

ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ
กับการเจริญเติบโตของบริษัท

The Effect of Investment Opportunity Set on the Relationship between Corporate Governance
and Firm Growth

ฐิติมา แก้วไพฑูรย์ (Thitima Kaewpaitoon)* ดร.สุนทรี เหล่าพิพัฒน์ (Dr.Suntharee Lhaopadchan)**

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2547-2554 ผลการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อการเจริญเติบโตของบริษัท การกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ สัดส่วนกรรมการอิสระ และขนาดของคณะกรรมการต่างก็ส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อการเจริญเติบโตของบริษัท แต่เป็นที่น่าสนใจว่า เมื่อนำกลุ่มโอกาสในการลงทุนมาศึกษาพร้อมกับการกำกับดูแลกิจการและการเจริญเติบโตของบริษัท กลับพบว่าสามารถเปลี่ยนทิศทางความสัมพันธ์จากผลกระทบในเชิงลบให้กลายเป็นผลกระทบในเชิงบวกได้ ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการถือเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดี ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท

ABSTRACT

The purpose of this research is to study the effect of Investment Opportunity Set on the relationship between Corporate Governance and firm growth of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET) from 2004 to 2011. The results of the study reveal that Corporate Governance has both direct and indirect effect on the firm growth. Proportion of Independent Director and Board Size has a direct pessimistic effect on the firm growth. Proportion of Management Share Ownerships does not have both direct and indirect effect on the firm growth. An interesting relation was found when Investment Opportunity Set is studied in conjunction with Corporate Governance and Firm Growth. The relation is changed from negative to positive. Therefore Corporate Governance has an indirect effect on the firm growth through stimulating opportunity for good investment awareness.

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ การเจริญเติบโตของบริษัท กลุ่มโอกาสในการลงทุน

Key Words: Corporate governance, Firm growth, Investment opportunity set

* นิสิต หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารและพัฒนาอุตสาหกรรม คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

** อาจารย์ สาขาวิชาการบริหารและพัฒนาอุตสาหกรรม คณะวิทยาการจัดการ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

บทนำ

ปัจจุบันการดำเนินธุรกิจจำเป็นต้องอาศัยปัจจัยที่สำคัญหลายประการเพื่อให้ธุรกิจดำรงอยู่ได้อย่างยั่งยืน หนึ่งในปัจจัยที่สำคัญหลายประการ คือ การทำให้กิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ศิลปพร, 2552) บริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลกระทบต่อบุคคลหลายฝ่าย ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุน พนักงานของบริษัท และผู้สอบบัญชีรับอนุญาต (ศิลปพร, 2551) และอาจก่อให้เกิดผลเสียหายอันใหญ่หลวงต่อบริษัท ดังตัวอย่างการล้มละลายของบริษัทชั้นนำระดับโลกอย่าง Enron และ WorldCom กล่าวคือ บริษัทได้มีการจัดทำบัญชีที่ไม่ตรงต่อความเป็นจริง มีระบบการตรวจสอบที่ไม่โปร่งใส ขาดประสิทธิภาพ ทำให้เกิดการฉ้อฉลขึ้น (Solomon, 2007) และในส่วนของบริษัท ได้มีการร่วมมือกันระหว่างผู้บริหารระดับสูงสุดของบริษัท (Chief Executive Officer - CEO) และ ผู้บริหารสูงสุดทางการเงิน (CFO) ในการตกแต่งตัวเลขทางบัญชี แสดงยอดสินทรัพย์ที่ไม่ได้มีอยู่จริง ทำให้งบการเงินแสดงกำไรที่สูงกว่าความเป็นจริง (ภาพร, 2553) รวมถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น เช่น รอยเนท, ปิคนิค หรือ เอส.อี.ซี. ออโต้เซลล์ แอนด์ เซอร์วิส ที่มีการสร้างรายได้ที่เป็นเท็จ ตกแต่งตัวเลขทางบัญชี และนำเสนอรายงานทางการเงินที่เป็นเท็จ (กรัณธรัตน์ และศักดา, 2554) จากตัวอย่างที่กล่าวมาข้างต้นเป็นตัวอย่างของบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้บริษัทเหล่านี้สามารถจะประสบความสำเร็จได้เพียงช่วงระยะสั้นๆ เท่านั้น (เบอร์แมน, ไคน์ และเคส เจ, 2549) ในระยะยาวไม่เพียงแต่สร้างความเสียหายให้กับบริษัทของตนเองเท่านั้น หากแต่ยังส่งผลกระทบในลักษณะ “โดมิโนเอฟเฟกต์” ต่อตลาดทุน และเศรษฐกิจของประเทศทั่วโลก (ศิลปพร, 2549)

งานวิจัยของ Hodgson, Lhaopadchan and Buakes (2011) ยังพบว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลการดำเนินงานที่ดี โดยการกำกับดูแลกิจการจะดูจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ปี 2549 ทั้ง 5 หมวดที่จัดทำโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors - IOD) เป็นตัวชี้วัด และดูผลการดำเนินงานในหลายๆ ตัววัด เช่น ROA, ROE, Tobin's Q และ Sales Growth เป็นต้น

จากข้อมูลดังกล่าวข้างต้นทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจในการศึกษาการกำกับดูแลกิจการในส่วนที่เกี่ยวข้องกับคณะกรรมการบริษัทที่มีผลกระทบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors - IND) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of Management Share Ownerships - MSO) และขนาดของคณะกรรมการ (Board Size - BS) ซึ่งงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตของคุณลักษณะทั้ง 3 ด้านนี้ พบว่า มีผลงานวิจัยในต่างประเทศที่พบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ และไม่มีความสัมพันธ์ จึงเป็นที่น่าสนใจในการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ผู้วิจัยยังสนใจที่จะศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลที่ดีที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มโอกาสในการลงทุนและการเจริญเติบโตของบริษัท เนื่องจากในยุทธศาสตร์การวิจัยที่ 2: การสร้างศักยภาพและความสามารถในการพัฒนาทางเศรษฐกิจ กลยุทธ์การวิจัยที่ 3 แผนงานวิจัยที่ 7: กล่าวถึง การวิจัยเกี่ยวกับการพัฒนาและการจัดการนิคมอุตสาหกรรม เพื่อรองรับการขยายตัวทางเศรษฐกิจ การค้า และการลงทุนในอนาคต (สำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ, 2555) จากยุทธศาสตร์การวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่ารัฐบาลให้การสนับสนุนการลงทุนในอนาคต นอกจากนี้ในแผนพัฒนาตลาดทุนไทยที่จัดทำขึ้นในปี 2552 ยังได้

กล่าวถึงความสำคัญของการพัฒนาตลาดทุนไทยในการสร้างขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ รวมถึงการให้ความสำคัญในเรื่องการสร้างระบบบรรษัทภิบาลที่ดีของระบบเศรษฐกิจ เพราะจะช่วยให้การดำเนินธุรกิจมีความโปร่งใส เกิดการแข่งขันอย่างเป็นธรรม สามารถลดต้นทุนของการบริหารจัดการ และสามารถระดมทุนได้ด้วยต้นทุนที่ต่ำ (คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทย, 2552) ในงานวิจัยนี้จะศึกษาถึงบทบาทของการกำกับดูแลกิจการในการกระตุ้นให้มีการเลือกกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดีซึ่งน่าจะส่งผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัทในอีกทางด้วยเช่นกัน

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อวิเคราะห์คุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในด้านการกำกับดูแลกิจการ ด้านกลุ่มโอกาสในการลงทุน และด้านการเจริญเติบโตของบริษัท ในแต่ละปีของช่วงเวลาที่ศึกษา และในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม
2. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท
3. เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท

วิธีการวิจัย

ในการศึกษาผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัท ข้อมูลที่ใช้ศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจำแนกได้เป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคและบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ท่องเที่ยว บริการ และเทคโนโลยี ทั้งนี้ไม่รวมธุรกิจการเงิน ได้แก่ ธนาคาร ประกันภัยและประกันชีวิต และเงินทุนและหลักทรัพย์

เนื่องจากเป็นธุรกิจที่มีลักษณะพิเศษทั้งด้านสินทรัพย์และกฎระเบียบข้อบังคับ ด้านสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน โดยศึกษาบริษัทที่มีข้อมูลเปิดเผยต่อสาธารณะชนตั้งแต่ปี 2547-2554 ครบถ้วนทุกปี ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะชน ได้แก่ รายงานประจำปีของบริษัท แบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และข้อมูลอื่นๆ ที่เปิดเผยต่อสาธารณะชนผ่านเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในการเก็บข้อมูลตัวแปรต้น ตัวแปรตาม และตัวแปรส่งผ่าน เก็บจากข้อมูลในงบการเงิน SETSMART และข้อมูลอื่นๆ ที่เก็บรวบรวมไว้อยู่ในระบบเผยแพร่ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการเก็บข้อมูลในระดับมาตราส่วน (Ratio Scale) เพื่อนำไปใช้ทดสอบสมมติฐานทั้ง 7 ข้อ โดยวิธี Multiple Regression แบบ Panel Data Analysis

ในการตอบคำถามวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 การวิเคราะห์คุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในด้านการกำกับดูแลกิจการ ด้านกลุ่มโอกาสในการลงทุน และด้านการเจริญเติบโตของบริษัท ในแต่ละปีของช่วงเวลาที่ศึกษา และในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม จะใช้สถิติเชิงพรรณนา วิเคราะห์โดยเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของตัวแปรจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ส่วนในการตอบคำถามวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) ในการทดสอบสมมติฐาน และยอมรับค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 สามารถเขียนสมการในการทดสอบได้ดังนี้

$$FG_{it} = \alpha + \beta_1(IND_{it}) + \beta_2(MSO_{it}) + \beta_3(Log(BS_{it})) + \beta_4(Log(Size_{it})) + \beta_5(Leverage_{it}) + \beta_6(Industry_{it}) + \varepsilon \quad (1)$$

และในการตอบคำถามวัตถุประสงค์ข้อที่ 3 การวิเคราะห์ผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการ

เจริญเติบโตของบริษัท ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) โดยเป็นข้อมูลแบบภาคตัดขวางผสมเวลา (Panel Data) ในการทดสอบสมมติฐาน และยอมรับค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งการใช้วิธีวิจัยแบบ Multiple Regression ยังสอดคล้องกับวิธีวิจัยของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตที่ต่างก็เลือกใช้วิธีเดียวกันนี้ สามารถเขียนสมการในการทดสอบได้ดังนี้

$$FG_{it} = \alpha + \beta_1(IND_{it}) + \beta_2(MSO_{it}) + \beta_3 \text{Log}(BS_{it}) + \beta_4(IOS_{it}) + \beta_5(IND_{it} * IOS_{it}) + \beta_6(MSO_{it} * IOS_{it}) + \beta_7[\text{Log}(BS_{it}) * IOS_{it}] + \beta_8 \text{Log}(Size_{it}) + \beta_9(Leverage_{it}) + \beta_{10}(Industry_{it}) + \varepsilon$$

(2)

กำหนดให้

FG_{it}	การเจริญเติบโตของบริษัท i ณ ปีที่ t (หน่วย: ร้อยละ) คำนวณจาก อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)
IND_{it}	สัดส่วนของกรรมการอิสระของบริษัท i ณ ปีที่ t (หน่วย: ร้อยละ)
MSO_{it}	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัท i ณ ปีที่ t (หน่วย: ร้อยละ)
$\text{Log}(BS_{it})$	ลอการิทึมของขนาดของคณะกรรมการของบริษัท i ณ ปีที่ t
IOS_{it}	กลุ่มโอกาสในการลงทุนของบริษัท i ณ ปีที่ t (หน่วย: ร้อยละ) คำนวณจาก อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to Book Value of Assets Ratios - MBVA) $MBVA = (\text{สินทรัพย์รวม} - \text{ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญรวม}) + (\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว ณ วันสิ้นปี} \times \text{ราคาปิด ณ วันสิ้นปี}) / \text{สินทรัพย์รวม}$
$\text{Log}(Size_{it})$	ลอการิทึมของขนาดของกิจการของบริษัท i ณ ปีที่ t คำนวณจาก สินทรัพย์

	รวม ณ วันสิ้นปี
$Leverage_{it}$	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ณ ปีที่ t (หน่วย: ร้อยละ)
$Industry$ $Dummy$ $Variable_{it}$	ตัวแปรหุ่นที่แทนกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ ปีที่ t โดยที่ $Industry_1$ มีค่าเท่ากับ 1 ถ้าของบริษัท i ณ ปีที่ t อยู่ในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มิฉะนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0 $Industry_2$ มีค่าเท่ากับ 1 ถ้าของบริษัท i ณ ปีที่ t อยู่ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค มิฉะนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0 $Industry_3$ มีค่าเท่ากับ 1 ถ้าของบริษัท i ณ ปีที่ t อยู่ในอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม มิฉะนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0 $Industry_4$ มีค่าเท่ากับ 1 ถ้าของบริษัท i ณ ปีที่ t อยู่ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มิฉะนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0 $Industry_5$ มีค่าเท่ากับ 1 ถ้าของบริษัท i ณ ปีที่ t อยู่ในอุตสาหกรรมทรัพยากร มิฉะนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0 $Industry_6$ มีค่าเท่ากับ 1 ถ้าของบริษัท i ณ ปีที่ t อยู่ในอุตสาหกรรมบริการ มิฉะนั้นจะมีค่าเท่ากับ 0

ในการทดสอบสมมติฐาน ตัวแปรส่งผ่าน (Mediating Variables) คือ กลุ่มโอกาสในการลงทุน (IOS) วัดจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) และมีการทดสอบความมีเสถียร (Robustness) ของแปรนี้ด้วยตัวชี้วัดอีก 2 ตัว คือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (Market to Book Value of Equity Ratios - MBVE) และอัตราส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ

(Gross Plant, Property and Equipment to Market Value of the Firm Ratios – PPEV) และในการทดสอบสมมติฐาน ตัวแปรตาม (Dependent Variables) คือ การเจริญเติบโตของบริษัท (FG) นั้น นอกจากจะวัดจากอัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) แล้วจะมีการทดสอบความมีเสถียร (Robustness) ของแปรนี้ด้วยตัวชี้วัดอีก 4 ตัว อันได้แก่ อัตราร้อยละของการเติบโตของยอดขาย อัตราร้อยละการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ถือเป็นตัวชี้วัดในมุมมองทางด้านบัญชี และอัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น (Stock Return) ถือเป็นตัวชี้วัดในมุมมองทางการเงิน

ผลการวิจัยและการอภิปรายผล

การวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 1 ใช้สถิติเชิงพรรณนาวัดด้านการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance - CG) ด้านกลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment

Opportunity Set – IOS) และด้านการเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth - FG) จำแนกตามปีที่ศึกษาและกลุ่มอุตสาหกรรม โดยในวิทยานิพนธ์ได้หาค่าเฉลี่ย ค่ากลาง ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และจำนวนบริษัทในแต่ละปี (Firm year) ของทุกตัวแปร ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วยตัวชี้วัด คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors - IND), สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of Management Share Ownerships - MSO) และขนาดของคณะกรรมการ (Board Size - BS) กลุ่มโอกาสในการลงทุน ตัวชี้วัดคือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to Book Value of Assets Ratios - MBVA) และการเจริญเติบโตของบริษัท ตัวชี้วัดคือ อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on Assets - ROA) จำแนกตามปีที่ศึกษาและกลุ่มอุตสาหกรรม¹ ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนา วัดด้านการกำกับดูแลกิจการ ด้านกลุ่มโอกาสในการลงทุน และด้านการเจริญเติบโตของบริษัท

ตัวแปร	หน่วย	ค่าเฉลี่ย	ค่ากลาง	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	จำนวน
1. การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance - CG)							
1.1 สัดส่วนของกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors - IND)	ร้อยละ	35.34	33.00	15.00	67.00	10.08	2002
1.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of Management Share Ownerships - MSO)	ร้อยละ	20.57	13.19	-	75.40	21.01	1881
1.3 ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size - BS)	คน	11.16	11.00	6.00	19.00	2.69	2002
2. กลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set - IOS)							
2.1 อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to Book Value of Assets Ratios - MBVA)	เท่า	1.18	0.97	0.31	5.98	0.80	2007
3. การเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth - FG)							
3.1 อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sale Growth)	ร้อยละ	9.63	6.54	- 67.30	192.82	33.28	2008
4. ขนาดกิจการ (Firm Size)	ล้านบาท	12,186.38	3,435.80	260.69	193,571.30	26,926.94	2008
5. ภาระผูกพันทางการเงิน (Financial Leverage)	เท่า	1.05	0.70	-	7.94	1.20	2008

การวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 1 ยังใช้สถิติเชิงอนุมานวิเคราะห์ T-test เพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของกำกับดูแลกิจการ, กลุ่มโอกาสในการลงทุน และการเจริญเติบโตของบริษัท ในช่วงเวลา**ก่อน**และ**หลัง**การปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้สอดคล้องกับ OECD พบว่าทุกตัวชี้วัดมีค่าเฉลี่ยที่ไม่เท่ากันในช่วงเวลาก่อน

และหลังการปรับปรุง CG ยกเว้นตัวชี้วัด สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of Management Share Ownerships - MSO) และขนาดของคณะกรรมการ (Board Size - BS) ส่วนการวิเคราะห์ F-test (ANOVA) เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่าทุกตัวชี้วัดมีค่าเฉลี่ยที่แตกต่างกัน ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 สถิติเชิงอนุมาน วิเคราะห์ T-test และ F-test (ANOVA)

ตัวแปร	ช่วงเวลาก่อนและหลัง		เปรียบเทียบแต่ละกลุ่ม	
	T-test	t Critical	F-test	P-value
1. การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance - CG)				
1.1 สัดส่วนของกรรมการอิสระ (Proportion of Independent Directors - IND)	(6.8872) *	1.9628	24.2862	0.0000
1.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (Proportion of Management Share Ownerships - MSO)	0.0253	1.9627	40.4310	0.0000
1.3 ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size - BS)	0.9162	1.9629	23.7876	0.0000
2. กลุ่มโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set - IOS)				
2.1 อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to Book Value of Assets Ratios - MBVA)	2.7161 *	1.9630	20.1513	0.0000
3. การเจริญเติบโตของบริษัท (Firm Growth - FG)				
3.1 อัตราการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)	2.8896 *	1.9625	7.1687	0.0000

T-test = วิเคราะห์ความแตกต่างของการกำกับดูแลกิจการ กลุ่มโอกาสในการลงทุน และการเจริญเติบโตของบริษัท ระหว่างปี 2004-2005 (P1) และปี 2006-2011 (P2)

Null Hypothesis = P1_xxx (ตัวชี้วัด) = P2_xxx (ตัวชี้วัด)

Alternative = P1_xxx (ตัวชี้วัด) ไม่เท่ากับ P2_xxx (ตัวชี้วัด)

จากตัวอย่าง IND = -6.808 อยู่ในพื้นที่ ยอมรับ (accept) หมายความว่า ค่าเฉลี่ยของ IND ก่อน/หลัง มี CG ที่เข้มแข็งไม่แตกต่างกัน (= นั่นเอง)

F-test

Null Hypothesis คือ ค่าเฉลี่ยของ xxx (ตัวชี้วัด) ของแต่ละอุตสาหกรรม ไม่แตกต่างกัน

Alternative คือ ค่าเฉลี่ยของ xxx (ตัวชี้วัด) ของแต่ละอุตสาหกรรม แตกต่างกัน

*ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

ผู้บริหาร, Christensen, Kent and Stewart (2010) และ

การวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 2 ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) พบว่าการกำกับดูแลไม่มีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโตของบริษัท ดังตารางที่ 3 ใน Model# 1 นอกจากนี้ยังได้ตรวจสอบปัญหา multicollinearity ด้วยการวิเคราะห์แบบ Pearson Correlation แล้วพบว่าไม่มีตัวแปร x มีความสัมพันธ์กันเองอย่างมีนัยสำคัญ และการวิจัยวัตถุประสงค์ข้อที่ 3 ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) โดยเป็นข้อมูลแบบภาคตัดขวางผสมเวลา (Panel Data) ในการทดสอบสมมติฐาน และยอมรับค่านัยสำคัญที่ 0.05 จากผลการวิจัยในตารางที่ 3 Model# 3 พบว่า

- สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) มีผลกระทบทางตรงในเชิงลบต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Bhagat and Bolton (2008) พบว่ากรรมการอิสระส่งผลในเชิงลบต่อ ROA และได้ให้แสดงข้อคิดเห็นว่าบริษัทควรให้ความสำคัญกับการปรับปรุงผลการปฏิบัติงานของกรรมการอิสระในการควบคุมผู้บริหารที่มีผลการปฏิบัติงานที่ไม่ดี ปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานของ

ตารางที่ 3 สถิติเชิงปริมาณ วิเคราะห์ Multiple

Regression แบบ Panel Data Analysis

Koerniadi and Tourani-Rad (2012) ต่างก็พบว่ากรรมวิธีส่งผลในเชิงลบต่อ ROA สอดคล้องกับทฤษฎีผู้รับใช้ (stewardship theory)

- ขนาดของคณะกรรมการ (BS) มีผลกระทบทางตรงในเชิงลบต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Christensen, Kent and Stewart (2010) พบว่า BS ส่งผลในเชิงลบต่อ ROA สอดคล้องกับคำแนะนำการกำกับดูแลกิจการว่าควรจำกัดขนาดของคณะกรรมการเพื่อส่งเสริมประสิทธิภาพในการตัดสินใจ (ASX, 2003, cited in Christensen, Kent and Stewart, 2010) Koerniadi and Tourani-Rad (2012) พบว่า BS มีผลในเชิงลบต่อ ROA อย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต (Eisenberg et al., 1998 & Hossain, Prevost & Rao 2001 & Yermack, 1996, cited in Koerniadi and Tourani-Rad, 2012) ที่แสดงให้เห็นว่า BS ที่ใหญ่จะมีประสิทธิภาพในการควบคุมการทำงานของกรรมการบริษัทที่ลดลง Rashid et al. (2010) และ Drakos and Bekiris (2010) ต่างก็พบว่า BS มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อ ROA เช่นกัน

- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) มีผลกระทบในเชิงลบต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ซึ่งขัดแย้งกับ Model# 2 ที่พบว่า MBVA ส่งผลในเชิงบวกต่อ ROA จึงทดสอบความมีเสถียรด้วย อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น (MBVE) พบว่า MBVE ส่งผลในเชิงลบต่อ ROA

- นอกจากนี้ สัดส่วนของกรรมวิธีอิสระ (IND) และขนาดของคณะกรรมการ (BS) ต่างก็ส่งผลในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ทางอ้อมโดยผ่าน อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ (MBVA) ขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MSO) ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อ ROA ทั้งทางตรงและทางอ้อม

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (β)		
	Model# 1	Model# 2	Model# 3
Log_Size	1.6093	2.4487 *	2.2703
Leverage	-1.4230 *	-1.2874 *	-1.3490 *
IND	-0.0386		-0.1089 *
MSO	-0.0048		-0.0328
Log_BS	-0.4534		-11.8026 *
MBVA		2.8578 *	-8.0639 *
IND*MBVA			0.0673 *
MSO*MBVA			0.0236
Log_BS*MBVA			8.6142 *
Adjusted R-squared	0.6051	0.6309	0.6310

*ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

สรุปผลการวิจัย

จากผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระและขนาดของคณะกรรมการต่างก็ส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อการเจริญเติบโตของบริษัท นอกจากนี้ยังพบว่า สัดส่วนกรรมวิธีอิสระ และขนาดของคณะกรรมการ ต่างก็ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท ผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุน จึงกล่าวได้ว่า เมื่อนำกลุ่มโอกาสในการลงทุนมาศึกษาพร้อมกับการกำกับดูแลกิจการและการเจริญเติบโตของบริษัทสามารถเปลี่ยนทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเจริญเติบโตของบริษัทจากผลกระทบในเชิงลบให้กลายเป็นผลกระทบในเชิงบวกได้ ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการถือเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดีโดยผ่านการตัดสินใจของบรรษัทภิบาล ทำให้เกิดการคัดเลือกกลุ่มโอกาสในการลงทุนที่ดี ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท

ข้อเสนอแนะ

ผลการศึกษาวิจัยนี้ สามารถนำไปใช้ประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และหน่วยงานกำกับดูแลกิจการ โดยช่วยให้ทราบถึงปัจจัยที่จะส่งผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัท จากผลการศึกษาพบว่า

สัดส่วนกรรมการอิสระ และขนาดของคณะกรรมการ
ต่างที่ส่งผลทางตรงในเชิงลบต่อการเจริญเติบโตของ
บริษัทสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต และสัดส่วน
กรรมการอิสระ และขนาดของคณะกรรมการต่างที่
ส่งผลทางอ้อมในเชิงบวกต่อการเจริญเติบโตของบริษัท
ผ่านกลุ่มโอกาสในการลงทุน จึงกล่าวได้ว่าการกำกับ
ดูแลกิจการถือเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดกลุ่มโอกาสในการ
ลงทุนที่ดีโดยผ่านการตัดสินใจของบรรษัทภิบาล ดังนั้น
บริษัทจดทะเบียนและหน่วยงานกำกับดูแลกิจการควร
ให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการ และกลุ่มโอกาส
ในการลงทุนควบคู่กันไป

ในการศึกษาครั้งต่อไป อาจศึกษาเพิ่มเติมในส่วน
ของผลกระทบของกลุ่มโอกาสในการลงทุนต่อการ
เจริญของบริษัท เพราะผลการวิจัยในครั้งนี้พบว่า
ทิศทางความสัมพันธ์ที่ไม่สอดคล้องกันในบางส่วน
ระหว่าง Model#2 และ Model#3 ในตารางที่ 3 ดังนั้น
อาจศึกษากลุ่มโอกาสในการลงทุนด้วยตัวชี้วัด คือ
อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์
(MBVA), อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีส่วน
ของผู้ถือหุ้น (MBVE) และอัตราส่วนที่ดิน อาคาร และ
อุปกรณ์ ต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (PPEV) เพิ่มเติมใน
รูปแบบ factor score ว่าจะมีความสัมพันธ์กับการ
เจริญเติบโตของบริษัทไปในทิศทางใด

เอกสารอ้างอิง

กรัณท์รัตน์ บุญญวัฒน์ และศักดา มานวพัฒน์. 2554.

โครงสร้างการถือหุ้นและคุณภาพของรายงาน
ทางการเงิน. ค้นเมื่อ 17 ธันวาคม 2555, จาก
[http://www.bu.ac.th/knowledgecenter/
executive_journal/april_june_11/pdf/aw20.
pdf](http://www.bu.ac.th/knowledgecenter/executive_journal/april_june_11/pdf/aw20.pdf).

คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทย. 2552. แผนพัฒนา

ตลาดทุนไทย. ค้นเมื่อ 16 ตุลาคม 2555, จาก
[http://www.fetco.or.th/index.php/2011-12-23-
08-48-14/file/2-4-52.html](http://www.fetco.or.th/index.php/2011-12-23-08-48-14/file/2-4-52.html).

เบอร์แมน, เค., ไคน์ เจ และเคส เจ. 2549. ตลาดรู้

ทางการเงิน. (คมสัน ขจรชีพพันธุ์งาม & วีรวิธ

มาณะศิริรานนท์, ผู้แปล). กรุงเทพมหานคร:

บริษัท เอ็กซ์เปอร์เน็ท จำกัด.

ภาพร เอกอรรถพร. 2553. กลยุทธ์ด้านเดบิต. ค้นเมื่อ

2 กันยายน 2555, จาก [http://www.jap.tbs.tu.ac.
th/files/Article/Jap15/Column/JAP15PapornC.
pdf](http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap15/Column/JAP15PapornC.pdf).

ศิลปพร ศรีจันทเพร. 2549. กฎหมายกับจริยธรรม

ธุรกิจ. วารสารบริหารธุรกิจ. ปีที่ 29 (110): 1-4.

ศิลปพร ศรีจันทเพร. 2551. มาตรฐานการบัญชีกับการ

กำกับดูแลกิจการ. วารสารบริหารธุรกิจ. ปีที่ 31
(119): 1-4.

ศิลปพร ศรีจันทเพร. 2552. เปิดมุมมองบรรษัทภิบาล

ไทย. วารสารบริหารธุรกิจ. ปีที่ 32(124): 1-4.

สำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ. 2555. นโยบาย

และยุทธศาสตร์การวิจัยของชาติ ฉบับที่ 8 (พ.ศ.

2555-2559). ค้นเมื่อ 7 ธันวาคม 2555, จาก

[http://www.research.kmutnb.ac.th/attach/pdf/
append2.pdf](http://www.research.kmutnb.ac.th/attach/pdf/append2.pdf).

- ASX Corporate Governance Council. 2003. Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations, ASX. Sydney: Australian Stock Exchange Ltd
- Bhagat, S. and B. Bolton. 2008. Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*. 14: 257-273.
- Christensen, J., P. Kent, and J. Stewart. 2010. Corporate Governance and Company Performance in Australia. *Australian Accounting Review*. 55(20): 372-386.
- Drakos, A. A. and F. V. Bekiris. 2010. Endogeneity and the Relationship Between Board Structure and Firm Performance: A Simultaneous Equation Analysis for the Athens Stock Exchange. *Managerial & Decision Economics*. 31: 387-401.
- Eisenberg, T, Sundgren, S & Wells, M T. 1998. Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*. 48(1): 35-54.
- Hodgson, A., S. Lhaopadchan, and S. Buakes. 2011. How Informative is the Thai Corporate Governance Index? A Financial Approach. *Journal of Accounting and Information Management*. 19(1): 53-79.
- Hossain, M, Prevost, AK & Rao, RP. 2001. Corporate governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance. *Pacific-Basin Finance Journal*. 9: 119-145.
- Koerniadi, H. and A. Tourani-Rad. 2012. Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*. 6(2): 3-18.
- Rashid, A. et al. 2010. Board Composition and Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*. 4(1): 76-95.
- Solomon, J. 2007. Corporate Governance and Accountability. 2nd ed. London: John Wiley & Sons Ltd.
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*. 40: 185-212.