# บทที่ 2

# เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้จะกล่าวถึงเอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่กำหนดผลการดำเนินงานของบริษัท ปัจจัยที่กำหนดตัวแปรธรรมาภิบาล และผลกระทบของสภาพเศรษฐกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลการดำเนินงาน

## 2.1 ปัจจัยที่กำหนดผลการดำเนินงานของบริษัท

ปัจจัยที่กำหนดผลการดำเนินงานของบริษัทที่จะกล่าวในที่นี้ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุม และสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด สัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทสัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนขนาดของสินทรัพย์ และสัดส่วนสินทรัพย์ถาวร โดยจะกล่าวถึงการตั้งสมมุติฐานอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเหล่านี้ และผลการดำเนินงานของบริษัท และการทดสอบเชิงประจักษ์ว่ามีผลจริงตามสมมุติฐานหรือไม่ ดังสรุปได้ดังนี้

### 2.1.1 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

Jensen and Meckling (1976) เสนอว่าเมื่อมีการแยกกันระหว่างเจ้าของ และฝ่ายบริหารจะทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) กล่าวคือ ผู้บริหารได้รับมอบหมายจากผู้ถือหุ้นให้บริหารบริษัทเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้น แต่ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้บริหารอาจไม่สอดคล้องกัน เช่น ผู้ถือหุ้นต้องการให้ผู้บริหารตัดสินใจดำเนินกิจการที่จะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น แต่ความต้องการของผู้บริหารเองอาจไม่ตรงกับความต้องการของผู้ถือหุ้น โดยในบางครั้งผู้บริหารอาจจะต้องการเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเกินไป เนื่องจากหากลงทุนแล้วประสบความสำเร็จจะทำให้ผู้บริหารมีชื่อเสียง แต่ถ้าโครงการล้มเหลวผู้ถือหุ้นจะเป็นผู้ที่ได้รับผลกระทบโดยตรง Jensen and Meckling (1976) เสนอว่ากลไกหนึ่งที่สามารถจะช่วยบรรเทาปัญหาตัวแทนดังกล่าว คือ การให้ผู้บริหารถือหุ้นของบริษัท ซึ่งจะทำให้ผลประโยชน์ของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นสอดคล้องกันมากขึ้น ส่งผลให้ผลประกอบการของบริษัทดีขึ้น

อย่างไรก็ตามผลการศึกษาในเรื่องความสัมพันธ์ดังกล่าวยังมีข้อสรุปที่แตกต่างกัน กล่าวคือ Yermack (1996) ซึ่งใช้ข้อมูลบริษัทอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกา 452 บริษัท พบว่าเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้นจะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น และ Morck, Shleifer และ Vishny (1988) ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's Q และสัดส่วน

การถือหุ้นของผู้บริหาร พบความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นเส้นตรง กล่าวคือ พบความสัมพันธ์ที่เป็นบวกเมื่อผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 0 ถึง 5 แต่จะกลายเป็นลบเมื่อผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 5 ถึง 25 และกลับเป็นบวกอีกครั้งเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเกินร้อยละ 25 นอกจากนี้ McConnell และ Servaes (1990) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's Q และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นลักษณะของเส้นโค้งอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเป็นไปในลักษณะที่เพิ่มขึ้นจนกระทั่งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารถึงระดับร้อยละ 40 ถึง 50 เมื่อผู้บริหารถือหุ้นเกินสัดส่วนดังกล่าวจะมีผลทำให้ผลการดำเนินงานลดลง

แต่ Demsetz และ Villalonga (2001) ใช้ข้อมูล 223 บริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้วิธี Two-stage least square แล้วไม่พบความสัมพันธ์ใดๆระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่ง Demsetz และ Villalonga ได้ให้เหตุผลว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นของแต่ละบริษัทจะถูกกำหนดเพื่อให้บริษัทสามารถทำกำไรได้สูงสุด แม้ว่าการถือหุ้นแบบกระจายตัวอาจทำให้ความรุนแรงของปัญหาเพิ่มขึ้น แต่ก็มีข้อได้เปรียบบางประการมาหักล้างกับปัญหาดังกล่าว

