

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

จากผลการวิเคราะห์เชิงปริมาณ โดยการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สมการ เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัท และธรรมาภิบาล ซึ่งประกอบด้วยสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด สัดส่วนกรรมการอิสระ สัดส่วนหนี้สิน และศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการของบริษัท ซึ่งปัจจัยที่นำมาศึกษาในงานวิจัยนี้ ได้แก่ สภาพเศรษฐกิจ และการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด สามารถสรุปได้ดังนี้

5.1 สรุปผลการวิจัย

โดยรวมแล้วผลการศึกษาเกี่ยวกับทั้งความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลการดำเนินงานของบริษัท ผลกระทบของสภาพเศรษฐกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการของบริษัท และผลกระทบของการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการของบริษัทที่ได้จากวิธี Ordinary Least Squares และ Two-Stage Least Squares มีความสอดคล้องกัน

ความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัท

เมื่อพิจารณาโดยรวมจะพบว่าตัวแปรธรรมาภิบาลทั้งหมดยกเว้นสัดส่วนหนี้สินไม่สามารถอธิบายผลการดำเนินงานของบริษัทได้ดีนัก และหากนำข้อมูลในแต่ละปีมาวิเคราะห์จะพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรธรรมาภิบาลเหล่านี้ และผลประกอบการของบริษัทจะเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละปี

เมื่อพิจารณาถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะพบว่าผลที่ได้สอดคล้องกันไม่ว่าจะใช้ตัวแปรใดวัดผลการดำเนินงาน กล่าวคือ ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีอิทธิพลต่อผลประกอบการของบริษัท ซึ่งผลการศึกษาที่ได้นี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Sukcharoensin (2000)

เมื่อพิจารณาถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะพบว่าผลการวิเคราะห์ที่ได้ไม่สอดคล้องกันเมื่อใช้ตัวแปรวัดผลการดำเนินงานที่ต่างกัน กล่าวคือ เมื่อใช้อัตราส่วนของกำไรต่อ

สินทรัพย์วัดผลการดำเนินงานจะพบหลักฐานว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอิทธิพลในทางบวกต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งผลการศึกษานี้ได้นี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Tirapat แต่เมื่อใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงานจะไม่หลักฐานที่แสดงถึงสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผลการดำเนินงาน

เมื่อพิจารณาถึงความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุม และสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะพบว่า ข้อมูลส่วนใหญ่บ่งชี้ว่าความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุม และสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีอิทธิพลต่อผลประกอบการของบริษัท ซึ่งผลการวิเคราะห์นี้มีความสอดคล้องกันตลอดไม่ขึ้นกับตัวแปรที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงาน แสดงว่าไม่พบหลักฐานเกี่ยวกับการถ่ายเทความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดระหว่างบริษัทในเครือ

เมื่อพิจารณาถึงสัดส่วนกรรมการอิสระ ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระ และผลประกอบการ ทั้งนี้อาจมีสาเหตุมาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่ยังไม่ได้ให้ความสำคัญเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการโดยกรรมการอิสระเท่าที่ควร ดังจะเห็นได้จากการที่บริษัทส่วนใหญ่ที่นำมาทำการศึกษา มีกรรมการอิสระเพียง 2 คน ซึ่งเป็นจำนวนกรรมการอิสระขั้นต่ำที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด

เมื่อพิจารณาถึงสัดส่วนหนี้สินจะพบว่า ผลการวิเคราะห์ที่ได้ไม่สอดคล้องกันขึ้นอยู่กัตัวแปรที่ใช้วัดผลประกอบการ กล่าวคือ เมื่อวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนของกำไรต่อสินทรัพย์ จะพบหลักฐานที่บ่งชี้ว่าสัดส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์เป็นลบต่อผลการดำเนินงาน แต่เมื่อเราวัดผลการดำเนินงานโดย Tobin's Q กลับพบหลักฐานที่บ่งชี้ว่าสัดส่วนหนี้สินมีอิทธิพลเป็นบวกต่อผลการดำเนินงาน ทั้งนี้อาจมีสาเหตุมาจากผลเสียที่เกิดขึ้นจากการปกป้องผลประโยชน์ของเจ้าหนี้ เช่น เจ้าหนี้จะส่งตัวแทนมาเป็นกรรมการบริษัท ซึ่งกรรมการดังกล่าวมีแนวโน้มที่จะคัดค้านโครงการที่มีความเสี่ยงสูงส่งผลให้บริษัทสูญเสียโอกาส มีมากกว่าประโยชน์ที่ได้จากการที่เจ้าหนี้จะเข้ามาช่วยตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหาร นอกจากนี้เมื่อเราใช้อัตราส่วนของกำไรต่อสินทรัพย์ โดยกำไรดังกล่าวเป็นกำไรก่อนหักภาษีและดอกเบี้ย ตัวแปรดังกล่าวจะไม่คำนึงถึงผลกระทบของการประหยัดภาษีจากการจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ แต่เมื่อเราใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน ตัวแปรดังกล่าวจะมีการพิจารณาถึงผลกระทบของการประหยัดภาษีจากการจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ เนื่องจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะนำข้อมูลในส่วนนี้ไปใช้ในการประกอบการตัดสินใจลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Sorasart (2000) และ Tirapat

ผลกระทบของสภาพเศรษฐกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการของบริษัท

จากการวิเคราะห์ไม่พบหลักฐานที่แสดงว่าสภาพเศรษฐกิจ ซึ่งวัดโดยอัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลการศึกษาที่ได้สอดคล้องกันตลอดไม่ขึ้นกับตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงาน ทั้งนี้อาจจะมีสาเหตุมาจากข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยนี้เป็นช่วงที่ธรรมาภิบาลยังเป็นเรื่องใหม่สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้นักลงทุน และผู้ถือหุ้นยังไม่ได้ให้ความสำคัญกับเรื่องนี้เท่าที่ควร

ผลกระทบของการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาล และผลประกอบการของบริษัท

เมื่อพิจารณาถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะพบว่า เมื่อเราใช้ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน และทำการทดสอบแบบ Two-stage least squares จะพบหลักฐานที่แสดงว่าสำหรับบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีส่วนร่วมในการบริหารนั้น การถือหุ้นของผู้บริหารจะช่วยลดระดับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานดีขึ้น แต่สำหรับบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีส่วนร่วมในการบริหารการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกลับทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง ทั้งนี้อาจมีสาเหตุเมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดซึ่งถือหุ้นของบริษัทในสัดส่วนที่สูงและมีส่วนร่วมในการบริหารจะทำการถ่ายเทความมั่งคั่ง หรือทำการตัดสินใจดำเนินงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลักแทนที่จะเป็นของบริษัท แต่เมื่อใช้ตัวแปรอื่นในการวัดผลประกอบการ หรือวิธีอื่นในการทดสอบจะพบว่า การมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และผลประกอบการของบริษัท

เมื่อพิจารณาถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุม และสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดจะพบว่าการมีส่วนร่วมในการบริหารของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดไม่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างธรรมาภิบาลและผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

เมื่อพิจารณาถึงสัดส่วนหนี้สินจะพบว่า เมื่อเราวัดผลการดำเนินงาน โดยใช้อัตราส่วนของกำไรต่อสินทรัพย์จะสามารถสรุปได้ว่า การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนหนี้สินมีส่วนให้ผลการดำเนินงานลดลงสำหรับบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีส่วนร่วมในการบริหารมากกว่าบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่

สุดไม่มีส่วนร่วมในการบริหาร หรืออีกนัยหนึ่งคือ เมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดมีส่วนร่วมในการบริหาร จะทำให้บริษัทดังกล่าวมีการใช้หนี้สินอย่างไม่มีประสิทธิภาพ

5.2 ข้อเสนอแนะ

เนื่องจากเรื่องธรรมาภิบาลเป็นเรื่องค่อนข้างใหม่สำหรับประเทศไทย ทำให้นักลงทุน ผู้บริหาร และเจ้าหน้าที่ออกกฎข้อบังคับยังไม่ได้ให้ความสำคัญเท่าที่ควร ดังจะเห็นได้จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ยังคงมีกรรมการอิสระเพียงสองคน ซึ่งเป็นจำนวนกรรมการอิสระขั้นต่ำตามที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดเท่านั้น นอกจากนี้ข้อบังคับในการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ยังขาดข้อมูลสำคัญหลายอย่าง เช่น ข้อมูลด้านตราสารสิทธิในการซื้อหุ้นของผู้บริหาร และข้อมูลเกี่ยวกับความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุม และสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ควรออกกฎบังคับกำหนดจำนวนกรรมการอิสระขั้นต่ำ แต่ควรที่จะกำหนดสัดส่วนกรรมการอิสระขั้นต่ำแทน เนื่องจากจะทำให้กรรมการอิสระสามารถตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหาร และคานอำนาจกรรมการที่มาจากบุคคลภายในได้อย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้กรรมการอิสระนั้นควรจะเป็นอิสระจากฝ่ายบริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่อย่างแท้จริง เพื่อให้สามารถตรวจสอบได้อย่างโปร่งใส และมีประสิทธิภาพ

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย