ยวกับผลกระทบของการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลการดำเนินงานของบริษัท

เมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนร่วมในการบริหารจะทำให้ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นลดลง เนื่องจากผู้บริหารจะมีผลประโยชน์สอดคล้องกับผู้ถือหุ้น แต่อาจจะทำให้ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อยสูงมากขึ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีอำนาจในบริษัทมากจนสามารถถ่ายเทความมั่งคั่งออกจากบริษัทได้อย่างสะดวก จึงคาดว่าสำหรับธรรมาภิบาลที่วัดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น อันได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และสัดส่วนหนี้สิน สัมประสิทธิ์ของผลคูณระหว่างธรรมาภิบาลเหล่านี้ และ COL¹ จะมีเครื่องหมายตรงกันข้ามกับสัมประสิทธิ์ของธรรมาภิบาลนั้น และสำหรับธรรมาภิบาลที่วัดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้น สัมประสิทธิ์ของผลคูณระหว่างธรรมาภิบาลเหล่านี้ และ COL จะมีเครื่องหมายเหมือนกับสัมประสิทธิ์ของธรรมาภิบาลนั้น

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

¹ คือ Dummy variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือบุคคลที่มีนามสกุลเดียวกับผู้ถือหุ้นใหญ่ในบริษัทนั้นดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการบริษัทนอกนั้นมีค่า เท่ากับ 0