### 2.1.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

Cho (1998) กล่าวว่าเมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดถือหุ้นในสัดส่วนที่มากจะทำให้มีอำนาจในการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารมากขึ้น นอกจากนี้ผลประโยชน์ที่ได้จากการตรวจสอบก็มีแนวโน้มที่จะสูงกว่าต้นทุน ทำให้เกิดแรงจูงใจในการตรวจสอบดังกล่าว ซึ่งจะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น

อย่างไรก็ตามจากผลการศึกษาของ Demsetz และ Lehn (1985) และ McConnell และ Servaes (1990) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด แต่ Mitton (2002) ทำการศึกษาในช่วงการเกิดวิกฤตทางเศรษฐกิจเอเชีย โดยใช้ข้อมูล 398 บริษัท จากประเทศอินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และไทยซึ่งเป็นประเทศที่ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากวิกฤตการณ์ทางการเงินเอเชีย พบความสัมพันธ์ที่เป็นบวกระหว่างผลตอบแทนจากการถือหุ้นและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ นอกจากนี้ Joh (2003) ใช้ข้อมูล 5,829 บริษัทในประเทศเกาหลี ในช่วงปี ค.ศ.1993-1997 ซึ่งเป็นช่วงก่อนที่ประเทศเกาหลีจะประสบกับวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ พบความสัมพันธ์แบบไม่เป็นเส้นตรงระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดและผลการดำเนินงานของบริษัท กล่าวคือ ผลการดำเนินงานของบริษัทจะลดลงเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดน้อยกว่าร้อยละ 5 แต่จะเพิ่มขึ้น

อย่างมากเมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดถือหุ้นร้อยละ 5 ถึง 25 และเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปเมื่อสัดส่วนดังกล่าวเกินร้อยละ 25 นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดและผลการดำเนินงานในรูปแบบสมการกำลังสาม ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า โดยทั่วไปแล้วผลการดำเนินงานของบริษัทจะเพิ่มขึ้น แต่ผลการดำเนินงานจะลดลงเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดสูงมากหรือต่ำมาก

**2.1.3 ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด**

La Porta et al (2002) พบโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีสิทธิในการควบคุมมากกว่าสิทธิในกระแสเงินสดได้ทั่วไปในตลาดทุนทั่วโลก Joh (2003) กล่าวว่าเมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีสิทธิในการควบคุมมากกว่าสิทธิในกระแสเงินสดจะทำให้เกิดแรงจูงใจให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดทำการถ่ายเทความมั่งคั่งออกจากบริษัท และแนวโน้มในการถ่ายเทความมั่งคั่งนี้จะยิ่งรุนแรงมากขึ้นเมื่อความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดเพิ่มมากขึ้น

ผลการศึกษาของ Joh (2003) และ Lemmon และ Lins (2003) สอดคล้องกับแนวความคิดข้างต้น กล่าวคือ Joh (2003) พบว่าบริษัทที่มีความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี Lemmon และ Lins (2003) ใช้ข้อมูล 800 บริษัท ใน 8 ประเทศเอเชียตะวันออกที่ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากวิกฤตการณ์ทางการเงินของเอเชีย ไม่พบหลักฐานแสดงว่าก่อนเกิดวิกฤตการณ์การเงินในเอเชียบริษัทที่สิทธิในการควบคุมและสิทธิในการแสเงินสดของผู้บริหารไม่เท่ากันจะมีผลการดำเนินงานแตกต่างจากบริษัทอื่น แต่พบว่าในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินนั้นบริษัทที่ผู้บริหารมีสิทธิในกระแสเงินสดและสิทธิในการควบคุมไม่เท่ากันนั้นจะมีผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าบริษัทอื่นร้อยละ 12

**2.1.4 สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท**

แนวความคิดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการอิสระและผลการดำเนินงานมีความขัดแย้งกัน กล่าวคือ Fama (1980) Hermalin และ Weisbach (1991) และ Alexander, Veerle และ Hubert (2001) เสนอว่ากรรมการอิสระเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกหรือกรรมการอิสระจะสามารถตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่ากรรมการที่มาจากบุคคลภายใน เนื่องจาก

กรรมการเหล่านี้ต้องการรักษาชื่อเสียงของตนเอง และไม่ขึ้นตรงต่อผู้บริหารระดับสูงสุด นอกจากนี้ กรรมการอิสระยังช่วยลดปัญหาที่เกิดจากกรรมการที่มาจากบุคคลภายในร่วมมือกับผู้บริหารแสวงหาผลประโยชน์จากความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น และเมื่อบริษัทมีผลการดำเนินงานที่แย่ บริษัทมักจะทำการแต่งตั้งกรรมการอิสระเข้ามาแทนที่กรรมการที่มาจากบุคคลภายใน

อย่างไรก็ตาม Yermack (1996) และ Eisneberg et al (1998) กลับเสนอแนวความคิดในทางตรงกันข้าม โดยเสนอว่าเมื่อกรรมการอิสระที่เพิ่มขึ้นอาจทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานแย่ลง เนื่องจากกรรมการอิสระต้องการรักษาชื่อเสียงของตนเอง จึงทำให้กรรมการเหล่านี้ไม่สนับสนุนโครงการที่มีความเสี่ยงสูง โดยเฉพาะหากกรรมการอิสระมาจากเจ้าหนี้ของบริษัท เนื่องจากหากบริษัทเลือกทำโครงการที่มีความเสี่ยงสูงแล้วล้มเหลวจะส่งผลกระทบโดยตรงต่อฐานะทางการเงินของบริษัท และอาจจะทำให้บริษัทไม่สามารถชำระหนี้คืนได้

จากผลการศึกษาของ Hermalin และ Weisbach (1991), Yermack (1996) และ Bhagat และ Black (2000) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระ และผลการดำเนินงานของบริษัทแล้วไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยผลกำไรทางบัญชี และสัดส่วนกรรมการอิสระ นอกจากนี้ Bhagat และ Black (2000) ยังพบว่าเมื่อบริษัทมีผลการดำเนินงานที่แย่ลงบริษัทจะแต่งตั้งกรรมการอิสระเข้าไปในคณะกรรมการบริษัทเพิ่ม แต่ไม่พบหลักฐานใดที่สนับสนุนว่ากลยุทธสามารถทำให้ผลประกอบการของบริษัทเพิ่มขึ้นได้ แต่จากผลการศึกษาของ Rosenstein และ Wyatt (1990) พบหลักฐานที่แสดงว่าสัดส่วนกรรมการอิสระมีผลกระทบต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นโดยพบว่าราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นหลังจากมีการประกาศแต่งตั้งกรรมการอิสระเพิ่มขึ้น

### 2.1.5 สัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน

สาเหตุที่ทำให้การระดมเงินทุนโดยการกู้ยืมมีความน่าสนใจ คือ โดยปกติแล้วการกู้ยืมเงินจะมีต้นทุนเงินทุนต่ำกว่าการออกหุ้นทุนใหม่ การออกหุ้นทุนใหม่อาจจะทำให้อำนาจการควบคุมของฝ่ายบริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลดลง และการออกหุ้นทุนเพิ่มอาจเป็นการส่งสัญญาณที่ไม่ดีให้กับตลาดหุ้น นอกจากนี้การกู้ยืมเงินยังทำให้บริษัทได้ประโยชน์จากการนำค่าใช้จ่ายประเภทดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายให้แก่เจ้าหนี้ไปหักภาษีได้ อย่างไรก็ตามหากบริษัทมีสัดส่วนหนี้สูงมากเกินไปจะทำให้บริษัทมีความเสี่ยงในการล้มละลายสูง ส่งผลให้การกู้ยืมเงินมีต้นทุนเงินทุนเพิ่มสูงขึ้นเกินกว่าประโยชน์ที่ได้จากการนำดอกเบี้ยไปหักภาษี

Modigliani และ Miller (1958) กล่าวว่าภายใต้สมมุติฐานหลายประการ พบว่าสัดส่วนหนี้สินจะไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท อย่างไรก็ตามเมื่อเราพิจารณาถึงผลกระทบทางภาษี ความเสี่ยงในการล้มละลาย ปัญหาเรื่องตัวแทน และความไม่เท่าเทียมกันทางข้อมูล จะพบว่าสัดส่วนหนี้สินมีผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท

Jensen (1986) ได้เสนอถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของหนี้สินและผลการดำเนินงาน โดยพิจารณาว่าสัดส่วนของหนี้สินเป็นกลไกธรรมาภิบาล กล่าวคือ การกู้ยืมเงินอาจช่วยลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร เนื่องจากเมื่อบริษัททำการกู้ยืมเงินแล้วผู้บริหารจะมีภาระผูกพันในการนำกระแสเงินสดส่วนหนึ่งไปชำระดอกเบี้ยให้แก่เจ้าหนี้ และเจ้าหนี้ยังช่วยผู้ถือหุ้นทำการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร ดังนั้นการกู้ยืมเงินน่าจะทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น

อย่างไรก็ตามจากการศึกษาของ Agrawal และKnoeber (1996) ซึ่งใช้ข้อมูล 400 บริษัทขนาดใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าบริษัทที่มีภาระหนี้สินสูงจะเป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานแย่ซึ่งตรงกับผลการศึกษาของ Demsetz และVillalonga (2001) และMitton (2002) ดังนั้นผลการศึกษาเหล่านี้ไม่สอดคล้องกับแนวความคิดของ Jensen (1986) นอกจากนี้ Mitton (2002) ซึ่งทำการศึกษาข้อมูลบริษัทในเอเชียในช่วงเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน กล่าวว่าในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำบริษัทที่มีภาระหนี้สินสูงจะเป็นบริษัทที่ให้ผลตอบแทนจากการถือหุ้นต่ำ

### 2.1.6 ขนาดของสินทรัพย์

ขนาดสินทรัพย์ของบริษัทเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะมีช่องทางในการกระจายสินค้า และกำลังเงินลงทุนที่มากกว่าซึ่งจะเป็นการช่วยลดอุปสรรคในการจัดหาเงินทุน ส่งผลให้บริษัทสามารถลงทุนในโครงการต่างๆได้ง่ายขึ้น นอกจากนี้บริษัทที่มีขนาดสินทรัพย์มากจะสามารถใช้ประโยชน์จากการประหยัดจากขนาด (Economies of scale) ทำให้เป็นอุปสรรคในการเริ่มธุรกิจของผู้ประกอบการรายใหม่ ดังนั้นขนาดของสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นจะทำให้บริษัทมีผลประกอบการที่ดีขึ้น

อย่างไรก็ตามผลการศึกษาในเรื่องความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่สอดคล้องกัน กล่าวคือ จากการศึกษาของ Joh (2003) พบความสัมพันธ์ที่เป็นบวกระหว่างขนาดของสินทรัพย์และผลการดำเนินงาน แต่ Agrawal และ Knoeber (1996) กลับพบว่าบริษัทที่มีขนาดสินทรัพย์มากจะมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี

### 2.1.7 สัดส่วนสินทรัพย์ถาวร

บริษัทที่มีการลงทุนในสินทรัพยไม่มีตัวตนสูงจะเป็นบริษัทที่มีปัญหาตัวแทนสูง เนื่องจากการตรวจสอบการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนทำได้ยาก ส่งผลให้บริษัทที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ถาวรสูงจะมีผลการดำเนินงานดี ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Demsetz และVillalonga (2001)

## 2.2 ปัจจัยที่กำหนดตัวแปรธรรมาภิบาล

งานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของธรรมาภิบาลต่อผลประกอบการในอดีตส่วนใหญ่จะตั้งข้อสมมุติฐานว่าตัวแปรธรรมาภิบาลไม่มีความสัมพันธ์กันเอง แล้วให้วิธี Ordinary Least Squares ในการวิเคราะห์ แต่ต่อมามีผลการศึกษาหลายชิ้นพบว่าตัวแปรธรรมาภิบาลเหล่านี้มีความสัมพันธ์กันเอง เช่น Sukcharoersin (2003) และTirapat พบว่าบริษัทหนึ่งๆจะใช้ธรรมาภิบาลหลายชนิดในการกำกับดูแลกิจการ ทำให้ธรรมาภิบาลชนิดต่างๆมีความสัมพันธ์กัน ซึ่งหากตัวแปรธรรมาภิบาลมีความสัมพันธ์กันเองแล้วการวิเคราะห์โดยวิธี Ordinary Least Squares อาจจะทำให้ผลการศึกษาที่ได้คลาดเคลื่อน (bias) ในส่วนนี้จะสรุปเอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่กำหนดตัวแปรธรรมาภิบาล

### 2.2.1 ปัจจัยที่กำหนดสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

#### ผลการดำเนินงานของบริษัท

Demsetz และVillalonga (2001) กล่าวว่าเนื่องจากผู้บริหารจะทราบข้อมูลภายในบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก เมื่อมีความแตกต่างระหว่างราคาหุ้นในตลาด และราคาที่ผู้บริหารคิดว่าเป็นราคาที่สมเหตุสมผลจะส่งผลให้เกิดแรงจูงใจให้ผู้บริหารซื้อหรือขายหุ้นของบริษัท นอกจากนี้จากการที่ผลตอบแทนของผู้บริหารขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัทก็อาจเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัท และจากการศึกษาของ Demsetz และVillalonga (2001) พบว่าเมื่อทำการทดสอบแบบ Two-stage least square สามารถสรุปได้ว่าผลการดำเนินงานมีอิทธิพลเป็นลบต่อสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร โดย Demsetz และVillalonga (2001) ได้ให้เหตุผลไว้ว่าผู้บริหารคาดการณ์ว่าผลประกอบการในอนาคตจะลดลงแม้ว่าผลประกอบการในขณะนี้จะดีก็ตาม ทำให้ผู้บริหารตัดสินใจขายหุ้นในช่วงที่บริษัทมีผลประกอบการดี ดังนั้นผู้บริหารจะถือหุ้นในสัดส่วนต่ำเมื่อบริษัทมีผลการดำเนินงานดี แต่จะถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงขึ้นเมื่อผลการดำเนินงานของบริษัทแย่

**ขนาดของสินทรัพย์**

Sukcharoersin (2003) เสนอว่าผู้บริหารของบริษัทที่มีสินทรัพย์ขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะถือหุ้นของบริษัทในสัดส่วนต่ำ เนื่องจากความมั่งคั่งของผู้บริหารมีอยู่จำกัด และเหตุผลด้านการกระจายความเสี่ยง ดังนั้นขนาดสินทรัพย์ของบริษัทน่าจะมีความสัมพันธ์เป็นลบกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร จากผลการศึกษาของ Demsetz และVillalonga (2001) พบว่าขนาดของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เป็นลบกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับแนวความคิดที่กล่าวมาข้างต้น

**สัดส่วนของสินทรัพย์ถาวร**

Jensen et al (1992) เสนอว่าเนื่องจากนักลงทุนสามารถตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารบริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมากได้ยาก ซึ่งเป็นประโยชน์แก่ผู้บริหาร ทำให้ผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นสัดส่วนสินทรัพย์ถาวรน่าจะมีความสัมพันธ์เป็นลบกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

**ความเสี่ยงของบริษัท**

Demsetz และ Villalonga (2002) เสนอว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงจะจูงใจให้ผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในของบริษัทแสวงหากำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท ส่งผลให้ความเสี่ยงของบริษัทมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และเมื่อพิจารณาตามทฤษฎีการกระจายความเสี่ยงแล้วจะพบว่าสัดส่วนในการถือหุ้นของผู้บริหารบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงน่าจะน้อย อย่างไรก็ตามจากการศึกษาของ Demsetz และ Villalonga (2002) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงของบริษัทและสัดส่วนในการถือหุ้นของผู้บริหาร

2.2.2 **ปัจจัยที่กำหนดสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่**

**ขนาดของสินทรัพย์ และความเสี่ยงของบริษัท**

Sukcharoersin (2003) กล่าวว่าความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และขนาดสินทรัพย์ของบริษัทจะเป็นไปในรูปแบบเดียวกันกับความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและขนาดสินทรัพย์ของบริษัท กล่าวคือผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีแนวโน้มที่จะถือหุ้นในสัดส่วนที่ลดลงในบริษัทที่มีขนาดของสินทรัพย์มากขึ้น เนื่องจากความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอยู่จำกัด และเหตุผลด้านการกระจายความเสี่ยง นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงความเสี่ยง

ของบริษัทก็เช่นเดียวกับผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เองก็มีแนวโน้มที่จะถือหุ้นของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงน้อย

**สัดส่วนสินทรัพย์ถาวร**

Gertler และ Hubbard (1988) เสนอว่านักลงทุนทั่วไปและนักลงทุนรายใหญ่สามารถตรวจสอบการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรได้ง่าย ดังนั้นบริษัทที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ดังกล่าวมากจะต้องการการตรวจสอบน้อย ส่งผลให้บริษัทเหล่านี้มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ต่ำ

2.2.3 **ปัจจัยที่กำหนดสัดส่วนกรรมการอิสระ**

**ขนาดของสินทรัพย์**

เมื่อบริษัทมีขนาดสินทรัพย์ใหญ่ขึ้นบริษัทมีแนวโน้มที่จะขยายกิจการโดยเพิ่มชนิดของสินค้าและบริการ หรือขยายไปยังธุรกิจในหมวดอุตสาหกรรมอื่น ทำให้การตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารมีความซับซ้อนขึ้น ส่งผลให้บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะมีสัดส่วนกรรมการอิสระมากขึ้น

**สัดส่วนสินรัพย์ถาวร**

Himmelberg et al (1999) กล่าวว่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรจะสามารถตรวจสอบได้ง่ายกว่าการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ดังนั้นบริษัทที่มีสัดส่วนของสินทรัพย์ถาวรสูงจะต้องการการตรวจสอบจากภายนอกน้อยส่งผลให้บริษัทดังกล่าวมีแนวโน้มที่จะมีสัดส่วนกรรมการอิสระต่ำ แต่บริษัทที่มีความเสี่ยงสูงจะเป็นบริษัทที่ต้องการการตรวจสอบจากภายนอกมาก ทำให้บริษัทเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะมีสัดส่วนกรรมการอิสระมาก

2.2.4 **ปัจจัยที่กำหนดสัดส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน**

**ขนาดของสินทรัพย์**

Sukcharoersin (2003) กล่าวว่าขนาดสินทรัพย์ของบริษัทมีแนวโน้มที่จะมีอิทธิพลเป็นบวกต่อสัดส่วนหนี้สิน เนื่องจากเมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นบริษัทมีแนวโน้มที่จะกระจายความเสี่ยงจากการดำเนินงาน ทำให้บริษัทขนาดใหญ่มีโอกาสที่จะล้มละลายน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก และในการกู้ยืมเงินเจ้าหนี้มักจะเรียกร้องสินทรัพย์เป็นหลักค้ำประกัน โดยเฉพาะสินทรัพย์ถาวร ทำให้บริษัทที่มีขนาดสินทรัพย์มาก และสัดส่วนสินทรัพย์ถาวรสูงจะมีสัดส่วนหนี้สินสูง

**ความเสี่ยงของบริษัท**

บริษัทที่มีความเสี่ยงสูงมักจะมีสัดส่วนหนี้สินต่ำ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้จะมีต้นทุนเงินทุนในการกู้ยืมสูง บริษัทที่มีสัดส่วนค่าใช้จ่ายอื่นที่สามารถหักภาษีได้สูงมักจะมีสัดส่วนหนี้สินต่ำ เนื่องจากประโยชน์ที่บริษัทดังกล่าวได้จากการนำค่าใช้จ่ายด้านดอกเบี้ยไปหักภาษีมีความสำคัญน้อยลง

## 2.3 ผลกระทบของสภาพเศรษฐกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลการดำเนิน งาน

งานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของธรรมาภิบาลต่อผลการดำเนินงานมักจะไม่คำนึงถึงสภาพเศรษฐกิจของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งงานวิจัยหลายชิ้นพบว่าสภาพเศรษฐกิจมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการ เช่น Mitton (2002), Johnson et al (2000) และLemon และ Lins (2003) ในส่วนนี้จะสรุปเอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของสภาพเศรษฐกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลการดำเนินงานของบริษัท

Mitton (2002) กล่าวว่าธรรมาภิบาลจะมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการมากในช่วงที่เศรษฐกิจตกต่ำ แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวจะลดลงในช่วงที่เศรษฐกิจมีการขยายตัวดี เนื่องจากในช่วงที่เศรษฐกิจตกต่ำบริษัทมักมีผลประกอบการที่ไม่ดี ก่อให้เกิดแรงจูงใจให้ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถ่ายเทความมั่งคั่งออกจากบริษัท แต่แรงจูงใจดังกล่าวจะลดลงเมื่อผลบริษัทมีผลการดำเนินงานดี ซึ่งมักเป็นช่วงที่สภาพเศรษฐกิจดี

จากผลการศึกษาของ Johnson et al (2000) ซึ่งใช้ข้อมูลระดับประเทศ 25 ประเทศเกิดใหม่ (emerging countries) พบว่าในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินดัชนีวัดธรรมาภิบาลโดยเฉพาะประสิทธิภาพในการปกป้องผู้ถือหุ้นรายย่อยสามารถอธิบายการอ่อนค่าลงของเงินสกุลท้องถิ่นและการปรับตัวลดลงของดัชนีตลาดหุ้นได้ดีกว่าดัชนีชี้วัดทางเศรษฐกิจ สาเหตุอาจเกิดจากเมื่อเศรษฐกิจตกต่ำประเทศที่มีธรรมาภิบาลแย่จะทำให้ผู้บริหารสามารถถ่ายเทความมั่งคั่งออกจากบริษัทได้ง่ายส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง

Mitton (2002) ศึกษาถึงผลกระทบของธรรมาภิบาลต่อผลประกอบการของบริษัทในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ พบว่าบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว

และไม่ทำธุรกิจหลายหมวดอุตสาหกรรม จะเป็นบริษัทที่สามารถปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ดี ส่งผลให้บริษัทดังกล่าวให้ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นสูง

Lemon และ Lins (2003) ศึกษาถึงผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูล 800 บริษัท จาก 8 ประเทศในเอเชียตะวันออก พบว่าในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจหุ้นของบริษัทที่ผู้บริหารมีสิทธิในการควบคุมสูงและมีความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสด จะมีผลตอบแทนที่ต่ำกว่าบริษัทอื่นประมาณร้อยละ 10-20

จะเห็นได้ว่าผลการศึกษาทั้งหมดที่กล่าวมาข้างต้นนี้สอดคล้องกับแนวความคิดเรื่องผลกระทบของสภาพเศรษฐกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการ

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย