

## ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

บทนี้จะนำเสนอผลการวิเคราะห์เบื้องต้น ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติของลักษณะธรรมาภิบาลของตัวอย่างข้อมูลบริษัทที่ใช้ในการศึกษา และผลวิเคราะห์จากแบบจำลองที่ได้นำเสนอไว้ในบทที่ 3 ซึ่งเป็นการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกระบบธรรมาภิบาลต่างๆ และผลการดำเนินงานของบริษัท รวมทั้งปัจจัยภายนอกที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ตลอดจนปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลการดำเนินงาน ซึ่งปัจจัยที่ได้นำมาศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ได้แก่ สภาพเศรษฐกิจ และการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด

### 4.1 ผลการวิเคราะห์เบื้องต้น

ในส่วนนี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงบรรยาย (descriptive data analysis) เกี่ยวกับลักษณะธรรมาภิบาลต่างๆของบริษัทที่ทำการศึกษาในครั้งนี้ ซึ่งประกอบไปด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทุกหมวดอุตสาหกรรม ยกเว้นหมวดธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิต และประกันภัย ในช่วงปี พ.ศ. 2541-2545 ทั้งนี้เพื่อให้ได้ข้อมูลตรงตามจุดประสงค์ของการศึกษาจึงไม่รวมบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดเป็นบริษัทต่างประเทศ จากตารางที่ 3.1 ซึ่งแสดงค่าสถิติเกี่ยวกับตัวแปรธรรมาภิบาลสามารถสรุปได้ว่า

#### สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

เมื่อพิจารณาถึงแต่ละบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารแตกต่างกันมาก กล่าวคือ มีทั้งกรณีที่ผู้บริหารไม่ได้ถือหุ้นเลย จนถึงกรณีที่ผู้บริหารเป็นผู้ถือหุ้นหลักของบริษัท แสดงให้เห็นว่าในบางบริษัทจะมีการจ้างผู้บริหารมืออาชีพเข้ามาเป็นตัวแทนทำหน้าที่ในการบริหารจัดการบริษัท ในขณะที่บางบริษัทผู้ถือหุ้นหลักจะทำการบริหารบริษัทเอง เมื่อเปรียบเทียบสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในปี พ.ศ. 2541-2545 จะพบว่าสัดส่วนดังกล่าวมีแนวโน้มลดลงโดยตลอดทุกปี ซึ่งในช่วงปี พ.ศ. 2542 และ 2543 สัดส่วนดังกล่าวลดลงอย่างมาก ทั้งนี้อาจเกิดเนื่องมาจากวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี พ.ศ.2540 ทำให้หลายบริษัทจำเป็นต้องทำการปรับโครงสร้างบริษัทใหม่

ตารางที่ 4.1 แสดงค่าสถิติเกี่ยวกับตัวแปรธรรมภิบาล

แสดงค่าสถิติของตัวแปรธรรมภิบาลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่รวมบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดเป็นบริษัทต่างประเทศ

	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่ากลาง	ค่าเบี่ยงเบน
<b>รวมทุกปี</b>					
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร	96.3	0	24.28	18.84	22.46
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่	98.5	7.99	58.59	59.7	16.73
สัดส่วนกรรมการอิสระ	0.64	0	0.23	0.2	0.1
ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด	61.19	0	6.3	0	11.02
<b>สัดส่วนหนี้สิน</b>	12.16	0	0.72	0.64	0.78
<b>พ.ศ. 2545</b>					
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร	86.99	0	20.3	13.34	20.3
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่	98.5	9.07	59.29	60.39	17.17
สัดส่วนกรรมการอิสระ	0.6	0	0.21	0.2	0.11
ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด	61.19	0	7.28	0	12.45
<b>สัดส่วนหนี้สิน</b>	7.63	0.03	0.61	0.53	0.75
<b>พ.ศ. 2544</b>					
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร	84.38	0	21.66	14.33	21.37
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่	98.5	13.39	60.07	61.23	16.62
สัดส่วนกรรมการอิสระ	0.5	0	0.22	0.2	0.11
ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด	61.08	0	6.6	0	11.54
<b>สัดส่วนหนี้สิน</b>	8.5	0	0.67	0.59	0.8
<b>พ.ศ. 2543</b>					
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร	94.34	0	22.54	17.6	21.44
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่	98.5	14.77	58.2	58.95	17.01
สัดส่วนกรรมการอิสระ	0.5	0.1	0.24	0.2	0.1
ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด	46.49	0	6.34	0	10.92
<b>สัดส่วนหนี้สิน</b>	12.16	0	0.79	0.66	1

ตารางที่ 4.1 แสดงค่าสถิติเกี่ยวกับตัวแปรธรรมภิบาล (ต่อ)

พ.ศ. 2542	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่ากลาง	ค่าเบี่ยงเบน
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร	96.3	0	27.25	22.03	23.68
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่	92.85	7.99	58.1	59.18	16.43
สัดส่วนกรรมการอิสระ	0.64	0	0.23	0.21	0.1
ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุม และสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นราย ใหญ่ที่สุด	40.12	0	5.77	0	9.81
สัดส่วนหนี้สิน	10.19	0.07	0.8	0.69	0.83
พ.ศ. 2541					
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร	92.4	0	28.79	24.3	23.83
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่	95.28	10.96	57.59	58.27	16.5
สัดส่วนกรรมการอิสระ	0.5	0	0.22	0.2	0.08
ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุม และสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นราย ใหญ่ที่สุด	52.31	0	5.68	0	10.44
สัดส่วนหนี้สิน	3.38	0.06	0.73	0.69	0.43

**สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่**

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ค่อนข้างสูง<sup>1</sup> กล่าวคือ โดยเฉลี่ยทุกบริษัทสำหรับข้อมูลทุกปีที่นำมาทำการศึกษาผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะถือหุ้นสูงถึงร้อยละ 58.59 เมื่อเปรียบเทียบสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในปี พ.ศ. 2541-2545 จะพบว่าสัดส่วนดังกล่าวมีการเปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อย

<sup>1</sup> Mitton (2002) กล่าวว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ถือหุ้นเกินร้อยละ 5 ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสัดส่วนสูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบ กับ ตลาดเกิดใหม่ในเอเชีย ซึ่งได้แก่ ไทย อินโดนีเซีย เกาหลีใต้ มาเลเซีย และฟิลิปปินส์



## ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด

สำหรับในแต่ละบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดแตกต่างกันค่อนข้างมาก กล่าวคือในบางบริษัทผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะมีสิทธิในการควบคุมสูงกว่าสิทธิในกระแสเงินสดถึงร้อยละ 61.19 ในขณะที่บางบริษัทผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีสิทธิในการควบคุมเท่ากับสิทธิในกระแสเงินสด แต่เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยแล้วจะพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดค่อนข้างต่ำ<sup>1</sup> กล่าวคือโดยเฉลี่ยทุกบริษัทสำหรับข้อมูลทุกปีที่ผ่านมาทำการศึกษาความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีเพียงร้อยละ 6.30 และเมื่อเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในปี พ.ศ. 2541-2545 จะพบว่าสัดส่วนดังกล่าวมีค่าเพิ่มสูงขึ้นทุกปี

### สัดส่วนกรรมการอิสระ

เมื่อเปรียบเทียบสัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2541-2545 จะพบว่าสัดส่วนดังกล่าวมีค่าค่อนข้างคงที่ แต่เป็นที่น่าสังเกตว่าบริษัทส่วนใหญ่จะมีกรรมการอิสระเพียง 2 คนเท่านั้นซึ่งเท่ากับจำนวนกรรมการอิสระขั้นต่ำในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดเท่านั้น

### สัดส่วนหนี้สิน

เมื่อเปรียบเทียบสัดส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2541-2545 จะพบว่าสัดส่วนดังกล่าวมีค่าเพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2541 ถึง 2542 และสูงสุดในปี พ.ศ. 2542 จากนั้นสัดส่วนหนี้สินมีแนวโน้มลดลง แต่เป็นที่น่าสังเกตว่าบางบริษัทมีสัดส่วนหนี้สินที่สูงกว่า 1 เนื่องมาจากบริษัทเหล่านั้นมีส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นลบ

<sup>1</sup>Claessens Djankov และLang(1999) กล่าวว่าสัดส่วนระหว่างสิทธิในกระแสเงินสดและสิทธิในการควบคุมของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าสูงที่สุดในภูมิภาคเอเชียตะวันออก แสดงว่าความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าต่ำที่สุด



## 4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท

การวิเคราะห์ผลการศึกษาศึกษาจากสมการชุดนี้มีจุดประสงค์เพื่อพิจารณาถึงผล กระทบของธรรมาภิบาลต่อผลประกอบการของบริษัท ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลทีละปี ครบทั้ง 5 ปีที่ทำการศึกษา โดยได้ทำการทดสอบทั้งวิธี Ordinary Least Square และ Two-Stage Least Square ซึ่งสรุปค่าทางสถิติของการประมาณค่าสมการที่ 1.1- 1.6 ไว้ในตารางที่ 4.2- 4.13

### สมการแบบจำลองอย่างง่าย

#### สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (INS) เป็นการวัดประสิทธิภาพของการบรรเทาความรุนแรงของปัญหาตัวแทนที่เกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น จากการวิเคราะห์พบว่า เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์ จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีค่าเป็นบวกทุกปี แต่สัมประสิทธิ์ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานของบริษัทโดยใช้ Tobin's Q จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีค่าเป็นบวกสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษายกเว้นในปี 2541 และสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และ 99 สำหรับข้อมูลในปี 2545 และ 2544 ตามลำดับ

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลข้างต้น พบว่าผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน เฉพาะเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q สำหรับข้อมูลในปี 2544 และ 2545 เท่านั้น นอกเหนือจากนั้นผลที่ได้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

#### สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (CON) เป็นการวัดประสิทธิภาพในการช่วยลดความรุนแรงของปัญหาตัวแทน โดยการตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จากการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีค่าเป็น

บวกลำดับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา แต่สัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541, 2543 และ 2545 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2541, 2543 และ 2545 เท่านั้น

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีค่าเป็นบวกลำดับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา ยกเว้นข้อมูลในปี พ.ศ. 2542 และสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 สำหรับข้อมูลที่ทำการศึกษาเพียงปีเดียว คือ ในปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลข้างต้น พบว่าผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน เฉพาะเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้กำไรต่อสินทรัพย์สำหรับข้อมูลในปี 2541, 2543 และ 2545 เท่านั้น และเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q สำหรับข้อมูลในปี 2544 เท่านั้น นอกเหนือจากนั้นผลที่ได้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

### **ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด**

ตัวแปรความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด (CMO) เป็นการวัดความรุนแรงของปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย จากการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีค่าเป็นลบสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา ยกเว้นปี พ.ศ. 2543 แต่สัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นราย

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการประมาณค่าสมการของสมการผลการดำเนินงานของบริษัทในปี พ.ศ. 2541- 2545 โดยวิธี Ordinary Least Square ซึ่งใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	2545	2544	2543	2542	2541
Constant	-0.0660 (-1.4033)	-0.0376 (-0.6062)	-0.3828 (-1.1736)	-0.3728** (-1.9864)	-0.1852** (-1.8496)
INS	0.0199 (1.2134)	0.0282 (1.3965)	0.1365 (1.2642)	0.5407 (0.9569)	0.0115 (0.4054)
CON	0.0334*** (1.8696)	0.0294 (1.2478)	0.2165*** (1.7882)	0.10401 (1.4677)	0.0694*** (1.8971)
CMO	-0.0288 (-1.0942)	-0.0613*** (-1.6890)	0.1319 (0.6396)	-0.0230 (-0.1777)	-0.0032 (-0.0506)
BOARD	-0.0437*** (-1.7032)	-0.0784** (-2.0716)	-0.1534 (-0.7572)	-0.2339** (-2.0246)	-0.0210 (-0.2741)
LEV	-0.0057 (-1.4934)	-0.0014 (-0.5900)	-0.1298* (-17.7992)	-0.0562* (-5.0701)	-0.1252* (-9.3246)
AST	0.0035*** (1.7472)	0.0025 (0.9113)	0.0154 (1.0717)	0.0177** (2.1762)	0.0087** (2.0111)
CAPINT	-0.0098 (-0.8468)	-0.0138 (-0.9178)	0.0009 (0.0113)	-0.0128 (-0.2817)	0.0730* (3.1660)
R-square	0.069637	0.0777	0.3448	0.1756	0.3419

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ตารางที่ 4.3 แสดงผลการประมาณค่าสมการของสมการผลการดำเนินงานของบริษัทในปี พ.ศ. 2541- 2545 โดยวิธี Ordinary Least Square ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	2545	2544	2543	2542	2541
Constant	-0.2855 (-0.4109)	-0.9562 (-1.5478)	-0.3612 (-0.6597)	4.4027 (0.7464)	-0.2134 (-0.4115)
INS	0.4919** (2.0321)	0.5469* (2.7216)	0.2320 (1.2798)	0.4378 (0.2465)	-0.0342 (-0.2333)
CON	0.2917 (1.1060)	0.3970*** (1.6921)	0.1546 (0.7609)	-0.1902 (-1.4326)	0.2515 (1.3266)
CMO	0.3157 (0.8110)	0.2546 (0.7042)	0.1265 (0.3653)	-0.2272 (-0.0558)	-0.5155 (-1.5802)
BOARD	-0.0009 (-0.0024)	-0.8666** (-2.3013)	-0.4932 (-1.4504)	-3.8775 (-1.0679)	-0.0691 (-0.1739)
LEV	0.8022* (14.3308)	0.9720* (4.8081)	0.9838* (5.8545)	0.7627** (2.1902)	0.5826* (8.3728)
AST	0.0363 (1.2188)	0.0626** (2.3316)	0.0325 (1.3482)	-0.0321 (-0.1259)	0.0321 (1.4333)
CAPINT	-0.2857*** (-1.6641)	-0.3076** (-2.0555)	-0.1352 (-1.0140)	-0.2936 (-0.2056)	-0.0175 (-0.1465)
R-square	0.5393	0.3183	0.3718	0.0398	0.2917

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ใหญ่ที่สุดมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีค่าเป็นลบสำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541 และ 2542 และเป็นบวกในปี พ.ศ. 2543-2545 อย่างไรก็ตามสัมประสิทธิ์ดังกล่าวทั้งหมดไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลข้างต้น พบว่าผลที่ได้สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้ว่าตัวแปรความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงาน เฉพาะเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้กำไรต่อสินทรัพย์สำหรับข้อมูลในปี 2544 เท่านั้น นอกเหนือจากนั้นผลที่ได้ไม่สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้ แสดงว่าไม่พบหลักฐานเกี่ยวกับการถ่ายเทความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ระหว่างบริษัทในเครือ

#### สัดส่วนของกรรมการอิสระ

ตัวแปรสัดส่วนกรรมการอิสระ (BOARD) เป็นการวัดประสิทธิภาพในการช่วยลดความรุนแรงของปัญหาตัวแทน โดยการตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารจากกรรมการอิสระจากการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนกรรมการอิสระมีค่าเป็นลบสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา และสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 และ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และ 2542 และ 2544 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2542, 2544 และ 2545 เท่านั้น

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนกรรมการอิสระมีค่าเป็นลบสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา และสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับข้อมูลที่ทำการศึกษาเพียงปี

เดียว คือ ในปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนกรรมการอิสระจะมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลข้างต้น พบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระจะมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงาน เฉพาะเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้กำไรต่อสินทรัพย์สำหรับข้อมูลในปี 2542, 2544 และ 2545 เท่านั้น และเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q สำหรับข้อมูลในปี 2544 เท่านั้น ทั้งนี้แสดงให้เห็นว่าผลเสียที่เกิดจากการมีสัดส่วนกรรมการอิสระเพิ่มขึ้นมีมากกว่าข้อดี และสาเหตุส่วนหนึ่งอาจมาจากการที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยส่วนใหญ่ไม่ได้แต่งตั้งกรรมการอิสระเพื่อตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารอย่างจริงจัง เห็นได้จากผลการศึกษาของ ผกามาศ เอื้องอุดม (2543) ซึ่งกล่าวว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะมีกรรมการอิสระเพียง 2 ท่าน ซึ่งเป็นข้อกำหนดขั้นต่ำที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด

### สัดส่วนหนี้สิน

ตัวแปรสัดส่วนหนี้สิน (LEV) เป็นการวัดประสิทธิภาพในการช่วยลดความรุนแรงของปัญหาตัวแทน โดยการตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารจากเจ้าหนี้ จากการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนหนี้สินมีค่าเป็นลบสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา แต่สัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541, 2542 และ 2543 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2541, 2542 และ 2543 เท่านั้น

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนหนี้สินมีค่าเป็นบวกสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา และสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2542 เท่านั้น และมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541, 2543, 2544, 2545 แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับข้อมูลที่ทำการศึกษาทุกปี

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลข้างต้น พบว่าผลสรุปที่ได้ไม่สอดคล้องกันขึ้นอยู่กับตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงาน กล่าวคือ สัดส่วนหนี้สินจะมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงาน



เฉพาะเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้กำไรต่อสินทรัพย์สำหรับข้อมูลในปี 2541, 2542 และ 2543 เท่านั้น แต่สัดส่วนหนี้สินจะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q สำหรับข้อมูลในทุกปีที่ทำการศึกษ เมื่อเราใช้อัตราส่วนของกำไรต่อสินทรัพย์ โดยกำไรดังกล่าวเป็นกำไรก่อนหักภาษีและดอกเบี้ย ตัวแปรดังกล่าวจะไม่สะท้อนถึงผลประโยชน์ที่ได้จากการประหยัดภาษีที่เกิดจากการจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ แต่เมื่อเราใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน ตัวแปรดังกล่าวจะมีการสะท้อนถึงผลกระทบของการประหยัดภาษีจากการจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ เนื่องจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะนำข้อมูลในส่วนนี้ไปใช้ในการประกอบกิจการตัดสินใจลงทุน

### ขนาดสินทรัพย์ของบริษัท

ตัวแปรขนาดสินทรัพย์ของบริษัท (AST) เป็นการวัดผลกระทบของขนาดสินทรัพย์ที่มีต่อผลการดำเนินงาน จากการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของขนาดสินทรัพย์ของบริษัทมีค่าเป็นบวกสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา แต่สัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 สำหรับข้อมูลในปี 2545 และมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541 และ 2542 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าขนาดสินทรัพย์มีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2541, 2542 และ 2545 เท่านั้น

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของขนาดสินทรัพย์ของบริษัทมีค่าเป็นบวกสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา ยกเว้นข้อมูลในปี พ.ศ. 2542 และสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับข้อมูลที่ทำการศึกษาเพียงปีเดียว คือ ในปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าขนาดสินทรัพย์ของบริษัทมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลข้างต้น พบว่าผลที่ได้สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้ว่าตัวแปรขนาดสินทรัพย์ของบริษัทจะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน เฉพาะเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้กำไรต่อสินทรัพย์สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541, 2542 และ 2545 เท่านั้น และเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q สำหรับข้อมูลในปี 2544 เท่านั้น นอกเหนือจากนั้นผลที่ได้ไม่สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้

## สมการแบบจำลอง system

### สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์ จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีค่าเป็นบวกในปี พ.ศ. 2543 และ 2545 และมีค่าเป็นลบในปี พ.ศ. 2541, 2542 และ 2544 แต่สัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 สำหรับข้อมูลในปี 2545 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีอิทธิพลเป็นบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 เท่านั้น

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานของบริษัทโดยใช้ Tobin's Q จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีค่าเป็นลบสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษ และสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541 และ 2545 แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีอิทธิพลเป็นลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541 และ 2545

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลข้างต้น พบว่าผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐาน เฉพาะเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์ สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 เท่านั้น แต่เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q จะพบว่าผลการศึกษาที่ได้ขัดแย้งกับสมมติฐาน กล่าวคือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีอิทธิพลเป็นลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541 และ 2545 นอกเหนือจากนั้นไม่พบความสัมพันธ์ใดๆระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและผลการดำเนินงาน

### สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นการวัดประสิทธิภาพในการช่วยลดความรุนแรงของปัญหาตัวแทน โดยการตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จากการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีค่าเป็นบวกสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา แต่สัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2542 และมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541, 2543 และ 2545 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้น



ตารางที่ 4.4 แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ.2545 เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการ โดยวิธี Two-stage Least Square ซึ่งใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Ebittoasset	INS	CON	CMO	BOARD	LEV
Constant	-0.6601*** (-1.9156)	0.7577* (2.8162)	1.4173 (0.9112)	0.0720 (1.6471)	2.7253* (2.6494)	1.0544 (1.0811)
INS	0.5172*** (1.7848)		-0.4520 (-0.3419)	-0.4003* (-3.0317)	-0.2185** (-2.4989)	-0.5516*** (-1.7079)
CON	0.0389** (2.2464)	0.2470* (3.1223)		0.2187* (4.3407)	0.0566 (1.1365)	0.1503 (0.4104)
CMO	-0.0303 (-1.2189)	-0.6514* (-5.7175)	0.4114* (4.0101)		-0.2058* (-2.9263)	-0.2256 (-0.4102)
BOARD	-0.0320 (-1.2486)	0.2194*** (1.8656)	0.1252 (1.1365)	-0.1856** (-2.4332)		0.7524 (1.4415)
LEV	-0.0067*** (-1.7946)	-0.0295*** (-1.7122)	0.0007 (0.0415)	-0.0010 (-0.0848)	0.0132 (1.2169)	
AST	0.0256** (1.9877)	-0.0303** (-2.2326)	-0.0379 (-0.6484)		-0.0954** (-2.4671)	-0.0209 (-0.5022)
CAPINT	0.0034 (0.2438)	-0.0390 (-0.6190)	0.0770 (1.2477)	-0.0182 (-0.5086)	-0.0706*** (-1.7075)	0.1235 (0.5113)
Ebittoasset		-0.7252 (-0.1891)				
SIGMA		0.1397 (0.1405)	0.1290 (0.2977)	0.0057 (0.0195)	0.3849 (1.3267)	-1.7692 (-0.9376)
NDTS						-2.1616 (-1.3084)
R-squared	0.0783	0.2938	0.1234	0.14771	0.0722	0.0372

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ตารางที่ 4.5 แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ.2544 เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการ โดยวิธี Two-stage Least Square ซึ่งใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Ebittoasset	INS	CON	CMO	BOARD	LEV
Constant	0.2721 (0.8193)	0.6659* (2.8052)	1.6274 (1.3987)	0.0735 (1.4532)	0.9355 (1.3242)	1.0528 (1.0790)
INS	-0.2555 (-0.8926)		-0.6229 (-0.6203)	-0.3974* (-2.8240)	-0.6167 (-1.0141)	-0.9359* (-3.0738)
CON	0.0358 (1.5568)	0.2895* (3.2647)		0.1899* (3.7023)	0.0511 (1.0852)	0.2899 (0.7846)
CMO	-0.0846** (-2.5364)	-0.7540* (-5.8545)	0.3915* (3.5952)		-0.1196*** (-1.7585)	-0.5422 (-0.9689)
BOARD	-0.0735*** (-1.9492)	0.2818*** (1.9287)	0.1387 (1.0852)	-0.1485*** (-1.7034)		1.4756** (2.5525)
LEV	-0.0018 (-0.7710)	-0.0187** (-2.1438)	-0.0109 (-1.4302)	0.0022 (0.4149)	0.0078*** (1.6960)	
AST	-0.0089 (-0.7321)	-0.0278** (-2.2293)	-0.0439 (-1.0252)		-0.0271 (-1.0420)	-0.0319 (-0.7512)
CAPINT	-0.0233 (-1.3214)	-0.0394 (-0.2214)	-0.0038 (-0.0639)	0.0150 (0.4188)	-0.0240 (-0.6634)	-0.2718 (-1.1210)
Ebittoasset		0.1742 (0.0304)				
SIGMA		-0.2304 (-1.0886)	0.1513 (0.7905)	-0.1552 (-1.2363)	-0.0253 (-0.2172)	-0.0409 (-0.0493)
NDTS						2.4794 (1.5524)
R-squared	0.0714	0.2992	0.1059	0.1343	0.0447	0.0999

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.6 แสดงผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ.2543 เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการ โดยวิธี Two-stage Least Square ซึ่งใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Ebittoasset	INS	CON	CMO	BOARD	LEV
Constant	-0.9562 (-0.7508)	1.0999 (1.0316)	0.1754 (0.1504)	0.0197 (0.3944)	0.0822 (0.1247)	6.7970** (2.0130)
INS	0.5296 (0.5513)		0.4419 (0.4979)	-0.2450** (-2.1383)	0.0720 (0.1433)	0.1207 (0.1074)
CON	0.2580** (2.2196)	0.3475* (4.4415)		0.1628* (3.6724)	0.0649 (1.5681)	-2.0400 (-1.6384)
CMO	0.0335 (0.1781)	-0.8513* (-6.7777)	0.4192* (3.6699)		-0.0224 (-0.335)	0.2351 (0.1081)
BOARD	-0.1307 (-0.6458)	0.2060 (1.4878)	0.2032 (1.5681)	-0.0287 (-0.3533)		0.5045 (0.2330)
LEV	-0.1298* (-17.737)	0.0005 (0.1068)	-0.0078*** (-1.7125)	0.0004 (0.1455)	0.0007 (0.2810)	
AST	0.0357 (0.7589)	-0.0470 (-1.0245)	0.0096 (0.2268)		0.0054 (0.2250)	-0.2173 (-1.4605)
CAPINT	0.0424 (0.3478)	-0.0644 (-1.1081)	0.0753 (0.7313)	0.0054 (0.1529)	-0.0315 (-0.5415)	0.1935 (0.2285)
Ebittoasset		0.2682 (0.2321)				
SIGMA		-0.0787 (-0.1686)	-0.1406 (-0.3088)	0.2480 (1.2142)	-0.0282 (-0.1096)	-5.2065 (-1.0051)
NDTS						1.6347 (0.2998)
R-squared	0.2424	0.3347	0.0998	0.1085	0.0230	0.0356

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.7 แสดงผลการประมาณค่าสมการของสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ.2542 เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการ โดยวิธี Two-stage Least Square ซึ่งใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Ebittoasset	INS	CON	CMO	BOARD	LEV
Constant	-0.1684 (-0.2420)	1.3643* (2.9599)	0.8271 (1.1069)	0.0070 (0.1548)	0.3758 (0.8258)	0.1361 (0.1127)
INS	-0.1135 (-0.2310)		-0.1389 (-0.0258)	-0.1033 (-1.0579)	-0.1708 (-0.5216)	0.4818 (1.3292)
CON	0.1196*** (1.7333)	0.3469* (3.9957)		0.1708* (4.1510)	0.0704 (1.6272)	-0.6517 (-1.4270)
CMO	-0.8313 (-0.7170)	-1.0796* (-7.4526)	0.4671* (4.0717)		-0.1096 (-1.5162)	0.3917 (0.4627)
BOARD	-0.2067*** (-1.8400)	0.4693* (3.2879)	0.1903 (1.6272)	-0.1052 (-1.4992)		1.7040** (2.2745)
LEV	-0.0561* (-5.0089)	0.0173 (1.2182)	-0.0152 (-1.3080)	-0.0003 (-0.0479)	0.0197* (2.8231)	
AST	0.0102 (0.4193)	-0.0606* (-2.9468)	-0.0141 (-0.5349)		-0.0050 (-0.3140)	0.0143 (0.2766)
CAPINT	-0.0326 (-0.3880)	-0.0267 (-0.4516)	0.0269 (0.2943)	0.0252 (0.7638)	-0.1129** (-2.0491)	0.0335 (0.1148)
Ebittoasset		1.1720 (1.0132)				
SIGMA		-0.0319 (-0.1067)	-0.2156 (-0.8156)	-0.1084 (-0.7212)	0.2396 (1.4961)	0.5173 (0.3426)
NDTS						3.2618*** (1.8993)
R-squared	0.1722	0.3808	0.1093	0.1176	0.1177	0.0730

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ตารางที่ 4.8 แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ.2541 เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการ โดยวิธี Two-stage Least Square ซึ่งใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Ebittoasset	INS	CON	CMO	BOARD	LEV
Constant	-0.1127 (-0.5444)	0.8639* (3.2081)	2.0103 (0.5677)	0.0182 (0.3679)	-0.7250 (-0.4498)	-1.2549* (-2.6483)
INS	-0.0475 (-0.3386)		-1.1864 (-0.4169)	-0.0667 (-0.5613)	0.8637 (0.6675)	0.0171 (0.1333)
CON	0.0723** (2.0364)	0.3220* (3.5567)		0.1689* (3.9709)	0.0983* (3.0421)	0.0400 (0.2434)
CMO	-0.0143 (-0.2548)	-0.9889* (-6.6645)	0.4542* (3.9648)		-0.1669* (-3.1568)	-0.0121 (-0.0406)
BOARD	-0.0179 (-0.2348)	0.2400 (1.2061)	0.4749* (3.0421)	-0.2994* (-3.1601)		0.4822 (1.3725)
LEV	-0.1248* (-9.2681)	0.0094 (0.2149)	0.0089 (0.2548)	-0.0075 (-0.3513)	0.0210 (1.3287)	
AST	0.0062 (0.8393)	-0.0366** (-2.2312)	-0.0561 (-0.4336)		0.0292 (0.4962)	0.0620* (3.0806)
CAPINT	0.0638** (2.0120)	-0.0997 (-1.6178)	-0.1412 (-0.3658)	0.0297 (0.8671)	0.1068 (0.6080)	0.1757 (1.5485)
Ebittoasset		-0.0010 (-0.0069)				
SIGMA		1.0548 (1.4676)	0.7602 (0.2090)	0.2387 (0.7055)	-0.7365 (-0.4452)	5.3505* (5.1136)
NDTS						-0.0980 (-0.1271)
R-squared	0.3418	0.3192	0.1142	0.1240	0.1385	0.1934

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.9 แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ.2545 เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการ โดยวิธี Two-stage Least Square ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Tobin	INS	CON	CMO	BOARD	LEV
Constant	1.8139* (3.6318)	0.7576* (2.8145)	1.4173 (0.9112)	0.0720 (1.6471)	2.7253* (2.6494)	1.0544 (1.0811)
INS	-0.5297* (-3.6427)		-0.4520 (-0.3419)	-0.4003* (-3.0317)	-0.2185** (-2.4989)	0.5516*** (-1.7079)
CON	0.3959 (1.5788)	0.2470* (3.1223)		0.2187* (4.3407)	0.0566 (1.1365)	0.1502 (0.4104)
CMO	-0.3381 (-0.9386)	-0.6514* (-5.7175)	0.4114* (4.0101)		-0.2058* (-2.9263)	-0.2256 (-0.4102)
BOARD	-0.1069 (-0.2879)	0.2194*** (1.8656)	0.1252 (1.1365)	-0.1856** (-2.4332)		0.7524 (1.4415)
LEV	0.8018* (14.757)	-0.0295*** (-1.7122)	0.0007 (0.0415)	-0.0010 (-0.0848)	0.0132 (1.2169)	
AST	-0.6537* (-3.4923)	-0.0324* (-3.5999)	-0.0379 (-0.6484)		-0.0954** (-2.4671)	-0.0209 (-0.5022)
CAPINT	-0.7126* (-3.5303)	-0.0283 (-0.4913)	0.0770 (1.2477)	-0.0182 (-0.5086)	-0.0706*** (-1.7075)	0.1235 (0.5113)
Tobin		0.0286 (0.1891)				
SIGMA		0.0688 (0.1016)	0.1290 (0.2977)	0.0057 (0.0195)	0.3849 (1.3267)	-1.7692 (-0.9376)
NDTS						-2.1616 (-1.3084)
R-squared	0.5610	0.2938	0.1234	0.1477	0.0722	0.0372

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.10 แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ.2544 เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการ โดยวิธี Two-stage Least Square ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Tobin	INS	CON	CMO	BOARD	LEV
Constant	0.9835* (3.0124)	0.6635* (2.7842)	1.6274 (1.3987)	0.0735 (1.4532)	0.9354 (1.3242)	1.0528 (1.0789)
INS	-0.9149 (-1.6068)		-0.6228 (-0.6202)	-0.3974* (-2.8239)	-0.6167 (-1.0141)	-0.9359* (-3.0738)
CON	0.4985** (2.2024)	0.2894* (3.2647)		0.1899* (3.7023)	0.0510 (1.0851)	0.2898 (0.7846)
CMO	-0.2353 (-0.7179)	-0.7539* (-5.8544)	0.3915* (3.5952)		-0.1195*** (-1.7585)	-0.5420 (-0.9689)
BOARD	-0.8148** (-2.1992)	0.2818*** (1.9287)	0.1387 (1.0851)	-0.1485*** (-1.7034)		1.4755** (2.5524)
LEV	0.9660* (13.1939)	-0.0187** (-2.1438)	-0.0109 (-1.4302)	0.0021 (0.4149)	0.0078*** (1.6959)	
AST	-0.3330* (-2.7749)	-0.0276* (-2.6950)	-0.0439 (-1.0252)		-0.0271 (-1.0419)	-0.0318 (-0.7512)
CAPINT	-0.6259* (-3.6126)	-0.0438 (-0.7193)	-0.0038 (-0.0638)	0.0149 (0.4188)	-0.0240 (-0.6634)	-0.2718 (-1.1209)
Tobin		0.0016 (0.0304)				
SIGMA		-0.2301 (-1.0797)	0.1512 (0.7905)	-0.1552 (-1.2362)	-0.0252 (-0.2172)	-0.0409 (-0.0493)
NDTS						2.4794 (1.5524)
R-squared	0.3197	0.2991	0.1058	0.1343	0.0446	0.0998

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ตารางที่ 4.11 แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ.2543 เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการ โดยวิธี Two-stage Least Square ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Tobin	INS	CON	CMO	BOARD	LEV
Constant	2.4199 (1.1356)	0.9420** (2.2344)	0.1754 (0.1504)	0.0197 (0.3944)	0.0822 (0.1247)	6.7970** (2.0130)
INS	-0.2024 (-1.2594)		0.4419 (0.4979)	-0.2450** (-2.1383)	0.0720 (0.1433)	0.1207 (0.1074)
CON	0.2476 (1.2733)	0.3475* (4.4415)		0.1628* (3.6724)	0.0649 (1.5681)	-2.0400 (-1.6384)
CMO	-0.1303 (-0.4140)	-0.8513* (-6.7777)	0.4192* (3.6699)		-0.0224 (-0.335)	0.2351 (0.1081)
BOARD	-0.4482 (-1.3236)	0.2060 (1.4878)	0.2032 (1.5681)	-0.0287 (-0.3533)		0.5045 (0.2330)
LEV	0.9843* (8.383)	0.0005 (0.1068)	-0.0078*** (-1.7125)	0.0004 (0.1455)	0.0007 (0.2810)	
AST	-0.0698 (-0.8861)	-0.0393* (-2.6034)	0.0096 (0.2268)		0.0054 (0.2250)	-0.2173 (-1.4605)
CAPINT	-0.3466*** (-1.6985)	-0.0698 (-1.3007)	0.0753 (0.7313)	0.0054 (0.1529)	-0.0315 (-0.5415)	0.1935 (0.2285)
Tobin		-0.0155 (-0.2321)				
SIGMA		-0.1074 (-0.1920)	-0.1406 (-0.3088)	0.2480 (1.2142)	-0.0282 (-0.1096)	-5.2065 (-1.0051)
NDTS						1.6347 (0.2998)
R-squared	0.3718	0.3347	0.0998	0.1085	0.0230	0.0356

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.12 แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ.2542 เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการ โดยวิธี Two-stage Least Square ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Tobin	INS	CON	CMO	BOARD	LEV
Constant	3.3233 (1.5294)	0.9832* (4.3706)	0.8271 (1.1069)	0.0071 (0.1548)	0.3758 (0.8258)	0.1361 (0.1127)
INS	-0.7960 (-1.3550)		-0.1389 (-0.0258)	-0.1033 (-1.0579)	-0.1708 (-0.5216)	0.4818 (1.3292)
CON	-3.1744 (-1.4733)	0.3469* (3.9957)		0.1708* (4.1510)	0.0704 (1.6272)	-0.6517 (-1.4270)
CMO	-1.2426 (-0.3432)	-1.0796* (-7.4526)	0.4671* (4.0717)		-0.1096 (-1.5163)	0.3917 (0.4627)
BOARD	-3.5950 (-1.0251)	0.4693* (3.2879)	0.1903 (1.6272)	-0.1052 (-1.4992)		1.7040** (2.2745)
LEV	0.6999** (2.0000)	0.0173 (1.2182)	-0.0153 (-1.3080)	-0.0003 (-0.0479)	0.0197* (2.8231)	
AST	-1.0254 (-1.3479)	-0.0422* (-4.3696)	-0.0141 (-0.5349)		-0.0050 (-0.3140)	0.0143 (0.2766)
CAPINT	-3.3071 (-1.2621)	-0.0490 (-0.8619)	0.0269 (0.2943)	0.0252 (0.7638)	-0.1129** (-2.0491)	0.0335 (0.1148)
Tobin		-0.0217 (-1.0132)				
SIGMA		0.0373 (0.1202)	-0.2156 (-0.8156)	-0.1084 (-0.7212)	0.2396 (1.4961)	0.5173 (0.3426)
NDTS						3.2618*** (1.8993)
R-squared	0.0480	0.3808	0.1093	0.1176	0.1177	0.0730

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.13 แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 1 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ.2541 เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการ โดยวิธี Two-stage Least Square ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Tobin	INS	CON	CMO	BOARD	LEV
Constant	0.7369* (3.6419)	0.8639** (3.2081)	2.0103 (0.5678)	0.0182 (0.3679)	-0.7250 (-0.4498)	-1.2549 (-2.6483)
INS	-0.3487* (-4.3888)		-1.1864 (-0.4169)	-0.0667 (-0.5613)	0.8637 (0.6676)	0.0171 (0.1333)
CON	0.1862 (1.0584)	0.3220* (3.5567)		0.16888* (3.9709)	0.0983* (3.0421)	0.0400 (0.2434)
CMO	-0.4724*** (-1.6898)	-0.9889* (-6.6645)	0.4542* (3.9648)		-0.1669* (-3.1568)	-0.0121 (-0.0406)
BOARD	-0.1081 (-0.2863)	0.2400 (1.2061)	0.4749* (3.0421)	-0.2995* (-3.1601)		0.4822 (1.3725)
LEV	0.6032* (9.0419)	0.0094 (0.2149)	0.0089 (0.2548)	-0.0074 (-0.3513)	0.0210 (1.3287)	
AST	-0.0996* (-2.7075)	-0.0366** (-2.2312)	-0.0561 (-0.4336)		0.0292 (0.4962)	0.0620* (3.0806)
CAPINT	-0.4948* (-3.1469)	-0.0998 (-1.6178)	-0.1413 (-0.3658)	0.0297 (0.8671)	0.1068 (0.6080)	0.1757 (1.5485)
Tobin		-0.0010 (-0.0069)				
SIGMA		1.0548 (1.4676)	0.7602 (0.2090)	0.2387 (0.7055)	-0.7365 (-0.4452)	5.3504* (5.1135)
NDTS						-0.0980 (-0.1271)
R-squared	0.3519	0.3192	0.1142	0.1240	0.1385	0.1934

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทุกปีที่ทำการศึกษายกเว้นข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีค่าเป็นบวกสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษายกเว้นข้อมูลในปี พ.ศ. 2542 และสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับข้อมูลที่ทำการศึกษาเพียงปีเดียว คือ ในปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลข้างต้น พบว่าผลที่ได้สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้ว่าตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน เฉพาะเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้กำไรต่อสินทรัพย์สำหรับข้อมูลในปี 2541, 2542, 2543 และ 2545 เท่านั้น และเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q สำหรับข้อมูลในปี 2544 เท่านั้น นอกเหนือจากนั้นไม่พบความสัมพันธ์ใดๆระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผลการดำเนินงาน ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้

#### **ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด**

ตัวแปรความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดเป็นการวัดความรุนแรงของปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย จากการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีค่าเป็นลบสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษายกเว้นปี พ.ศ. 2543 แต่สัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีค่าเป็นลบสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา แต่สัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัย

สำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่า ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2541 เท่านั้น

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลข้างต้น พบว่าผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐาน เฉพาะเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้กำไรต่อสินทรัพย์ และTobin's Q สำหรับข้อมูลในปี 2544 และ 2541 ตามลำดับเท่านั้น นอกเหนือจากนั้นไม่พบความสัมพันธ์ใดๆระหว่างความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ แสดงว่าไม่พบหลักฐานการถ่ายทอดความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดระหว่างบริษัทในเครือ

### สัดส่วนของกรรมการอิสระ

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนกรรมการอิสระมีค่าเป็นลบสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา และสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2542 และ2544 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2542 และ2544 เท่านั้น

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนกรรมการอิสระมีค่าเป็นลบสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา และสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับข้อมูลที่ทำการศึกษาเพียงปีเดียว คือ ในปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลข้างต้น พบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระจะมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงาน เฉพาะเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้กำไรต่อสินทรัพย์สำหรับข้อมูลในปี 2542 และ2544 และเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q สำหรับข้อมูลในปี 2544 เท่านั้น ทั้งนี้แสดงให้เห็นว่าผลเสียที่เกิดจากการมีสัดส่วนกรรมการอิสระเพิ่มขึ้นมีมากกว่าข้อดี และสาเหตุส่วนหนึ่งอาจมาจากการที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยส่วนใหญ่ไม่ได้แต่งตั้งกรรมการอิสระเพื่อตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารอย่างจริงจัง เห็นได้



จากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะมีกรรมการอิสระเพียง 2 ท่าน ซึ่งเป็นข้อกำหนดขั้นต่ำที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด

### สัดส่วนหนี้สิน

ตัวแปรสัดส่วนหนี้สินเป็นการวัดประสิทธิภาพในการช่วยลดความรุนแรงของปัญหาตัวแทน โดยการตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารจากเจ้าหนี้ จากการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนหนี้สินมีค่าเป็นลบสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา และสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 เท่านั้น และมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541, 2542 และ 2543 แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทุกปีที่ทำการศึกษายกเว้นปี พ.ศ. 2544

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนหนี้สินมีค่าเป็นบวกสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา และสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2542 เท่านั้น และมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541, 2543, 2544, 2545 แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับข้อมูลที่ทำการศึกษาทุกปี

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลข้างต้น พบว่าสัดส่วนหนี้สินจะมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงาน เฉพาะเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้กำไรต่อสินทรัพย์สำหรับข้อมูลในทุกปีที่ทำการศึกษายกเว้นปี พ.ศ. 2544 แต่สัดส่วนหนี้สินจะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q สำหรับข้อมูลในทุกปีที่ทำการศึกษา ซึ่งผลการศึกษาก็เกี่ยวกับความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่สอดคล้องกันขึ้นอยู่กับตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งนี้อาจมีสาเหตุมาจากเมื่อเราใช้อัตราส่วนของกำไรต่อสินทรัพย์ โดยกำไรดังกล่าวเป็นกำไรก่อนหักภาษีและดอกเบี้ย ตัวแปรดังกล่าวจะไม่สะท้อนถึงผลประโยชน์ที่ได้จากการประหยัดภาษีที่เกิดจากการจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ แต่เมื่อเราใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน ตัวแปรดังกล่าวจะมีการสะท้อนถึงผลกระทบของการประหยัดภาษีจากการจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ เนื่องจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะนำข้อมูลในส่วนนี้ไปใช้ในการประกอบการตัดสินใจลงทุน



### ขนาดสินทรัพย์ของบริษัท

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์จะพบว่า สัมประสิทธิ์ของขนาดสินทรัพย์ของบริษัทมีค่าเป็นบวกสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษายกเว้นข้อมูลปี พ.ศ. 2544 แต่สัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สำหรับข้อมูลในปี 2545 แสดงให้เห็นว่าขนาดสินทรัพย์มีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี 2545 เท่านั้น

เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q จะพบว่าสัมประสิทธิ์ของขนาดสินทรัพย์ของบริษัทมีค่าเป็นลบสำหรับข้อมูลทุกปีที่ทำการศึกษา และสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 สำหรับข้อมูลที่ทำการศึกษาในปี พ.ศ. 2541, 2544 และ 2545 แสดงให้เห็นว่าขนาดสินทรัพย์ของบริษัทมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะปี พ.ศ. 2541, 2544 และ 2545

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลข้างต้น พบว่าผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าตัวแปรขนาดสินทรัพย์ของบริษัทจะมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน เฉพาะเมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้กำไรต่อสินทรัพย์สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2544 เท่านั้น แต่ขนาดสินทรัพย์ของบริษัทจะมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงาน เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541, 2544 และ 2545 ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐาน นอกจากนี้ผลการศึกษาก็เกี่ยวกับความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่สอดคล้องกันขึ้นอยู่กับตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท

โดยรวมแล้วผลการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลการดำเนินงานของบริษัทที่ได้จากวิธี Ordinary Least Squares และ Two-Stage Least Squares มีความสอดคล้องกัน

#### 4.3 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของสภาพเศรษฐกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลการดำเนินงาน

การวิเคราะห์ผลการศึกษาจากสมการชุดนี้มีจุดประสงค์เพื่อพิจารณาว่าสภาพเศรษฐกิจมีผลกระทบอย่างไรต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท โดยได้ทำการทดสอบทั้งวิธี Ordinary Least Squares และ Two-Stage Least Squares ซึ่งสรุปค่าทางสถิติของการประมาณค่าสมการชุดที่ 2 ไว้ในตารางที่ 4.14-4.16

## สมการแบบจำลองอย่างง่าย

ตัวแปรผลคูณระหว่างกลไกรรมาภิบาลและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติเป็นการวัดว่าสภาพเศรษฐกิจจะมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัทอย่างไร

### สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

เมื่อเราพิจารณาถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะพบว่าทั้งสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และผลคูณระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นบวก และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเมื่อวัดผลการดำเนินงานของบริษัทโดยใช้ทั้งอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์และ Tobin's Q แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติเองก็ไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะมีอิทธิพลเป็นบวกต่อผลการดำเนินงาน และเมื่ออัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่ามากจะทำให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวลดลง

### สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

เมื่อพิจารณาถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะพบว่า เมื่อใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงานแล้วสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นบวก โดยสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 แต่สัมประสิทธิ์ของผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน แต่อัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าวซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่กล่าวว่าเมื่ออัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่ามากจะทำให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวลดลง

หากเราใช้ Tobin's Q ในการวัดผลการดำเนินงานจะพบว่า สัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่ และผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นลบ โดยสัมประสิทธิ์ทั้งสองนี้ไม่มี

ตารางที่ 4.14 ก. และ ข. แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 2 ซึ่งใช้อัตราส่วนระหว่างผลการดำเนินงานและสินทรัพย์ และ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงานตามลำดับ สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541-2545 เพื่อพิจารณาว่าสภาพเศรษฐกิจจะมีผลกระทบอย่างไรต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท โดยวิธี Ordinary Least Square วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

ตาราง 4.14 ก.		ตาราง 4.14 ข.	
	Ebittoasset		Tobin
Constant	-0.2322** (-2.3371)	Constant	0.0602 (0.0441)
INS	0.0079 (0.2768)	INS	0.1430 (0.3620)
INS*GDP	0.2279 (0.5275)	INS*GDP	2.1351 (0.3593)
CON	0.0986* (2.8148)	CON	-0.3988 (-0.8277)
CON*GDP	0.2485 (0.4402)	CON*GDP	-6.5271 (-0.8407)
CMO	-0.0046 (-0.0790)	CMO	-0.0025 (-0.0031)
CMO*GDP	-0.3383 (-0.3502)	CMO*GDP	4.4221 (0.3327)
LEV	-0.0581* (-7.9332)	LEV	0.8623* (8.5589)
LEV*GDP	-0.8508 (-1.5616)	LEV*GDP	1.7275 (0.7774)
AST	0.0070*** (1.7619)	AST	0.0174 (0.3176)
CAPINT	0.0045 (0.2053)	CAPINT	-0.1247 (-0.4102)
R-square	0.4315	R-square	0.2760

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ



นัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานเช่นกัน

### สิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด

เมื่อเราพิจารณาถึงความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะพบว่า เมื่อเราใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงานแล้วสัมประสิทธิ์ของทั้งความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด และผลคูณของความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นลบ โดยสัมประสิทธิ์ของทั้งสองตัวแปรนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะมีอิทธิพลเป็นลบต่อผลการดำเนินงาน และเมื่ออัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่ามากจะให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวลดลง

หากเราใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงานแล้วพบว่า สัมประสิทธิ์ของความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีค่าเป็นลบ แต่ผลคูณของความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นบวก โดยสัมประสิทธิ์ของทั้งสองตัวแปรนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะมีอิทธิพลเป็นลบต่อผลการดำเนินงาน และเมื่ออัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่ามากจะให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวลดลง

### สัดส่วนหนี้สิน

เมื่อเราพิจารณาถึงสัดส่วนหนี้สินจะพบว่า หากเราใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์ วัตถุประสงค์ดำเนินงานแล้วสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนหนี้สิน และผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นลบ โดยสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนหนี้สินมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 แต่สัมประสิทธิ์ของผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลเป็นลบต่อผลการดำเนินงาน แต่อัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้ว่าสัดส่วนหนี้สินจะมีอิทธิพลเป็นบวกต่อผลการดำเนินงาน และเมื่ออัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่ามากจะทำให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวมีค่าเป็นบวกที่ลดลง

หากเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q แล้วจะพบว่าสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนหนี้สิน และผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นบวก โดยสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนหนี้สินมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 แต่สัมประสิทธิ์ของผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลเป็นบวกต่อผลการดำเนินงาน แต่อัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้

### สมการแบบจำลอง system

#### สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

เมื่อเราพิจารณาถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะพบว่า เมื่อเราใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัตถุประสงค์ดำเนินงานแล้วสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นบวก โดยสัมประสิทธิ์ทั้งสองนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมุติฐาน และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าวซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมุติฐาน



ตารางที่ 4.15 แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 2 ซึ่งใช้อัตราส่วนระหว่างผลการดำเนินงาน และสินทรัพย์ วัดผลการดำเนินงาน สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541-2545 เพื่อพิจารณาว่าสภาพเศรษฐกิจจะมีผลกระทบอย่างไรต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท โดยวิธี Two-stage least square วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Ebittoasset	INS	CON	CMO	LEV
Constant	-0.2653 (-0.4155)	0.8753* (8.7064)	0.7430* (4.3715)	0.0269 (1.4815)	4.2226* (2.6430)
INS	0.0300 (0.0641)		0.0706 (0.5854)	-0.2588* (-5.8860)	-0.8725*** (-1.6838)
INS*GDP	0.1912 (0.2187)				
CON	0.1012* (2.9973)	0.3188* (8.4016)		0.1719* (8.4930)	-0.4729 (-1.6370)
CON*GDP	0.2279 (0.3782)				
CMO	-0.0116 (-0.2204)	-0.8905* (-15.369)	0.4058* (8.4051)		-0.2237 (-0.4976)
CMO*GDP	-0.2763 (-0.2459)				
LEV	-0.0582* (-7.9362)	-0.0024 (-0.2694)	-0.0075** (-2.1822)	-0.0005 (-0.2456)	
LEV*GDP	-0.8489 (-1.4790)				
AST	0.0081 (0.3855)	-0.0340* (-7.6692)	-0.0098 (-1.5081)		-0.1240** (-2.0533)
CAPINT	0.0067 (0.1351)	-0.0709* (-2.8274)	0.0447*** (1.8743)	0.0025 (0.1731)	-0.1361 (-0.6399)
Ebittoasset		-0.0095 (-0.1041)			
SIGMA		0.2038 (1.5022)	-0.0551 (-0.4580)	-0.0259 (-0.3379)	-0.1052 (-0.0993)
NDTS					1.0778 (0.8097)
R-square	0.4317	0.2909	0.0849	0.1065	0.0102

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ



ตารางที่ 4.16 แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 2 ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541-2545 เพื่อพิจารณาว่าสภาพเศรษฐกิจจะมีผลกระทบอย่างไรต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท โดยวิธี Two-stage least square วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Tobin	INS	LHOLDING	CMO	LEV
Constant	0.2459* (2.8119)	0.8756* (8.7677)	0.7430* (4.3715)	0.0269 (1.4815)	4.2226* (2.6430)
INS	-0.1808 (-1.4815)		0.0706 (0.5854)	-0.2589* (-5.8860)	-0.8725*** (-1.6838)
INS*GDP	3.1769* (2.6533)				
CON	-0.3839 (-0.8295)	0.3189* (8.4072)		0.1719* (8.4931)	-0.4729 (-1.6370)
CON*GDP	1.5535 (0.1882)				
CMO	-0.3107 (-0.4324)	-0.8910* (-15.3619)	0.4058* (8.4051)		-0.2237 (-0.4976)
CMO*GDP	-1.7567 (-1.1413)				
LEV	0.8672* (8.6399)	-0.0030 (-0.3654)	-0.0075** (-2.1822)	-0.0005 (-0.2456)	
LEV*GDP	0.6423 (0.2859)				
AST	-0.7815* (-2.7292)	-0.0341* (-7.8163)	-0.0098 (-1.5081)		-0.1240** (-2.0532)
CAPINT	-0.1863* (-2.7328)	-0.0705* (-2.8082)	0.0447*** (1.8743)	0.0025 (0.1731)	-0.1361 (-0.6398)
Tobin		0.0019 (0.1970)			
SIGMA		0.2055 (1.5120)	-0.0551 (-0.4580)	-0.0259 (-0.3379)	-0.1052 (-0.0992)
NDS					1.0778 (0.8096)
R-square	0.2817	0.2910	0.0849	0.1065	0.0101

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

หากเราใช้ Tobin's Q ในการวัดผลการดำเนินงานจะพบว่า สัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีค่าเป็นลบ แต่ผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นบวก โดยสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่สัมประสิทธิ์ของผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยเมื่ออัตราการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่ามากจะทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่เท่าเดิมส่งผลให้บริษัทมีผลประกอบการที่ดีมากขึ้นซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐาน

### สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

เมื่อเราพิจารณาถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะพบว่า เมื่อเราใช้อัตรารส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงานแล้วสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นบวก โดยสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 แต่สัมประสิทธิ์ของผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน แต่อัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าวซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน

หากเราใช้ Tobin's Q ในการวัดผลการดำเนินงานจะพบว่า สัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่มีค่าเป็นลบ และผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นบวก แต่สัมประสิทธิ์ทั้งสองนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานเช่นกัน



### สิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด

เมื่อเราพิจารณาถึงความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะพบว่า ทั้งสัมประสิทธิ์ของความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด และผลคูณของความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นลบ และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อวัดผลการดำเนินงานของบริษัททั้งอัตราส่วนระหว่างกำไรต่อสินทรัพย์และ Tobin's Q แสดงให้เห็นว่าความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติเองก็ไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้

### สัดส่วนหนี้สิน

เมื่อเราพิจารณาถึงสัดส่วนหนี้สินจะพบว่า เมื่อเราใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงานแล้วสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนหนี้สิน และผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นลบ โดยสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนหนี้สินมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 แต่สัมประสิทธิ์ของผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลเป็นลบต่อผลการดำเนินงาน และอัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้ว่าสัดส่วนหนี้สินจะมีอิทธิพลเป็นบวกต่อผลการดำเนินงาน โดยเมื่ออัตราการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่ามากจะทำให้สัดส่วนหนี้สินที่เท่าเดิมส่งผลให้บริษัทมีผลประกอบการที่ด้อยขึ้นซึ่งขัดแย้งกับสมมุติฐาน

หากเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q แล้วจะพบว่าสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนหนี้สิน และผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติมีค่าเป็นบวก โดยสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนหนี้สินมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 แต่สัมประสิทธิ์ของผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลเป็นบวกต่อผลการดำเนินงาน แต่อัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติไม่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้



#### 4.4 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลการดำเนินงาน

การวิเคราะห์ผลการศึกษามาจากสมการชุดนี้มีจุดประสงค์เพื่อพิจารณาว่าการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท โดยได้ทำการทดสอบทั้งวิธี Ordinary Least Squares และ Two-Stage Least Squares

##### สมการแบบจำลองอย่างง่าย

ตัวแปรผลคูณระหว่างกลไกระบบธรรมาภิบาลและCOL<sup>1</sup> เป็นการวัดว่าการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัทอย่างไร ซึ่งสรุปค่าทางสถิติของการประมาณค่าสมการชุดที่ 3 ไว้ในตารางที่ 4.17- 4.19

##### สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

เมื่อเราพิจารณาถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะพบว่า เมื่อเราใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงานแล้วสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีค่าเป็นบวก แต่ผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและCOLมีค่าเป็นลบ โดยสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และสัมประสิทธิ์ของผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและCOLไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน และการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ก็ไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่กล่าวว่าบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนร่วมในการบริหารจะมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นน้อยส่งผลให้การเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทดังกล่าวมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานน้อย โดยผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและCOLควรจะมีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

<sup>1</sup> Col คือ Dummy variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือบุคคลที่มีนามสกุลเดียวกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัทนั้นดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการบริษัท นอกนั้นมีค่าเท่ากับ 0

ตารางที่ 4.17 ก. และ ข. แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 3 ซึ่งใช้อัตราส่วนระหว่างผลการดำเนินงานและสินทรัพย์ และ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงานตามลำดับ สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541-2545 เพื่อพิจารณาว่าการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีผลกระทบอย่างไรต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท โดยวิธี Ordinary Least Square วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

ตารางที่ 4.17 ก.		ตารางที่ 4.17 ข.	
	Ebittoasset		Tobin
Constant	-0.2044*** (-1.8056)	Constant	0.2151 (0.1395)
INS	0.0863 (0.5571)	INS	-0.5825 (-0.2759)
INS*COL	-0.0884 (-0.5585)	INS*COL	0.7466 (0.3461)
CON	0.0270 (0.4128)	CON	-0.4940 (-0.5536)
CON*COL	0.1020 (1.6190)	CON*COL	-0.0868 (-0.1010)
CMO	0.0666 (0.4677)	CMO	0.5949 (0.3065)
CMO*COL	-0.0831 (-0.5007)	CMO*COL	-0.841 (-0.3719)
LEV	-0.0544* (-2.6487)	LEV	0.7943* (2.8404)
LEV*COL	-0.0386*** (-1.8581)	LEV*COL	0.1437 (0.5082)
AST	0.0083*** (1.7086)	AST	0.0196 (0.2950)
CAPINT	0.0088 (0.3615)	CAPINT	-0.1201 (-0.3623)
R-square	0.4187	R-square	0.2760

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

หากเราใช้ Tobin's Q ในการวัดผลการดำเนินงานจะพบว่า สัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีค่าเป็นลบ แต่สัมประสิทธิ์ผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราCOLมีค่าเป็นบวก แต่สัมประสิทธิ์ทั้งสองนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน และการมีส่วนร่วมในการบริหารบริษัทของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานเช่นกัน

### สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

เมื่อเราพิจารณาถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะพบว่า เมื่อเราใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงานแล้วสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และCOLมีค่าเป็นบวก โดยสัมประสิทธิ์ของทั้งสองตัวแปรนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน และการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าวซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่กล่าวไว้ว่าบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนร่วมในการบริหารจะมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นน้อยส่งผลให้การเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัทดังกล่าวมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานน้อย โดยผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและCOLควรจะมีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

หากเราใช้ Tobin's Q ในการวัดผลการดำเนินงานจะพบว่า สัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่ และผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และCOLมีค่าเป็นลบ แต่สัมประสิทธิ์ทั้งสองนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน และการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งก็ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานเช่นกัน

### สิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด

เมื่อเราพิจารณาถึงความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะพบว่า หากเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์ หรือTobin's Q แล้วสัมประสิทธิ์ของความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะมีค่าเป็นบวก แต่ผลคูณของความแตกต่างระหว่างสิทธิ



ในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดและCOLมีค่าเป็นลบ โดยสัมประสิทธิ์ของทั้งสองตัวแปรนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะมีอิทธิพลเป็นลบต่อผลการดำเนินงาน และการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนร่วมในการบริหารจะมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อยมากส่งผลให้การเพิ่มความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดในบริษัทดังกล่าวมีผลกระทบทำให้ผลการดำเนินงานลดลงมาก โดยผลคูณของความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดและCOLควรจะมีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

### สัดส่วนหนี้สิน

เมื่อเราพิจารณาถึงสัดส่วนหนี้สินจะพบว่า เมื่อเราใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงานแล้วสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนหนี้สิน และผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและCOLมีค่าเป็นลบ โดยสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนหนี้สิน และผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและCOLมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และ 90 ตามลำดับ แสดงว่าสัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลเป็นลบต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และยังแสดงว่าการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอิทธิพลทำให้สัดส่วนหนี้สินที่เท่าเดิมส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่งลง ซึ่งผลที่ได้นี้สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนร่วมในการบริหารจะมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารน้อยส่งผลให้การเพิ่มสัดส่วนหนี้สินในบริษัทดังกล่าวมีผลกระทบทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้นน้อยกว่าบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีส่วนร่วมในการบริหาร

หากเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q แล้วจะพบว่าสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนหนี้สิน และผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและCOLมีค่าเป็นบวก โดยสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนหนี้สินมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 แต่สัมประสิทธิ์ของผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและCOLไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลเป็นลบต่อผลการดำเนินงาน แต่การมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

## สมการแบบจำลอง system

### สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

เมื่อเราพิจารณาถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะพบว่า หากเราใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงานแล้วสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีค่าเป็นลบ แต่ผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและCOLมีค่าเป็นบวก โดยสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และสัมประสิทธิ์ของผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและCOLไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน และการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ก็ไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน

หากเราใช้ Tobin's Q ในการวัดผลการดำเนินงานจะพบว่า สัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีค่าเป็นบวก แต่สัมประสิทธิ์ผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและCOLมีค่าเป็นลบ โดยสัมประสิทธิ์ของตัวแปรทั้งสองมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 แสดงว่าพบหลักฐานว่าบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีส่วนร่วมในการบริหารนั้น สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่เพิ่มขึ้นจะทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานดีขึ้น แต่สำหรับบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีส่วนร่วมในการบริหารการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกลับทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง ทั้งนี้อาจมีสาเหตุเมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดซึ่งถือหุ้นของบริษัทในสัดส่วนที่สูงและมีส่วนในการบริหารจะทำการถ่ายเทความมั่งคั่งหรือทำการตัดสินใจดำเนินงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลักแทนที่จะเป็นของบริษัท

### สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

เมื่อเราพิจารณาถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะพบว่า เมื่อเราใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงานแล้วสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และCOLมีค่าเป็นบวก โดยสัมประสิทธิ์ของทั้งสองตัวแปรนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน และการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าวซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานหากเราใช้ Tobin's Q ในการวัดผลการดำเนินงานจะพบว่า สัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีค่าเป็นลบ แต่ผลคูณของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และCOLมีค่าเป็นบวก



ซึ่งสัมประสิทธิ์ทั้งสองนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน และการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผลการดำเนินงานซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐาน

### สิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด

เมื่อเราพิจารณาถึงความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะพบว่า เมื่อเราใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงานแล้วสัมประสิทธิ์ของความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีค่าเป็นบวก แต่ผลคูณของความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดและCOLมีค่าเป็นลบ โดยสัมประสิทธิ์ของทั้งสองตัวแปรนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน และการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าวซึ่งก็ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานเช่นกัน

หากเราใช้ Tobin's Q ในการวัดผลการดำเนินงานจะพบว่า สัมประสิทธิ์ของทั้งความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด และผลคูณของความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดและCOLมีค่าเป็นบวก โดยสัมประสิทธิ์ของทั้งสองตัวแปรนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน และการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าวซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐาน

### สัดส่วนหนี้สิน

เมื่อเราพิจารณาถึงสัดส่วนหนี้สินจะพบว่า เมื่อเราใช้อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงานแล้วสัมประสิทธิ์ของทั้งสัดส่วนหนี้สิน และผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและCOLมีค่าเป็นลบ โดยสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนหนี้สิน และผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและCOLมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และ 90 ตามลำดับ แสดงว่าสัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลเป็นลบต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และยังแสดงว่าการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอิทธิพลทำให้สัดส่วนหนี้สินที่เท่าเดิมส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลง ซึ่งผลที่ได้นี้สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้



ตารางที่ 4.18 แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 3 ซึ่งใช้อัตราส่วนระหว่างผลการดำเนินงาน และสินทรัพย์วัดผลการดำเนินงาน สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541-2545 เพื่อพิจารณาว่าการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีผลกระทบอย่างไรต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท โดยวิธี Two-Stage Least Square วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Ebittoasset	INS	LHOLDING	CMO	LEV
Constant	-0.1823 (-0.9922)	0.9411* (8.9657)	0.6114* (7.3066)	0.0046 (0.3605)	1.9241** (2.4142)
INS	-0.1865 (-0.1310)		0.2052* (7.6221)	-0.2394* (-17.0436)	-0.0730 (-0.2890)
INS*COL	0.1819 (0.1292)				
CON	0.0371 (0.5911)	0.2834* (6.7491)		0.2010* (11.0866)	-0.4659 (-1.5658)
CON*COL	0.0767 (0.6623)				
CMO	0.0564 (0.3982)	-0.8786* (-15.111)	0.5678* (11.0746)		-0.1950 (-0.3860)
CMO*COL	-0.0742 (-0.4457)				
LEV	-0.0540* (-2.6302)	0.0347*** (1.8092)	-0.0067** (-2.0063)	-0.0007 (-0.3757)	
LEV*COL	-0.0393*** (-1.8820)				
AST	0.0078 (1.2827)	-0.0373* (-8.0026)	-0.0058 (-1.5718)		-0.0416 (-1.2092)
CAPINT	0.0088 (0.3607)	-0.0681* (-2.7209)	0.0491** (2.3575)	0.0059 (0.4775)	-0.0019 (-0.0095)
Ebittoasset		0.3297*** (1.9353)			
SIGMA		0.2287*** (1.6813)	-0.0611 (-0.5417)	-0.0459 (-0.6844)	-0.5627 (-0.5490)
NDTS					1.6455 (1.2749)
R-square	0.4185	0.2937	0.1373	0.2905	0.0072

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.19 แสดงผลการประมาณค่าสมการชุดที่ 3 ซึ่งใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน สำหรับข้อมูลในปี พ.ศ. 2541-2545 เพื่อพิจารณาว่าการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีผลกระทบอย่างไรต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท โดยวิธี Two-Stage Least Square วัดผลการดำเนินงาน ค่า T-statistics จะรายงานในวงเล็บ

	Tobin	INS	LHOLDING	CMO	LEV
Constant	-0.5896** -2.3680	0.8290* 8.3433	0.6114* 7.3066	0.0046 0.3605	1.9241** 2.4142
INS	0.5987* 3.1029		0.2052* 7.6221	-0.2394* -17.0436	-0.0730 -0.2890
INS*COL	-0.5901* -3.0933				
CON	-0.4548 -0.5343	0.3597* 9.2923		0.2010* 11.0866	-0.4659 -1.5658
CON*COL	0.4185 1.1391				
CMO	0.0770 0.0402	-0.8939* -15.580	0.5678* 11.0746		-0.1950 -0.3860
CMO*COL	0.0995 0.0441				
LEV	0.7849* 2.8234	-0.0589* -4.2780	-0.0067** -2.0063	-0.0008 -0.3757	
LEV*COL	0.2475 0.8748				
AST	0.1713** 2.0899	-0.0349* -8.0599	-0.0058 -1.5718		-0.0416 -1.2092
CAPINT	-0.1655 -0.5014	-0.0624* -2.5075	0.0491** 2.3575	0.0059 0.4775	-0.0019 -0.0095
Tobin		0.0641* 4.3483			
SIGMA		0.2611*** 1.9344	-0.0611 -0.5417	-0.0459 -0.6844	-0.5627 -0.5490
NDTS					1.6455 1.2749
R-square	0.2837	0.3048	0.1373	0.2905	0.0072

หมายเหตุ \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

หากเราวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q แล้วจะพบว่าสัมประสิทธิ์ของทั้ง สัดส่วนหนี้สิน และผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและCOLมีค่าเป็นบวก โดยสัมประสิทธิ์ของสัดส่วน หนี้สินมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ.ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 แต่สัมประสิทธิ์ของ ผลคูณของสัดส่วนหนี้สินและCOLไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าสัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลเป็น บวกต่อผลการดำเนินงาน แต่การมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีอิทธิพลต่อ ความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้



ศูนย์วิทยพัชกร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย