บทที่ 2

การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเรื่อง ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

1. แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ
2. การกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย
3. แนวคิดการวัดมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
4. ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
5. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

1. ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

คำว่า การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) มีนักวิชาการและหลายหน่วยงานได้ให้ความหมายไว้ ที่สำคัญดังนี้

องค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (The Organisation for Economic Co-operation and Development: OECD) ซึ่งเป็นองค์การระหว่างประเทศและถือเป็นต้นแบบของแนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นที่ยอมรับกันอย่างกว้างขวางทั่วโลก ได้อธิบายว่า การกำกับดูแลกิจการเป็นการจัดโครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างฝ่ายจัดการ คณะกรรมการบริษัท ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่น ที่จะทำให้มีการติดตามผลการดำเนินงานขององค์กรเพื่อบรรลุตามวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ (G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2015)

สำหรับในประเทศไทย คำว่า “การกำกับดูแลกิจการ”หรือ “บรรษัทภิบาล”นำมาใช้กันอย่างแพร่หลายในภาคธุรกิจ โดยมีความหมายใกล้เคียงกับ คำว่า ธรรมาภิบาล (Good Governance) ที่

ภาครัฐนำมาใช้กับการบริหารราชการ ซึ่งกรมพัฒนาธุรกิจการค้า (2557) ได้อธิบายคำว่า หลักธรรมาภิบาลไว้ว่า หมายถึง การบริหารการปกครองที่ดี เหมาะสมและเป็นธรรม รวมทั้ง การบริหารทรัพยากรและสังคมในทุกๆ ด้านและทุกๆ ระดับ รวมถึงการจัดระบบองค์กรของรัฐและองค์กรที่ไม่ใช่รัฐบาล องค์กรของเอกชน ชมรมและสมาคม เพื่อกิจกรรมต่างๆ นิติบุคคล เอกชน และภาคประชาสังคม

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) ได้ให้ความหมายของคำว่าการกำกับดูแลกิจการ ไว้ในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 ดังนี้

การกำกับดูแลกิจการหรือบรรษัทภิบาล หมายถึง ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (The Securities and Exchange Commission: SEC หรือ สำนักงาน ก.ล.ต.) ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการไว้ในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 หรือ CG Code 2017 โดยอ้างอิงตาม G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2015 ดังนี้

“**การกำกับดูแลกิจการ** หมายถึง ความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแล รวมทั้งกลไกมาตรการที่ใช้กำกับการตัดสินใจของคนในองค์กรให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ ซึ่งรวมถึง (1) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลัก (2) การกำหนดกลยุทธ์ นโยบายและพิจารณาอนุมัติแผนงานและงบประมาณ และ (3) การติดตาม ประเมิน และดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน”

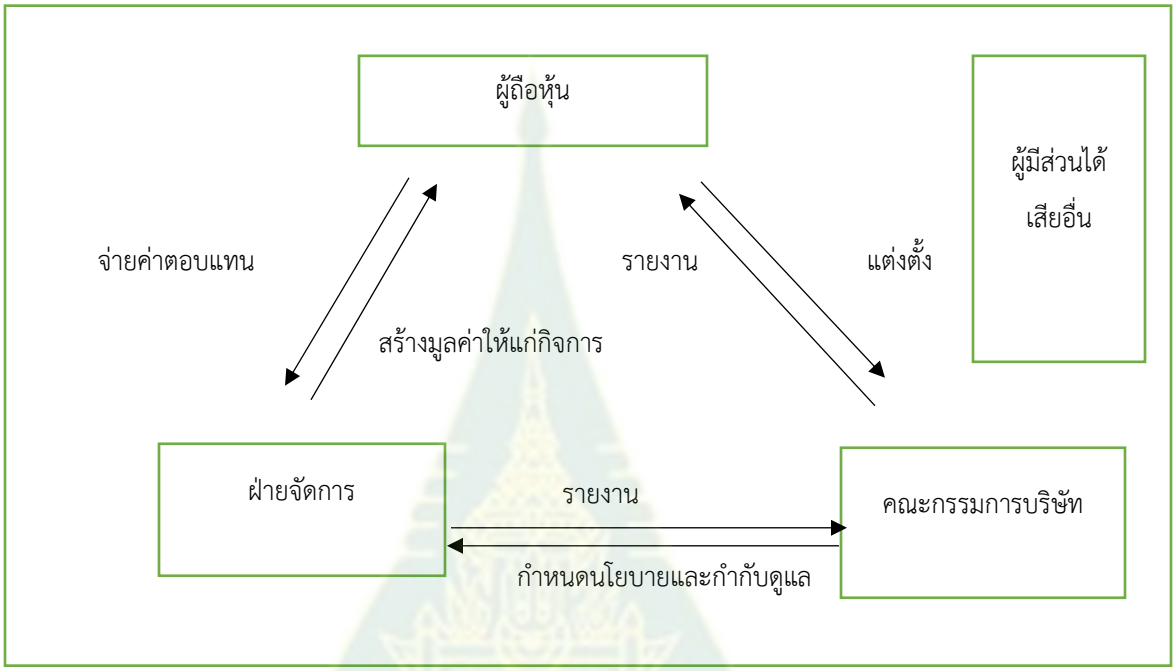
ทั้งนี้ วัตถุประสงค์และเป้าหมายหลัก มีความครอบคลุมถึง เป้าหมายและแนวคิดหลักขององค์กร (Central Idea) และเป้าหมายในระยะสั้น ซึ่งแนวคิดหลักขององค์กรสามารถสะท้อนในรูปแบบของวิสัยทัศน์ หลักการ และรูปแบบธุรกิจที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการ

จะเห็นว่า ทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงาน ก.ล.ต. เน้นในเรื่องการบริหารจัดการที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders) ทุกฝ่าย ไม่เพียงแต่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการเท่านั้น แต่ได้ขยายขอบเขตครอบคลุมไปถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องกับกิจการ เช่น เจ้าหนี้ ลูกค้า พนักงาน คู่แข่ง รัฐบาล หน่วยงานกำกับดูแล สังคมและสาธารณชน เป็นต้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียที่จะได้กล่าวในหัวข้อต่อไป

2. โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการของแต่ละบริษัทอาจมีส่วนรายละเอียดที่แตกต่างกันไปตามบริบทของแต่ละองค์กร เช่น บริษัทมหาชนจำกัดย่อมมีการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างจากบริษัทจำกัด เพราะมีกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับบริษัทแตกต่างกัน กิจการที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันมักจะมี

รายละเอียดของการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างกันตามลักษณะของความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจ อย่างไรก็ตาม สามารถสรุปโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการได้ดังภาพที่ 2.1



ภาพที่ 2.1 โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ

จากภาพที่ 2.1 จะเห็นว่าโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วยผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท และฝ่ายจัดการ โดยผู้ถือหุ้นจะแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทเพื่อทำหน้าที่กำหนดนโยบายและกำกับดูแลฝ่ายจัดการให้บริหารจัดการงานให้เป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นในระยะยาวโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น ฝ่ายจัดการจะต้องรับผิดชอบต่อหน้าที่และรายงานผลการปฏิบัติงานไปยังคณะกรรมการบริษัท และคณะกรรมการบริษัทจะรายงานไปยังผู้ถือหุ้นอีกทอดหนึ่ง

3. ความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการนับได้ว่าเป็นปัจจัยหนึ่งที่จะสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ การกำกับดูแลกิจการ มีความสำคัญดังนี้

3.1 การสร้างความเชื่อมั่นต่อผู้ลงทุน การกำกับดูแลกิจการช่วยให้คณะกรรมการบริษัทซึ่งเป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นและเป็นผู้นำหรือผู้รับผิดชอบสูงสุดขององค์กรได้มีการกำหนดนโยบาย มอบหมาย ติดตามและดูแลการดำเนินงานของฝ่ายบริหารหรือผู้ที่ได้รับมอบอำนาจหน้าที่ให้ทำหน้าที่ในการบริหารจัดการ

ธุรกิจด้วยความโปร่งใส ประกอบธุรกิจอย่างมีจริยธรรม เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน มีการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินไม่ว่าจะเป็นงบการเงินหรือรายงานทางการเงินอื่นๆ อย่างถูกต้อง ครบถ้วน เชื่อถือได้และเป็นปัจจุบัน

3.2 การสร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน การกำกับดูแลกิจการจะช่วยให้มีการจัดกระบวนการจัดการเพื่อใช้ทรัพยากรขององค์กรให้มีประสิทธิภาพ ประหยัด คุ้มค่า และบรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้ ช่วยให้กิจการสามารถแข่งขันได้ และมีผลประกอบการที่ดี โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ในระยะยาว สามารถปรับตัวให้เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไปได้

3.3 การสร้างประโยชน์แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย การกำกับดูแลกิจการช่วยให้มีการสอดส่องดูแลผลการปฏิบัติงานและผลประโยชน์ของกิจการ ซึ่งยังประโยชน์แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย เช่น ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของกิจการจะได้รับเงินปันผลในอัตราที่น่าพอใจ ผู้ลงทุนจะได้รับเงินปันผลหรือดอกเบี้ยรับหรือกำไรจากการขายเงินลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ลูกค้าได้รับสินค้าที่มีคุณภาพในราคาที่สมเหตุผล พนักงานและลูกจ้างได้รับเงินเดือนและค่าจ้างรวมถึงผลประโยชน์อื่น ชุมชนท้องถิ่นได้รับการพัฒนาความเจริญก้าวหน้า ตลอดจนสาธารณชนก็จะอยู่ร่วมกันได้อย่างมีความสุข จากการพัฒนาและบริหารงานที่ลดผลกระทบด้านลบต่อสิ่งแวดล้อมภายใต้ความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility: CSR) และการกำกับดูแลกิจการที่ดี

4. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ

ทฤษฎีที่นำมาใช้ในการอ้างอิงทางวิชาการเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ ทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

4.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เป็นทฤษฎีหนึ่งที่ถูกนำมาใช้อย่างกว้างขวางในด้านการจัดการ (Management) โดย Jensen, M. C. and Meckling, W.H. (1976) ได้พัฒนาทฤษฎีนี้ขึ้น ซึ่งอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มบุคคล 2 ฝ่าย ได้แก่ ฝ่ายผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น ซึ่งเรียกว่าตัวการ (Principal) และฝ่ายผู้บริหารซึ่งเรียกว่า ตัวแทน (Agent) โดยมองว่าผู้ถือหุ้นมีเป็นจำนวนมากจึงไม่สามารถให้ทุกคนเข้ามาบริหารงานได้ ทำให้ต้องว่าจ้างตัวแทนให้ดำเนินงานบริหารจัดการธุรกิจแทน ในทางเศรษฐศาสตร์ ถือว่าตัวแทนถูกจ้างมาเพื่อสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น แต่หากมีช่องทางหรือโอกาสเปิดให้ ฝ่ายตัวแทนอาจแสดงพฤติกรรมที่แสวงหาผลประโยชน์ของตนเอง ซึ่งขัดแย้งกับผลประโยชน์ของฝ่ายตัวการ ดังนั้น ฝ่ายผู้ถือหุ้นหรือตัวการจะต้องสร้างกลไกติดตามและควบคุมการทำงานของฝ่ายตัวแทน เพื่อให้สูญเสียอรรถประโยชน์น้อยที่สุด

ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) การที่ความเป็นเจ้าของ (Ownership) กับการบริหารงานแยกจากกันดังกล่าวข้างต้น จะทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้นได้ เมื่อผลประโยชน์ของตัวการและตัวแทนไม่สอดคล้องกัน (Conflict of Interest) และตัวการขาดข้อมูลและสารสนเทศที่จะประเมินพฤติกรรมของฝ่ายตัวแทน ปัญหาตัวแทนพิจารณาได้เป็น 2 รูปแบบคือ Moral Hazard และ Adverse Selection โดย Moral Hazard เป็นสถานการณ์ที่ตัวการไม่มั่นใจว่าตัวแทนจะได้ใช้ความพยายามในการทำงานภายใต้ขอบเขตอำนาจหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย ส่วน Adverse Selection เป็นสถานการณ์ที่ตัวการไม่มั่นใจว่าตัวแทนจะมีทักษะในการบริหารงานและมีความสามารถเพียงพอหรือสอดคล้องกับผลตอบแทนที่จ่ายให้

แนวทางแก้ปัญหาตัวแทน Eisenhardt (1989) ได้เสนอแนวทางแก้ไข 2 แนวทาง คือ 1. การสร้างกลไกการกำกับดูแลกิจการเพื่อติดตามและประเมินพฤติกรรมของฝ่ายตัวแทน เช่น การจัดให้มีการรายงานผลการดำเนินงาน การมีคณะกรรมการบริษัท เป็นต้น และ 2 กลไกการกำกับดูแลด้วยการทำสัญญาว่าจ้างที่ผูกกับผลลัพธ์จริง (Actual Outcome) เช่น การจ่ายค่าตอบแทนตามผลงาน ที่จะสร้างแรงจูงใจให้ตัวแทนรักษาผลประโยชน์ของฝ่ายผู้ถือหุ้น ฝ่ายผู้บริหารจะพยายามสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ตัวการก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่า หนทางนั้นจะเอื้อประโยชน์ให้กับตัวเองหรือเกิดดุลยภาพในผลตอบแทนที่ทั้งสองฝ่ายจะได้รับตามสัญญา ซึ่งก็จะทำให้เกิด**ต้นทุนตัวแทน (Agency Costs)**

คณะกรรมการของบริษัทมีบทบาทที่สำคัญที่ช่วยเป็นแรงผลักดันให้เกิดการปฏิบัติงานให้เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีหน้าที่ควบคุมและดูแลการดำเนินงานของผู้บริหารให้บรรลุตามเป้าหมายของบริษัทและรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัทจะกำหนดนโยบายและกลยุทธ์เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของกิจการ และในขณะเดียวกันผู้บริหารซึ่งเป็นผู้จัดการ ผู้ควบคุมงานและพนักงานจะนำกลยุทธ์ดังกล่าวไปสู่การปฏิบัติตามที่คณะกรรมการบริษัทกำหนด

4.2 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) คำว่า Stakeholder มาจากคำว่า Stake ซึ่งแปลว่า ผลประโยชน์หรือส่วนได้ส่วนเสีย รวมกับคำว่า Holder ซึ่งแปลว่า ผู้ถือหรือผู้ได้ประโยชน์ Stakeholder จึงหมายถึงผู้ถือหรือผู้ได้ประโยชน์หรือมีส่วนได้ส่วนเสียร่วมกัน ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมีพื้นฐานมาจากกรอบแนวคิดของ Barnard (1938) ในหนังสือเรื่อง The Functions of the Executive ที่นำเสนอมุมมองด้านบวกของผู้บริหารในเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งต่อมา Freeman (1984) ได้เสนอแนวความคิดที่สนับสนุนทฤษฎีของ Barnard โดยให้ความสำคัญเรื่องความรับผิดชอบตามหน้าที่ของกิจการ (Corporate Accountability) ซึ่งต้องขยายไปยังกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียอื่น นอกเหนือจาก

กลุ่มผู้ถือหุ้นซึ่งมีหลากหลาย เช่น พนักงาน ลูกค้า คู่ค้า คู่แข่ง ชุมชนในท้องถิ่น อันเป็นกลุ่มและบุคคลผู้ซึ่งอาจมีผลต่อหรือได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานขององค์กร สอดคล้องกับ Post et al. (2004) ที่ให้นิยามผู้มีส่วนได้เสียคือบุคคลหรือกลุ่มซึ่งมีผลกระทบหรือได้รับผลกระทบจากนโยบายและการดำเนินงานของบริษัท ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียจึงเป็นรากฐานสำคัญต่อการพัฒนาแนวคิดความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการ ที่จะยังประโยชน์ให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ไม่ใช่เพียงมุ่งการทำกำไรสูงสุด แต่จะสร้างความยั่งยืนให้แก่กิจการในระยะยาว

การกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

การกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยในหัวข้อนี้จะกล่าวถึงพัฒนาการ หลักการแนวปฏิบัติที่ดี และการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ดังต่อไปนี้

1. พัฒนาการของการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เริ่มต้นกำหนดให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการกำกับดูแลกิจการ และต่อมาได้มีความร่วมมือกับหน่วยงานต่าง ๆ เพื่อพัฒนาการกำกับดูแลกิจการ ให้เป็นไปตามหลักการและมาตรฐานสากล สรุปได้ตามลำดับดังนี้

พ.ศ. 2536 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีกรรมการอิสระจำนวน 2 คน

พ.ศ. 2538 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เริ่มศึกษาและแนะนำเกี่ยวกับบทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบให้กับบริษัทจดทะเบียน

พ.ศ. 2541 เป็นช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียตะวันออก หรือ วิกฤต “ต้มยำกุ้ง”ที่กล่าวกันว่าเริ่มต้นจากประเทศไทยแล้วลามไปทั่วโลกอย่างเร็ว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ออกข้อบังคับให้บริษัทจดทะเบียนต้องจัดตั้ง**คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee)** ภายในปี พ.ศ. 2542 และได้จัดทำข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียน (Code of Best Practice for Directors of Listed Companies) เพื่อเป็นแนวทางสำหรับการปฏิบัติงานของกรรมการบริษัท

พ.ศ. 2544 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แต่งตั้งคณะอนุกรรมการเพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance Committee) ประกอบด้วยผู้แทนจากองค์กรวิชาชีพต่าง ๆ เพื่อจัดทำ“**แนวทางการเผยแพร่รายงานการกำกับดูแลกิจการ**” เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนนำไปใช้เป็นแนวทางในการเปิดเผยการปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการของตนได้อย่างถูกต้องและเหมาะสม

ซึ่งถือเป็นก้าวแรกในการสร้างความตระหนักแก่บริษัทจดทะเบียนในการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการ อันจะนำไปสู่การพัฒนาตลาดทุนที่มีความโปร่งใสและน่าเชื่อถือต่อไป

พ.ศ. 2545 รัฐบาลได้กำหนดให้เป็นปีเริ่มต้นรณรงค์เรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยจัดตั้ง **คณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติ (NCGC)** ขึ้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติในขั้นเริ่มแรกและกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทต้องเปิดเผยการปฏิบัติตาม ตั้งแต่รอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2545 เป็นต้นไป เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีไปปฏิบัติได้อย่างเป็นรูปธรรม และในเดือนกรกฎาคม 2545 ได้จัดตั้ง**ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน**ขึ้น เพื่อทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการให้คำปรึกษา และแลกเปลี่ยนข้อคิดเห็นเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการให้แก่กรรมการและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนทั้งในปัจจุบันและบริษัทที่อยู่ระหว่างเตรียมการเพื่อเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

พ.ศ. 2546 เป็นปีแรกที่ประเทศไทยเข้าร่วมโครงการประเมินผลการปฏิบัติตามมาตรฐานสากลด้านบรรษัทภิบาล (Report on the Observance of Standards and Codes: CG Assessment) หรือ **โครงการ CG-ROSC** เป็นโครงการที่ธนาคารโลก (World Bank) จัดขึ้นเพื่อประเมินบรรษัทภิบาลของตลาดทุนของประเทศที่เข้าร่วมโครงการโดยความสมัครใจ เกณฑ์ที่ใช้ประเมินยึดตามหลักการขององค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (OECD Principle) ประกอบด้วย 6 หมวดคือ1) การบังคับใช้กฎหมายและกรอบการดำเนินการด้านบรรษัทภิบาล 2) สิทธิของผู้ถือหุ้น 3) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน 4) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท 5) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ 6) บทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท

พ.ศ. 2549 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการจากเดิมที่มี 15 ข้อ มาเป็นหลักการ 5 หมวด โดยเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการ ฉบับปี คศ. 2004 ของ OECD และเป็นไปตามข้อเสนอแนะของธนาคารโลกจากการที่ประเทศไทยเข้าร่วมโครงการ CG-ROSC ซึ่งหลักการ 5 หมวดนั้น ประกอบด้วย หมวดที่ 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น 2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ 5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท

พ.ศ. 2555 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยแก้ไขเพิ่มเติมในส่วนของแนวปฏิบัติที่ดีของทั้ง 5 หมวด และเรียกว่า หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2555 หรือ CG Code 2012 โดยกำหนดให้บริษัท

จดทะเบียนถือปฏิบัติในปี 2557 เป็นต้นไป ทั้งนี้เพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์คะแนนการกำกับดูแลกิจการของอาเซียน (ASEAN CG Scorecard) ซึ่งเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนสำหรับประเทศในกลุ่มอาเซียน นับได้ว่าเป็นการเตรียมความพร้อมให้แก่บริษัทจดทะเบียนไทยเข้าสู่การแข่งขันในระดับภูมิภาคอาเซียน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

พ.ศ. 2560 สำนักงาน ก.ล.ต. ได้ออก "หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560" (Corporate Governance Code for Listed Companies 2017: CG Code 2017) ประกอบด้วยหลักปฏิบัติสำหรับคณะกรรมการบริษัท จำนวน 8 ข้อหลัก เพื่อให้คณะกรรมการบริษัทซึ่งเป็นผู้นำหรือผู้รับผิดชอบสูงสุดขององค์กร ใช้ดุลพินิจในการนำไปปรับใช้ (Apply) ตามบริบทธุรกิจของบริษัท เพื่อให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีสร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน เป็นที่น่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้นและสังคมโดยรวม นอกจากนี้ อาจนำไปใช้เพื่ออธิบาย (Explain) เกี่ยวกับความเหมาะสมในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทได้ หากมีข้อสงสัยเกี่ยวกับการทำหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งต่างจาก CG Code 2012 ที่ใช้หลักปฏิบัติตามหรืออธิบาย (Comply or Explain) กล่าวคือ คณะกรรมการบริษัทต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดที่ระบุไว้

2. หลักการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 หรือ CG Code 2017 ประกอบด้วยหลักปฏิบัติสำหรับคณะกรรมการบริษัท จำนวน 8 ข้อหลักโดยเนื้อหาส่วนใหญ่นำมาจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 เพียงแต่ปรับลำดับวิธีการนำเสนอให้เป็นไปตามบริบทการทำหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทในแต่ละกระบวนการประกอบธุรกิจ และได้เพิ่มประเด็นเกี่ยวกับบทบาทและหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทให้ชัดเจนมากขึ้น ซึ่งหลักปฏิบัติทั้ง 8 ข้อหลักมีดังนี้ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

หลักปฏิบัติ 1 ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กร ที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน มีหลักปฏิบัติย่อย 4 ข้อ คือ

1) ควรเข้าใจบทบาทและตระหนักถึงความรับผิดชอบในฐานะผู้นำที่ต้องกำกับดูแลให้องค์กรมีการบริหารจัดการที่ดีซึ่งครอบคลุมถึงการกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมาย การกำหนดกลยุทธ์ นโยบายการดำเนินงาน ตลอดจนการจัดสรรทรัพยากรสำคัญเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมาย และการติดตาม ประเมินผล และดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน

2) ควรกำกับดูแลกิจการให้นำไปสู่การสร้างคุณค่าแก่กิจการอย่างยั่งยืน โดยอย่างน้อยให้สามารถแข่งขันได้ มีผลประกอบการที่ดีโดยคำนึงถึงผลกระทบในระยะยาว ประกอบธุรกิจอย่างมี

จริยธรรม เคารพสิทธิและมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย เป็นประโยชน์ต่อสังคม และพัฒนาหรือลดผลกระทบด้านลบต่อสิ่งแวดล้อม ตลอดจนสามารถปรับตัวได้ภายใต้ปัจจัยการเปลี่ยนแปลง

3) ดูแลให้กรรมการทุกคนและผู้บริหารปฏิบัติหน้าที่ด้วยความรับผิดชอบ ระมัดระวังและซื่อสัตย์สุจริตต่อองค์กร และดูแลให้การดำเนินงานเป็นไปตามกฎหมาย ข้อบังคับ และมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น

4) ควรเข้าใจขอบเขตหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการและกำหนดขอบเขต การมอบหมายหน้าที่และความรับผิดชอบให้กรรมการผู้จัดการใหญ่และฝ่ายจัดการอย่างชัดเจน ตลอดจนติดตามดูแลให้กรรมการผู้จัดการใหญ่และฝ่ายจัดการปฏิบัติหน้าที่ตามที่ได้รับมอบหมาย

หลักปฏิบัติ 2 กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน มีหลักปฏิบัติย่อย 2 ข้อ คือ

1) ควรกำหนดหรือดูแลให้วัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการเป็นไปเพื่อความยั่งยืน โดยเป็นวัตถุประสงค์และเป้าหมายที่สอดคล้องกับการสร้างคุณค่าให้ทั้งกิจการ ลูกค้า ผู้มีส่วนได้เสีย และสังคมโดยรวม

2) ควรกำกับดูแลให้มั่นใจว่า วัตถุประสงค์และเป้าหมาย ตลอดจนกลยุทธ์ในระยะเวลาปานกลางและ/หรือประจำปีของกิจการสอดคล้องกับการบรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการ โดยมีการนำนวัตกรรมและเทคโนโลยีมาใช้อย่างเหมาะสมและปลอดภัย

หลักปฏิบัติ 3 เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล มีหลักปฏิบัติย่อย 9 ข้อ คือ

1) ควรรับผิดชอบในการกำหนดและทบทวนโครงสร้างคณะกรรมการ ทั้งในเรื่องขนาดองค์ประกอบ สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ ที่เหมาะสมและจำเป็นต่อการนำพาองค์กรสู่วัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักที่กำหนดไว้ (ทั้งนี้ ตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัดกำหนดว่า คณะกรรมการบริษัทต้องมีอย่างต่ำ 5 คน)

2) ควรเลือกบุคคลที่เหมาะสมเป็นประธานกรรมการ และดูแลให้มั่นใจว่า องค์ประกอบ และการดำเนินงานของคณะกรรมการเอื้อต่อการใช้ดุลพินิจในการตัดสินใจอย่างมีอิสระ

3) ควรกำกับดูแลให้การสรรหาและคัดเลือกกรรมการมีกระบวนการที่โปร่งใสและชัดเจน เพื่อให้ได้คณะกรรมการที่มีคุณสมบัติสอดคล้องกับองค์ประกอบที่กำหนดไว้

4) ควรนำเสนอค่าตอบแทนคณะกรรมการให้ผู้ถือหุ้นอนุมัติ โดยคำนึงถึงโครงสร้าง และอัตราค่าตอบแทนที่เหมาะสมกับความรับผิดชอบและจูงใจให้คณะกรรมการนำพาองค์กรให้ดำเนินงานตามเป้าหมายทั้งระยะสั้นและระยะยาว

5) ควรกำกับดูแลให้กรรมการทุกคนมีความรับผิดชอบในการปฏิบัติหน้าที่และจัดสรรเวลาอย่างเพียงพอ

6) ควรกำกับดูแลให้มีกรอบและกลไกการกำกับดูแลนโยบายและการดำเนินงานของบริษัทย่อยและกิจการอื่นที่บริษัทไปลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ ในระดับที่เหมาะสมกับกิจการแต่ละแห่ง รวมทั้งบริษัทย่อยและกิจการอื่นที่บริษัทไปลงทุนมีความเข้าใจถูกต้องตรงกัน

7) ควรจัดให้มีการประเมินผลการปฏิบัติหน้าที่ประจำปีของคณะกรรมการ คณะกรรมการชุดย่อย และกรรมการรายบุคคล โดยผลประเมินควรถูกนำไปใช้สำหรับการพัฒนาการปฏิบัติหน้าที่ต่อไปด้วย

8) ควรกำกับดูแลให้คณะกรรมการและกรรมการแต่ละคนมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับ บทบาทหน้าที่ ลักษณะการประกอบธุรกิจและกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจ ตลอดจนสนับสนุนให้กรรมการทุกคนได้รับการเสริมสร้างทักษะและความรู้สำหรับการปฏิบัติหน้าที่กรรมการอย่างสม่ำเสมอ

9) ควรดูแลให้มั่นใจว่าการดำเนินงานของคณะกรรมการเป็นไปด้วยความเรียบร้อย สามารถเข้าถึงข้อมูลที่จำเป็น และมีเลขานุการบริษัทที่มีความรู้และประสบการณ์ที่จำเป็นและเหมาะสมต่อการสนับสนุนการดำเนินงานของคณะกรรมการ

หลักปฏิบัติ 4 สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร มีหลักปฏิบัติย่อย 4 ข้อ คือ

1) ควรดำเนินการให้มั่นใจว่ามีการสรรหาและพัฒนากรรมการผู้จัดการใหญ่และผู้บริหารระดับสูงให้มีความรู้ ทักษะ ประสบการณ์และคุณลักษณะที่จำเป็นต่อการขับเคลื่อนองค์กรไปสู่เป้าหมาย

2) ควรกำกับดูแลให้มีการกำหนดโครงสร้างค่าตอบแทนและการประเมินผลที่เหมาะสม

3) ควรเข้าใจโครงสร้างและความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นที่อาจมีผลกระทบต่อการบริหารและการดำเนินงานของกิจการ

4) ควรติดตามดูแลการบริหารและพัฒนาบุคลากรให้มีจำนวนความรู้ ทักษะ ประสบการณ์ และแรงจูงใจที่เหมาะสม

หลักปฏิบัติ 5 ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ มีหลักปฏิบัติย่อย 4 ข้อ คือ

1) ควรให้ความสำคัญและสนับสนุนการสร้างนวัตกรรมที่ก่อให้เกิดมูลค่าแก่ธุรกิจควบคู่ไปกับการสร้างคุณประโยชน์ต่อลูกค้าหรือผู้ที่เกี่ยวข้องและมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม

2) ควรติดตามดูแลให้ฝ่ายจัดการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมและสะท้อนอยู่ในแผนดำเนินการ เพื่อให้มั่นใจได้ว่าทุกฝ่ายขององค์กรได้ดำเนินการสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ เป้าหมายหลัก และแผนกลยุทธ์ของกิจการ

3) ควรดูแลให้ฝ่ายจัดการจัดสรรและจัดการทรัพยากรให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิผล โดยคำนึงถึงผลกระทบและการพัฒนาทรัพยากรตลอดห่วงโซ่คุณค่า (Value Chain) เพื่อให้สามารถบรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักได้อย่างยั่งยืน

4) ควรจัดให้มีกรอบการกำกับดูแลและการบริหารจัดการเทคโนโลยีสารสนเทศระดับองค์กรที่สอดคล้องกับความต้องการของกิจการรวมทั้งดูแลให้มีการนำเทคโนโลยีสารสนเทศมาใช้ในการเพิ่มโอกาสทางธุรกิจและพัฒนาการดำเนินงาน การบริหารความเสี่ยง เพื่อให้กิจการสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ และเป้าหมายหลักของกิจการ

หลักปฏิบัติ 6 ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม มีหลักปฏิบัติย่อย 5 ข้อ คือ

1) ควรกำกับดูแลให้มั่นใจว่าบริษัทมีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่จะทำให้บรรลุวัตถุประสงค์อย่างมีประสิทธิผล และมีการปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายและมาตรฐานที่เกี่ยวข้อง

2) ต้องจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบที่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพและอิสระ

3) ควรติดตามดูแลและจัดการความขัดแย้งของผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นได้ระหว่างบริษัท กับฝ่ายจัดการ คณะกรรมการ หรือผู้ถือหุ้น รวมไปถึงการป้องกันการใช้ประโยชน์อันมิควรในทรัพย์สิน ข้อมูล และโอกาสของบริษัท และการทำธุรกรรมกับผู้ที่มีความสัมพันธ์เกี่ยวโยงกับบริษัทในลักษณะที่ไม่สมควร

4) ควรกำกับดูแลให้มีการจัดทำนโยบายและแนวปฏิบัติด้านการต่อต้านคอร์รัปชันที่ชัดเจน และสื่อสารในทุกระดับขององค์กรและต่อคนนอกเพื่อให้เกิดการนำไปปฏิบัติได้จริง

5) ควรดูแลให้กิจการมีกลไกในการรับเรื่องร้องเรียนและการดำเนินการกรณีมีการชี้เบาะแส หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

หลักปฏิบัติ 7 รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูลมีหลักปฏิบัติย่อย 6 ข้อ คือ

1) มีความรับผิดชอบในการดูแลให้ระบบการจัดทำรายงานการเงินและการเปิดเผยข้อมูลสำคัญต่างๆ ถูกต้อง เพียงพอ ทันเวลา เป็นไปตามกฎเกณฑ์มาตรฐาน และแนวปฏิบัติที่เกี่ยวข้อง

2) ควรติดตามดูแลความเพียงพอของสภาพคล่องทางการเงินและความสามารถในการชำระหนี้

3) ในภาวะที่กิจการประสบปัญหาทางการเงินหรือมีแนวโน้มจะประสบปัญหา คณะกรรมการควรมั่นใจได้ว่า กิจการมีแผนในการแก้ไขปัญหา หรือมีกลไกอื่นที่จะสามารถแก้ไขปัญหาทางการเงินได้ ทั้งนี้ภายใต้การคำนึงถึงสิทธิของผู้มีส่วนได้เสีย

4) ควรพิจารณาจัดทำรายงานความยั่งยืนตามความเหมาะสม

5) ควรกำกับดูแลให้ฝ่ายจัดการจัดให้มีหน่วยงานหรือผู้รับผิดชอบงานนักลงทุนสัมพันธ์ที่ทำหน้าที่ในการสื่อสารกับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่นให้เป็นไปอย่าง เหมาะสม เท่าเทียมกัน และทันเวลา

6) คณะกรรมการควรส่งเสริมให้มีการนำเทคโนโลยีสารสนเทศมาใช้ในการเผยแพร่ข้อมูล

หลักปฏิบัติ 8 สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น มีหลักปฏิบัติย่อย 3 ข้อ คือ

1) ควรดูแลให้มั่นใจว่าผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมในการตัดสินใจในเรื่องสำคัญของบริษัท

2) ควรดูแลให้การดำเนินการในวันประชุมผู้ถือหุ้นเป็นไปด้วยความเรียบร้อย โปร่งใส มีประสิทธิภาพ และเอื้อให้ผู้ถือหุ้นสามารถใช้สิทธิของตน

3) ควรดูแลให้การเปิดเผยมติที่ประชุมและการจัดทำรายงานการประชุมผู้ถือหุ้นเป็นไปอย่างถูกต้องและครบถ้วน

3. แนวปฏิบัติที่ดีสำหรับการกำกับดูแลกิจการ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2555) ได้ให้แนวปฏิบัติที่ดีสำหรับการกำกับดูแลกิจการ โดยระบุว่าคณะกรรมการบริษัทมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท มีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ ดังนั้นจึงได้ให้แนวปฏิบัติเกี่ยวกับโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท การประชุมคณะกรรมการบริษัท และค่าตอบแทนกรรมการ ดังนี้

3.1 โครงสร้างคณะกรรมการบริษัท

3.1.1 คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งในด้านทักษะ ประสบการณ์ ความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์กับบริษัท และต้องมีกรรมการที่ไม่ได้เป็นกรรมการบริหารอย่างน้อย 1 คนที่มีประสบการณ์ในธุรกิจหรืออุตสาหกรรมหลักที่บริษัทดำเนินกิจการอยู่ และควรจัดให้มีการเปิดเผยนโยบายการกำหนดองค์ประกอบของคณะกรรมการ รวมถึงจำนวนปีการดำรงตำแหน่งของกรรมการแต่ละคนในรายงานประจำปี และบนเว็บไซต์ (website) ของบริษัท

3.1.2 คณะกรรมการควรมีขนาดที่เหมาะสม และประกอบด้วยบุคคลที่มีความรู้ ประสบการณ์ และความสามารถที่เพียงพอ ที่จะปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยต้องมีจำนวน ไม่น้อยกว่า 5 คน และไม่ควรเกิน 12 คน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับขนาด ประเภท และความซับซ้อนของธุรกิจ

3.1.3 คณะกรรมการควรมีกรรมการอิสระที่สามารถให้ความเห็นเกี่ยวกับการทำงานของฝ่ายจัดการได้อย่างอิสระในจำนวนที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนด และกรรมการที่ไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ ควรเป็นไปตามสัดส่วนอย่างยุติธรรมของเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นแต่ละกลุ่ม

3.1.4 คณะกรรมการควรกำหนดวาระการดำรงตำแหน่งของกรรมการไว้อย่างชัดเจน โดยระบุไว้ในนโยบายการกำกับดูแลกิจการ

3.1.5 คณะกรรมการควรพิจารณาคุณสมบัติของบุคคลที่จะเป็น “กรรมการอิสระ” เพื่อให้กรรมการอิสระของบริษัทมีความเป็นอิสระอย่างแท้จริง เหมาะสมกับลักษณะเฉพาะของบริษัท โดยความ

เป็นอิสระอย่างน้อยต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด

3.1.6 ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีหน้าที่ความรับผิดชอบต่างกัน คณะกรรมการควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจน และเพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ และคณะกรรมการควรเลือกให้กรรมการอิสระดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ

3.2 การประชุมคณะกรรมการบริษัท

3.2.1 บริษัทควรจัดให้มีกำหนดการประชุมและวาระการประชุมคณะกรรมการเป็นการล่วงหน้า และแจ้งให้กรรมการแต่ละคนทราบกำหนดการดังกล่าว เพื่อให้กรรมการสามารถจัดเวลา และเข้าร่วมประชุมได้

3.2.2 จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการควรพิจารณาให้เหมาะสมกับภาระหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท แต่ไม่ควรน้อยกว่า 6 ครั้งต่อปี ในกรณีที่บริษัทไม่ได้มีการประชุมทุกเดือน บริษัทควรส่งรายงานผลการดำเนินงานให้คณะกรรมการทราบในเดือนที่ไม่ได้มีการประชุม เพื่อให้คณะกรรมการสามารถกำกับควบคุมและดูแลการปฏิบัติงานของฝ่ายจัดการได้อย่างต่อเนื่องและทันการณ์

3.2.3 ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการควรร่วมกันพิจารณาการเลือกเรื่องเข้าวาระการประชุมคณะกรรมการ โดยดูให้แน่ใจว่าเรื่องที่สำคัญได้นำเข้ารวมไว้แล้วโดยเปิดโอกาสให้กรรมการแต่ละคนมีอิสระที่จะเสนอเรื่องที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัทเข้าสู่วาระการประชุม

3.2.4 เอกสารประกอบการประชุมควรส่งให้แก่กรรมการเป็นการล่วงหน้าอย่างน้อย 5 วันทำการก่อนวันประชุม

3.2.5 กรรมการทุกคนควรเข้าร่วมประชุมไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนการประชุมคณะกรรมการบริษัททั้งหมดที่ได้จัดให้มีขึ้นในรอบปี

3.2.6 ประธานคณะกรรมการควรจัดสรรเวลาไว้อย่างเพียงพอที่ฝ่ายจัดการจะเสนอเรื่องและมากพอที่กรรมการจะอภิปรายปัญหาสำคัญกันอย่างรอบคอบโดยทั่วกัน ประธานกรรมการควรส่งเสริมให้มีการใช้ดุลยพินิจที่รอบคอบ กรรมการทุกคนควรให้ความสนใจกับประเด็นทุกเรื่องที่นำสู่ที่ประชุม รวมทั้งประเด็นการกำกับดูแลกิจการ

3.3 ค่าตอบแทนกรรมการ

3.3.1 ค่าตอบแทนของกรรมการควรจัดให้อยู่ในลักษณะที่เปรียบเทียบได้กับระดับที่ปฏิบัติอยู่ในอุตสาหกรรม ประสบการณ์ ภาระหน้าที่ ขอบเขตของบทบาทและความรับผิดชอบ (Accountability

and Responsibility) รวมถึงประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากกรรมการแต่ละคน กรรมการที่ได้รับมอบหมายหน้าที่และความรับผิดชอบเพิ่มขึ้น เช่น เป็นสมาชิกของคณะกรรมการชุดย่อยควรได้รับค่าตอบแทนเพิ่มที่เหมาะสมด้วย เป็นต้น

3.3.2 ค่าตอบแทนของกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงควรเป็นไปตามหลักการและนโยบายที่คณะกรรมการกำหนดภายในกรอบที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น และเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท โดยระดับค่าตอบแทนที่เป็นเงินเดือน โบนัส และผลตอบแทน จูงใจควรสอดคล้องกับผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน และต้องคำนึงถึงผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นได้รับ

3.3.3 กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารทั้งหมดหรือคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนควรเป็นผู้ประเมินผลกรรมการผู้จัดการเป็นประจำทุกปีเพื่อนำไปใช้ในการพิจารณากำหนดค่าตอบแทนของกรรมการผู้จัดการ โดยใช้บรรทัดฐานที่ได้ตกลงกันล่วงหน้ากับกรรมการผู้จัดการ ตามเกณฑ์ที่เป็นรูปธรรม ซึ่งรวมถึงผลปฏิบัติงานทางการเงิน ผลงานเกี่ยวกับการปฏิบัติตามวัตถุประสงค์เชิงกลยุทธ์ในระยะยาว การพัฒนาผู้บริหาร ฯลฯ ผลประเมินข้างต้นควรเสนอให้คณะกรรมการพิจารณาให้ความเห็นชอบ และประธานกรรมการหรือกรรมการอาวุโสควรเป็นผู้สื่อสารผลการพิจารณาให้กรรมการผู้จัดการทราบ

4. การสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors Association: IOD) ได้จัดทำโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเริ่มขึ้นเป็นครั้งแรกในปี พ.ศ. 2544 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ผลการสำรวจเป็นพื้นฐานในการติดตามและวัดผลการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ซึ่งในปีแรกสถาบันกรรมการบริษัทไทยได้รับความร่วมมือจากบริษัทที่ปรึกษา McKinsey & Company ในการพัฒนาหลักเกณฑ์ในการสำรวจและประเมินผล และต่อมาได้มีการทบทวนและปรับปรุงหลักเกณฑ์ให้เหมาะสมอยู่เป็นระยะ เช่น ในปี พ.ศ. 2556 ได้เพิ่มเกณฑ์ให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การประเมินของโครงการ ASEAN CG Scorecard และใช้ในการประเมิน ปี พ.ศ. 2557 เป็นต้น โครงการนี้ได้รับการสนับสนุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงาน ก.ล.ต. ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 เป็นต้นมา

4.1 บริษัทที่ได้รับการสำรวจ ในช่วงสองปีแรกของโครงการคือปีพ.ศ. 2544 และพ.ศ. 2545 ได้มุ่งเน้นการสำรวจเฉพาะบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 100 และ 200 อันดับแรก โดยวัดจากมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด (Market Capitalization) และตั้งแต่ปีพ.ศ. 2546 เป็นต้นมา IOD ได้สำรวจบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีจำนวนบริษัทที่ทำการสำรวจเพิ่มขึ้นโดยลำดับ จากปีพ.ศ. 2544 มีจำนวน 135 เพิ่มเป็น 657 บริษัท ในปีพ.ศ. 2561

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะได้รับการประเมินตามหลักเกณฑ์การสำรวจของโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยโดยไม่ต้องสมัครเข้าร่วม ยกเว้น บริษัทที่เข้าเงื่อนไขต่อไปนี้จะไม่ได้รับการประเมิน ได้แก่ 1) บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ 2) บริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน 3) บริษัทที่ไม่จัดการประชุมผู้ถือหุ้นในปีที่ทำการสำรวจ 4) บริษัทหรือกรรมการบริษัทที่สำนักงาน ก.ล.ต. เปรียบเทียบปรับหรือกล่าวโทษในเรื่องที่ระบุไว้ จะไม่ได้รับการประเมินในโครงการ เป็นเวลา 2 ปี และ 5) บริษัทหรือกรรมการใดหรือผู้บริหารใดที่ถูกหน่วยงานกำกับดูแลหรือหน่วยงานภาครัฐที่เกี่ยวข้องกับกิจการนั้นๆ ชี้มูลความผิดในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตหรือประพฤติมิชอบจะไม่ได้รับการประเมินในโครงการ เป็นเวลา 2 ปี

4.2 หลักเกณฑ์และวิธีการที่ใช้ในการสำรวจ ได้รับการพัฒนามาจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ OECD หลักการกำกับดูแลกิจการสำหรับบริษัทจดทะเบียนหรือ CG CODE ของสำนักงาน ก.ล.ต. แนวปฏิบัติที่ดีสำหรับการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งเกณฑ์การประเมินของ ASEAN CG Scorecard เพื่อให้มีมาตรฐานเป็นที่ยอมรับและสามารถใช้ชี้วัดการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้อย่างมีประสิทธิภาพ

4.3 กรอบการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน แบ่งออกเป็น 5 หมวด ได้แก่ 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น 2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน 3) การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ 5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โดยแต่ละหมวดมีเกณฑ์ชี้วัดและประเมินการปฏิบัติตามหลักการของหมวดนั้นๆ ซึ่งเน้นเครื่องมือชี้วัดที่เป็นรูปธรรมและสามารถวัดได้ในเชิงปริมาณ พยายามหลีกเลี่ยงตัวชี้วัดที่เป็นนามธรรมหรือต้องใช้ความรู้สึกในการตัดสินซึ่งอาจจะเกิดการลำเอียงได้ ทั้งนี้ IDO ได้จัดทำหลักเกณฑ์การสำรวจที่ระบุรายละเอียดประเด็นที่ประเมินพร้อมกับแนวพิจารณาไว้อย่างครบถ้วน โดยมีจำนวนหลักเกณฑ์และการให้น้ำหนักในแต่ละหมวดเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละปี

4.4 ข้อมูลที่ใช้ประเมิน การสำรวจและให้คะแนนตามโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย จะพิจารณาจากข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยต่อสาธารณะ เช่น รายงานประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีที่นำส่งสำนักงาน ก.ล.ต. หนังสือนัดประชุมและรายงานการประชุมผู้ถือหุ้น ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่เผยแพร่ผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงาน ก.ล.ต. ข้อมูลอื่นๆ ที่เปิดเผยต่อสาธารณะ เช่น เว็บไซต์ของบริษัท เป็นต้น โดยจะพิจารณาเฉพาะข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคมของปีก่อนปีที่ทำการสำรวจ จนถึงวันที่ประกาศผลของปีที่ทำการสำรวจเท่านั้น เพื่อสะท้อนให้เห็นพัฒนาการของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอย่างชัดเจนมากที่สุด ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนจึงควรเปิดเผยข้อมูลการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการสู่สาธาณชนในเอกสาร

เผยแพร่ของบริษัทหรือเว็บไซต์ รวมทั้งช่องทางต่างๆ ให้มากที่สุด และควรจัดทำเอกสารทั้งภาษาไทยและภาษาอังกฤษ

4.5 การแสดงผลประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน แบ่งออกเป็น 6 กลุ่ม ตามช่วงคะแนนที่ได้รับ โดยใช้จำนวน “ตราสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบรรษัทภิบาลห่งชาติ” แสดงผลคะแนนในแต่ละระดับ ดังภาพที่ 2.2

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 - 100		ดีเลิศ (Excellent)
80 - 89		ดีมาก (Very Good)
70 - 79		ดี (Good)
60 - 69		ดีพอใช้ (Satisfactory)
50 - 59		ผ่าน (Pass)
ต่ำกว่า 50	-	N/A

ที่มา: https://www.setsustainability.com/page/cgr-corporate-governance-report

ภาพที่ 2.2 จำนวนตราสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติที่แสดงช่วงคะแนนในแต่ละกลุ่มและความหมาย

ทั้งนี้ การประกาศผลจะเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้รับคะแนนในระดับ “ดี” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่ม คือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” มีคะแนนและจำนวนตราสัญลักษณ์ดังนี้

คะแนน 70-79 ให้ตราสัญลักษณ์ 3 ดวง หมายถึง อยู่ในระดับดี

คะแนน 80-89 ให้ตราสัญลักษณ์ 4 ดวง หมายถึง อยู่ในระดับดีมาก

คะแนน 90 ขึ้นไป ให้ตราสัญลักษณ์ 5 ดวง หมายถึง อยู่ในระดับดีเลิศ

การประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่ม จัดเรียงตามลำดับอักษรชื่อย่อบริษัทในภาษาอังกฤษ นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนจะได้รับผลประเมินเบื้องต้นของตนเองพร้อมข้อเสนอแนะในการปรับปรุงการดำเนินงานทุกปี

ผลการสำรวจจะถูกนำเสนอในภาพรวมเพื่อให้บริษัทจดทะเบียนได้ใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของบริษัท และเป็นแนวทางสำหรับองค์กรที่เกี่ยวข้องในการกำหนดนโยบายและมาตราการในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน รวมทั้งนักลงทุนใช้ประกอบการวิเคราะห์หลักทรัพย์เพื่อการตัดสินใจลงทุน ผลการประเมินดังกล่าวจัดพิมพ์เผยแพร่ในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR) ซึ่งได้รับการยอมรับจากคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติว่าจะเป็นเครื่องมือที่ช่วยกระตุ้นให้เกิดการพัฒนาในบริษัทไทย คณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติจึงได้มีมติสนับสนุนให้ IOD ดำเนินการอย่างต่อเนื่องต่อไป (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2561)

แนวคิดการวัดมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือผู้ลงทุนย่อมหวังผลตอบแทนจากเงินที่ลงทุนไป ซึ่งในกรณีของบริษัทจดทะเบียน ผู้เป็นเจ้าของคือผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัทย่อมต้องการผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลและกำไรจากการขายหลักทรัพย์ ส่วนผู้บริหารมีหน้าที่รับผิดชอบในการตัดสินใจลงทุนดำเนินงานเพื่อความยั่งยืนแก่กิจการ และสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น จึงต้องมีการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ(Firm's Performance) สำหรับการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้เลือกวิธีการวัดมูลค่ากิจการตามแนวคิด Tobin หรือ Tobin's Q และใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการบัญชี (Accounting Based Performance Indicators) ได้แก่อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

1. มูลค่ากิจการตามแนวคิด Tobin

การวัดมูลค่ากิจการด้วย Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T.Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัยเยล (Yale University) ผู้ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ ในปี ค.ศ. 1981 ได้เสนอแนวคิดการวัดมูลค่ากิจการโดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินกับมูลค่าทางการตลาด ซึ่งคำนวณได้จากการนำมูลค่าตลาดของกิจการ (Market Value of Firm) มาหารด้วยต้นทุนจากการเปลี่ยนแทนสินทรัพย์ (Replacement Cost of Assets) ของกิจการ โดยมูลค่าตลาดของกิจการคำนวณจากมูลค่าตลาดของหุ้นที่ถืออยู่ในมือของผู้ถือหุ้นบวกด้วยมูลค่าตลาดของหนี้สิน ซึ่งการคำนวณตามแนวทางนี้เชื่อว่าเป็นตัวชี้วัดที่ดีที่จะสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ แต่เนื่องจากกิจการไม่ได้เปิดเผยมูลค่าตลาดของหนี้สินและต้นทุนจากการเปลี่ยนแทนสินทรัพย์ที่แสดงในงบการเงิน จึงทำให้นักวิจัยหรือผู้สนใจไม่สามารถคำนวณค่า Tobin's Q ตามวิธีการคำนวณดังกล่าวได้

ในงานวิจัยส่วนใหญ่จึงต้องประยุกต์วิธีการคำนวณค่า Tobin’s Q ตามแนวทางของ Chung และ Pruitt (1994) ซึ่งมีการปรับให้ง่ายและเป็นที่ยอมรับว่ามีความถูกต้อง โดยคำนวณจากตัวตั้งคือมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญบวกด้วยมูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิและบวกด้วยมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียนและบวกด้วยมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว ส่วนตัวหารคือมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ทั้งหมดซึ่งใช้แทนต้นทุนจากการเปลี่ยนแทนสินทรัพย์ของกิจการ ดังนั้นจึงสามารถเขียนเป็นสูตรเพื่อให้ง่ายต่อความเข้าใจ ได้ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{MVE} + \text{Debt}}{\text{Total Assets}}$$

โดยที่

MVE = มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ + มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ

มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ = ราคาตลาดของหุ้นสามัญ × จำนวนหุ้นสามัญที่ถืออยู่ในมือผู้ถือหุ้น

มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ = ราคาไถ่ถอนหุ้นบุริมสิทธิ × จำนวนหุ้นบุริมสิทธิ

Debt = มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินทั้งหมดสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียน

Total Assets = มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ทั้งหมด

ถ้าค่าTobin’s Q มากกว่า 1 แสดงว่า กิจการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้มูลค่าตลาดของกิจการมีมูลค่ามากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ทั้งหมดที่ใช้ในการดำเนินงาน และส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ที่ควรมีมูลค่ามากด้วย ในทางตรงกันข้าม ถ้าค่าTobin’s Q น้อยกว่า 1 แสดงว่า กิจการไม่สามารถใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์อย่างเต็มที่ ส่งผลให้มูลค่าตลาดของกิจการน้อยกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ทั้งหมดที่ใช้ในการดำเนินงาน

จะเห็นได้ว่า ค่า Tobin’s Q สะท้อนให้เห็นถึงคุณภาพของการตัดสินใจจ่ายลงทุนที่ผ่านมาของผู้บริหารว่าสามารถตัดสินใจลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทน (หรือกำไร) จากการลงทุนคุ้มค่าหรือไม่ รวมทั้งข้อมูลที่เกี่ยวกับโอกาสในการเจริญเติบโตในอนาคต (มนวิกา ผดุงสิทธิ์, 2548)

นอกจากนี้ Landsman and Shapiro (1995) แสดงให้เห็นว่า Tobin's Q มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Return on Investment: ROI) โดย Tobin's Q เป็นอัตราส่วนที่ผสมผสานระหว่างตัวเลขทางบัญชีและมูลค่าตลาดของบริษัท ซึ่งได้รวมข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตและข้อมูลที่รวมการคาดการณ์ ณ เวลาปัจจุบันของนักลงทุนในตลาด ดังนั้น ค่า Tobin's Q น่าจะสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของกิจการซึ่งเกิดจากการบริหารจัดการของฝ่ายบริหารผ่านกลไกการกำกับดูแลกิจการที่กิจการจัดให้มีขึ้นได้

2. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดผลตอบแทนจากการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากการนำเงินมาลงทุนในกิจการ หากอัตราส่วนนี้สูงจะสะท้อนถึงประสิทธิภาพและประสิทธิผลของการดำเนินงานที่มาจากความสามารถของผู้บริหารในการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นในการบริหารงาน

การคำนวณอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น คำนวณจากกำไรสุทธิหลังหักเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิออกแล้ว หารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น และสามารถวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นโดยแยกองค์ประกอบด้วยอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กัน เรียกว่า **การวิเคราะห์แบบดูปองท์ (DuPont Analysis)** โดยเป็นการขยายการวิเคราะห์เจาะลึกไปที่อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งพัฒนาขึ้นโดยบริษัทดูปองท์ จำกัด (Du Pont Corporation) สหรัฐอเมริกา ประมาณ ค.ศ. 1920 และได้รับการยอมรับกันอย่างกว้างขวางตั้งแต่นั้นเป็นต้นมาจนถึงปัจจุบัน

แนวคิดการวิเคราะห์แบบดูปองท์มีวัตถุประสงค์เพื่อการประเมินผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและประสิทธิผล (Effectiveness) ของธุรกิจ ด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) ซึ่งเป็นการมองอย่างละเอียดลงไปว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์นั้นสามารถเชื่อมโยงกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้โดยนำอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มาหารด้วยสัดส่วนของเงินทุนที่ได้มาจากเจ้าของกิจการ หรือคูณด้วยอัตราส่วนสินทรัพย์รวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ดังภาพที่ 2.3

$$ROE = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

$$ROE = \text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์} \times \frac{\text{สินทรัพย์รวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

ภาพที่ 2.3 การเชื่อมโยง ROE กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

โดยที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สามารถแยกองค์ประกอบได้เป็น 2 ส่วน คือ อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) กับอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover) ซึ่งอัตรากำไรสุทธิมาจากกำไรสุทธิหารด้วยยอดขายและอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมาจากยอดขายหารด้วยสินทรัพย์รวม ทำให้สามารถวัดประสิทธิผลของธุรกิจได้ดียิ่งขึ้น และทราบสาเหตุที่ทำให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลง ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการปรับปรุงอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการให้สูงขึ้น การวิเคราะห์แบบดูปองท์ดังกล่าวสามารถแสดงได้ดังภาพที่ 2.4

ROE = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ $\times \frac{\text{สินทรัพย์รวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$

$= \text{อัตรากำไรสุทธิ} \times \text{อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม} \times \frac{\text{สินทรัพย์รวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$

$= \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ยอดขาย}} \times \frac{\text{ยอดขาย}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \times \frac{\text{สินทรัพย์รวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$

ผลลัพธ์สุดท้าย $\text{ROE} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$

ภาพที่ 2.4 สรุปแนวทางการวิเคราะห์ ROE ตามแบบดูปองท์

จากภาพที่ 2.4 การที่จะทำให้ ROE มีค่าสูงขึ้น ได้นั้น กิจการจะต้องปรับปรุงเพื่อทำให้อัตรากำไรสุทธิ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนสินทรัพย์รวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างใดอย่างหนึ่งหรือทุกอัตราส่วนมีค่าสูงขึ้น ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร ซึ่งมีแนวทางดังนี้

1. ทำให้อัตรากำไรสุทธิสูงขึ้น โดยการเพิ่มยอดขาย ลดต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน

2. ทำให้อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมสูงขึ้น โดยใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพก่อให้เกิดยอดขายที่สูงขึ้น หรือลดสินทรัพย์โดยไม่กระทบต่อยอดขาย เช่น ขายอุปกรณ์หรือเครื่องจักรที่ไม่ใช้งานแล้ว ลดสินค้าคงเหลือในมือ และเก็บเงินจากลูกหนี้การค้าให้เร็วขึ้น เป็นต้น

3. ทำให้อัตราส่วนสินทรัพย์รวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้น โดยใช้เงินทุนจากเจ้าหนี้ในสัดส่วนที่มากกว่าเงินทุนจากเจ้าของกิจการ แต่ต้องระมัดระวังมิให้เกิดความเสี่ยงทางการเงินที่สูงเกินไป

ในการวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานโดยเลือกใช้ตัวแปรที่แตกต่างกัน ได้แก่ อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สำหรับงานวิจัยฉบับนี้เลือกใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากเห็นว่าเป็นอัตราส่วนที่สะท้อนภาพโดยรวมของผลการดำเนินงานของกิจการ

ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI ย่อมาจาก Market for Alternative Investment) จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อเป็นตลาดทางเลือกในการระดมทุนระยะยาวของธุรกิจ ซึ่งได้เปิดดำเนินการอย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 21 มิถุนายน 2542 โดยมีพันธกิจ คือ “เปิดโอกาสให้ผู้ประกอบการและธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน เติบโตอย่างยั่งยืน ด้วยความโปร่งใส มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม เสริมสร้างเครือข่ายเพื่อความพร้อมในการแข่งขัน” โดยในปี 2561 มีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ รวมทั้งสิ้น 159 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562)

ในระยะแรกตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ยังไม่ได้จัดแบ่งบริษัทจดทะเบียนตามกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากยังมีจำนวนบริษัทไม่มากนัก แต่ด้วยการเติบโตของตลาด ทำให้มีบริษัทเข้ามาจดทะเบียนมากขึ้น และธุรกิจของบริษัทเหล่านั้นมีความหลากหลายมากขึ้น เช่น ธุรกิจที่เกี่ยวกับสินค้าเทคโนโลยีต่างๆ ธุรกิจทันตกรรม ธุรกิจสปา ธุรกิจพลังงานทดแทน รวมถึงผู้ให้บริการทางเทคโนโลยีที่เกี่ยวข้องกับการจัดการข้อมูลและการสื่อสาร เป็นต้น ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จึงจัดหมวดหมู่ของบริษัทจดทะเบียนแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ใช้หลักเกณฑ์เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และประกาศใช้อย่างเป็นทางการในเดือนมกราคม 2558 ทั้งนี้เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถนำข้อมูลไปใช้ประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนได้สะดวกขึ้น เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมหรือหมวดธุรกิจเดียวกัน จะมีลักษณะการประกอบธุรกิจที่ใกล้เคียงกัน ทำให้ผู้ลงทุนสามารถเปรียบเทียบข้อมูลในการลงทุนและประเมินมูลค่าของธุรกิจได้สะดวกมากขึ้น

จากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2562) ได้รายงานสถิติภาพรวมรายปี พบว่า ในปี 2558 – 2561 ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีความผันผวน และมีแนวโน้มลดลง โดยปี 2559 ปิดที่ระดับ 616.27 จุด สูงกว่าปี 2558 ซึ่งปิดที่ระดับ 522.62 จุด คิดเป็นเพิ่มขึ้นร้อยละ 17.92 แต่กลับลดลงมาปิดที่ระดับ 540.37 จุด ในปี 2560 คิดเป็นลดลงร้อยละ 12.32 และปิดที่ระดับ 356.44 จุด ในปี 2561 คิดเป็นลดลงร้อยละ 34.04 และเมื่อพิจารณามูลค่าหลักทรัพย์ ซึ่งไม่รวมใบสำคัญแสดงสิทธิฯ หน่วยลงทุน หุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพ และหลักทรัพย์ในหมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ปรากฏว่า มูลค่าตามราคาพาร์ ในปี 2561 เท่ากับ 140,782.55 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2558 ซึ่งมีมูลค่า 83,148.05 ล้านบาท คิดเป็นเพิ่มขึ้นร้อยละ 69.32 แต่มูลค่าตามราคาตลาดกลับลดลงจากปี 2558 ซึ่งมีมูลค่าตามราคาตลาด 323,478.44 ล้านบาท ลดลงเหลือ 240,816.96 ล้านบาท ในปี 2561 คิดเป็นลดลงร้อยละ 25.56 ซึ่งเป็นไปในทางตรงกันข้ามกับมูลค่าหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่พบว่าปี 2561 มูลค่าตามราคาพาร์เพิ่มขึ้นจากปี 2558 คิดเป็นร้อยละ 22% และมูลค่าตามราคาตลาดก็เพิ่มขึ้นไปด้วยจากปี 2558 คิดเป็นเพิ่มขึ้นร้อยละ 30.09

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัยได้ศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศและต่างประเทศ ตามลำดับดังนี้

งานวิจัยในประเทศ

กิตติชัย สถิตย์มั่นวิวัฒน์ (2548) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มิใช่สถาบันการเงิน โดยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ และใช้ข้อมูลภาคตัดขวางในปี พ.ศ. 2546 ของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 285 บริษัท ผลการศึกษาพบว่ามีเพียงกลไกกรรมการที่มีลักษณะเป็นเครือญาติกัน มีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Tobin's Q ส่วนระดับการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ การควบรวมตำแหน่งของผู้บริหาร และสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ในขณะที่ตัวแปรควบคุมได้แก่ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลทางบวกแต่อายุของบริษัทมีอิทธิพลทางลบกับผลการดำเนินงาน เมื่อทดสอบโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระ

ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ส่วนกลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค และกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม สัดส่วนกรรมการที่เป็นเครือญาติกัน มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับกลุ่มทรัพยากรพบว่ามีเพียงกลไกควบคุมที่วัดจากสัดส่วนกรรมการที่เป็นเครือญาติเท่านั้นที่ไม่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน

ภาวนา สุขเกษม (2552) ศึกษาเรื่องคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าของกิจการ ประชากรที่ศึกษาคือบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดี ดีมากและดีเลิศในปี พ.ศ. 2549 และพ.ศ. 2551 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับมูลค่ากิจการซึ่งวัดด้วย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

วรกมล เกษมทรัพย์ (2553) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประชากรที่ศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ในปี พ.ศ. 2551 และ 2552 ในระดับ "ดี" "ดีมาก" และ"ดีเลิศ" ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีมาก และผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณพบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและ Tobin's Q ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทในมุมมองทางบัญชีซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว ไม่พบความสัมพันธ์กับ Tobin's Q

วัลภา ฐิตเมธากุล (2553) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยข้อมูลการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน เก็บรวบรวมข้อมูลปี พ.ศ. 2549 - 2551 จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวนรวมทั้งสิ้น 48 บริษัท ผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระและสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดจาก Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และยังพบว่าความเสี่ยงทางการเงินและขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ณิชนันท์ จันทร์เขตต์ (2554) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 โดยรวบรวมข้อมูลปี พ.ศ. 2551-2553 รวมจำนวน 80 บริษัท ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานมี 3 ตัวแปร คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท การควบรวมตำแหน่งประธานกรรมการกับกรรมการผู้จัดการในคนเดียวกันมีความสัมพันธ์เชิงลบ แต่สัดส่วนจำนวนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรก มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน ในขณะที่ตัวแปรสัดส่วนกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารและสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทซึ่งมีค่าเฉลี่ยประมาณ 35% ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

ณรงค์ศักดิ์ อินต๊ะไชยวงค์.(2556) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยปัจจัยการกำกับดูแลกิจการได้แก่ สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด และจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท เก็บรวบรวมข้อมูลในช่วงไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2547 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2555 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แต่มีความสัมพันธ์ทางบวกกับสัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ยุวดี เครือรัฐติกาล (2557) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น ประชากรที่ศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 60 บริษัท รวบรวมข้อมูลปี พ.ศ. 2552-2554 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณพบว่า ปี พ.ศ. 2552 และ 2553 จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัทและความเสี่ยงทางการเงิน ซึ่งเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แต่ไม่พบตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น ส่วนปี พ.ศ. 2554 พบว่าความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตรา

ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ส่วนค่าตอบแทนกรรมการมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น แต่ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น

กานดา พิศาลปีติ (2558) ศึกษาผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดี ดีมาก และดีเลิศ ในปีพ.ศ. 2549 และพ.ศ. 2551- 2554 ผลการศึกษาพบว่าตัวแปรการกำกับดูแลกิจการได้แก่ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวก แต่สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ และจำนวนครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนการควบรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่านั้น นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวก แต่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

อรพรรณ เลิศรุจิวณิช (2558) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชั่น และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเลือกบริษัทที่มีความโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล อยู่ในกลุ่ม ESG 100 เป็นกลุ่มตัวอย่าง จำนวน 100 บริษัท ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยวัดจากผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย สัดส่วนของกรรมการอิสระ และผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชั่น มีความสัมพันธ์เชิงบวก ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยวัดจากผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น และผลประเมินในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชั่นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรควบคุมได้แก่โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

พรอนงค์ บุษราตระกูล และสุนทรี เหล่าพัดจัน (2560) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการ ระดับของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนของประเทศไทย โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ปีพ.ศ. 2551 – 2558 ผลการศึกษาสรุปได้ว่าการกำหนดค่าตอบแทนกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารถูกกำหนดมาจากการดำเนินงานในอดีตของบริษัทและระดับของการกำกับดูแลกิจการโดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่เป็นบวก อีกทั้งการกำหนดค่าตอบแทนกรรมการยังส่งผลทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท แต่ไม่พบว่าระดับของการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลเพิ่มต่อความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

สุรางค์ เห็นสว่าง (2560). ศึกษาผลกระทบจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลตอบแทนส่วนเกินและผลประกอบการเชิงการเงิน: การศึกษาเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 191 บริษัท ในระหว่างปี พ.ศ. 2556-2558 โดยมีตัวแปรอิสระ คือ 1) ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากการประเมินของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย และ 2) โครงสร้างผู้ถือหุ้นวัดจากการกระจายการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย การถือครองหุ้นของผู้บริหาร คณะกรรมการบริษัท และนักลงทุนสถาบัน ส่วนตัวแปรตามคือผลตอบแทนส่วนเกินซึ่งคำนวณจากอัตราที่นักลงทุนได้รับส่วนที่สูงกว่าอัตราขั้นต่ำที่ต้องการตามทฤษฎีแบบจำลองกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน และผลประกอบการเชิงการเงินวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุพบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่พบผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกิน สำหรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นนั้น ไม่พบผลกระทบอย่างมีนัยสาคัญทางสถิติทั้งกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

งานวิจัยในต่างประเทศ

Kyereboach and Beikpe (2002) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัท องค์ประกอบของคณะกรรมการ และการควบตำแหน่งของผู้บริหาร กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน โดยใช้ Tobin’s Q อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และอัตราการเติบโตของยอดขายในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท กล่าวคือจำนวนกรรมการที่มากขึ้น ส่งผลให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น เนื่องจาก

กรรมการที่มีจำนวนมาก ทำให้ได้ความหลากหลายทางความรู้ ความเชี่ยวชาญ และประสบการณ์ของกรรมการแต่ละคน ในการตัดสินใจให้เป็นผลดีต่อบริษัทมากยิ่งขึ้น

Gompers, Ishii and Metrick (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกา โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,500 บริษัท ในช่วงปี ค.ศ. 1991-1999 และนำกลไกการกำกับดูแลกิจการ จำนวน 24 รายการ มาจัดทำเป็นดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (Governance Index: G Index) เพื่อใช้วัดระดับการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นและการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q และมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดด้วยอัตรากำไรสุทธิ

Bai. Liu,Lu, Song and Zhang (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน เป็นการวิจัยจากข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในอดีต (Empirical Archival Research) พบว่า การที่ซีอีโอควบตำแหน่งประธานกรรมการในคณะกรรมการบริษัท การถือหุ้นส่วนใหญ่ของกิจการโดยผู้บริหารระดับสูง การดำเนินธุรกิจภายใต้บริษัทใหญ่ (Parent Company) ขนาดของกิจการ และความเสี่ยงทางการเงิน ส่งผลทางลบต่อมูลค่ากิจการ แต่สัดส่วนกรรมการอิสระที่สูง การเปิดให้นักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนในกิจการ ส่งผลทางบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q

Brown and Caylor (2004) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน โดยใช้ Gov-Score ซึ่งเป็นชุดข้อมูลที่จัดทำขึ้นโดยสถาบันบริการผู้ถือหุ้น (Institutional Shareholder Service Inc. : ISS) เพื่อจัดอันดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในสหรัฐอเมริกา ประกอบด้วยตัวชี้วัด 8 ด้าน ได้แก่ ด้านการตรวจสอบบัญชี ด้านคณะกรรมการบริษัท ด้านข้อบังคับตามกฎหมาย ด้านวุฒิการศึกษาของกรรมการบริษัท ด้านค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหาร ด้านความเป็นเจ้าของ ด้านวาระการทำงานของกรรมการ และด้านสถานะของการรวมกิจการ โดยศึกษาข้อมูลปี ค.ศ. 2002 ของ 2,327 บริษัท พบว่าบริษัทที่มี Gov-Score ที่ดีกว่าสามารถให้ผลที่ดีกว่าใน 3 ด้าน ได้แก่ 1) ผลการดำเนินงาน (Operating Performance) ซึ่งวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) 2) มูลค่ากิจการ

(Firm Value) ซึ่งวัดด้วย Tobin's Q และ 3) การจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น (Shareholder Payout) ซึ่งวัดด้วยอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) และพบว่าค่าตอบแทนกรรมการมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงาน ส่วนด้านข้อบังคับตามกฎหมายมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงาน ทั้งนี้ Brown and Caylor ได้สรุปว่า Gov-Score สามารถเชื่อมโยงถึงผลการดำเนินงานของกิจการได้ดีกว่า G Index

Klapper and Love (2004) ศึกษากลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทโดยใช้ข้อมูลจำนวน 374 บริษัทจาก 14 ประเทศที่เป็นตลาดเกิดใหม่ ได้แก่ บราซิล ชิลี ฮ่องกง อินเดีย อินโดนีเซีย เกาหลีใต้ มาเลเซีย ปากีสถาน ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ แอฟริกาใต้ ไต้หวัน ตุรกีและไทย และใช้ผลการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการที่จัดทำโดย Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) เป็นตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่สูงขึ้นโดยวัดจาก Tobin's Q และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA)

Afzalur Rashid (2010) ศึกษาเพื่อตรวจสอบอิทธิพลของการควบรวมตำแหน่งของประธานกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการในประเทศบังคลาเทศ และตรวจสอบอิทธิพลของประเภทของอุตสาหกรรมที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยศึกษาจาก 825 บริษัท และวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบ 2 ขั้น (2-Stage Least Square Regression: 2SLS) ผลการศึกษาพบว่าการควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผลการดำเนินงานของกิจการมีความสัมพันธ์ในทางลบแต่ไม่มีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตามเมื่อวิเคราะห์โดยเพิ่มบทบาทของอุตสาหกรรมเป็นตัวแปรกำกับ (Moderating Variable) พบว่าการควบรวมตำแหน่งและผลการดำเนินงานในแต่ละอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกัน การค้นพบครั้งนี้ ชี้ให้เห็นว่าการควบรวมตำแหน่งส่งผลต่อผลการดำเนินงาน การที่กิจการมีผู้นำที่ควบรวมตำแหน่งมีทั้งต้นทุนและผลประโยชน์ ในบางสถานการณ์เกิดประโยชน์ตามทฤษฎีของผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ ในขณะที่บางสถานการณ์ไม่เกิดประโชยน์ตามทฤษฎีตัวแทน

Sami, Wang and Zhou (2011) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศจีน เพื่อค้นหาความจริงเกี่ยวกับผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อ

ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศจีน เก็บข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างในปี ค.ศ. 2001 จำนวน 412 บริษัท ปี ค.ศ. 2002 จำนวน 498 บริษัท และปีค.ศ. 2003 จำนวน 326 บริษัท รวมทั้งสิ้น 1,236 บริษัท โดยมีตัวแปรอิสระคือมาตรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (GOV-SCR) และวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และวัดมูลค่ากิจการโดยใช้ Tobin's Q และมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ อัตราส่วนวัดความเข้มข้นของทุน อัตรากำไรจากการดำเนินงานและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ผลการศึกษาพบว่า มาตรการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และTobin's Q นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของกิจการและอัตรากำไรจากการดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน แต่อัตราส่วนวัดความเข้มข้นของทุน และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน ในขณะที่ขนาดของกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ

Esra Ahmed and AllamHamdan (2015) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์บาห์เรน กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา จำนวน 42 บริษัท ที่อยู่ในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 2007 – 2011 ผลการศึกษาพบว่าการกำกับดูแลกิจการของบริษัทด้านสัดส่วนของจำนวนผู้ถือหุ้น ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร สินทรัพย์ของผู้จัดการในหุ้นของบริษัทมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และพบว่าขนาดของคณะกรรมการและสัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

Fabrizio Fratini and Patrizia Tettamanzi (2015) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศอิตาลี จำนวนกลุ่มตัวอย่าง 182 บริษัท โดยการกำกับดูแลกิจการประกอบด้วยโครงสร้างคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น ลักษณะธุรกิจแบบครอบครัว (ความเป็นเจ้าของกิจการ กลุ่มแบบปิระมิด) ผลการวิเคราะห์การถดถอยพบว่า ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับขนาดของคณะกรรมการบริษัท และการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการตรวจสอบ แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินในระดับต่ำมาก และไม่มีความเด่นชัดในความสัมพันธ์กับความเป็นเจ้าของกิจการ สำหรับผลการทดสอบความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานกับความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการ โดยติดตามศึกษากลุ่มตัวอย่างเดียวกัน จำนวน 134 บริษัท สำหรับปี ค.ศ. 2003 เทียบกับปี ค.ศ. 2007 พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทเท่านั้นที่ยังคงมี

ความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน และพบเพิ่มเติมว่าการมีคณะกรรมการค่าตอบแทนมีผลกระทบทางบวกกับผลการดำเนินงาน จึงสรุปได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ความเป็นเจ้าของ โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานมีความคลุมเครือ แต่หากมีการศึกษาความสัมพันธ์ในช่วงเวลาหนึ่งจะมีความชัดเจนขึ้น

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องดังกล่าวข้างต้น พบว่างานวิจัยส่วนใหญ่เลือกศึกษาตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่เกี่ยวข้องกับความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทและโครงสร้างการถือหุ้นโดยอ้างอิงทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทั้งนี้เนื่องจากคณะกรรมการบริษัทจะช่วยแก้ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) โดยมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการให้นำไปสู่การสร้างคุณค่าแก่กิจการอย่างยั่งยืน ประกอบธุรกิจอย่างมีจริยธรรม เคารพสิทธิและมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม ดูแลให้กรรมการทุกคนและผู้บริหารปฏิบัติหน้าที่ด้วยความรับผิดชอบ ระมัดระวังและซื่อสัตย์สุจริตต่อองค์กร และดูแลให้การดำเนินงานเป็นไปตามกฎหมาย ข้อบังคับ และมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น

ทั้งนี้ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท ส่วนใหญ่พิจารณาจากขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนกรรมการอิสระ จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี ค่าตอบแทนกรรมการ และการควบตำแหน่งของผู้บริหาร ส่วนโครงสร้างการถือหุ้นนั้นถือเป็นกลไกสำคัญอย่างหนึ่งในการกำกับดูแลกิจการ โดยพิจารณาจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย และสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยหลายชิ้นที่นำคะแนนการกำกับดูแลกิจการซึ่งถือเป็นตัวชี้วัดองค์รวมของการกำกับดูแลกิจการมาศึกษาความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้นการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยจึงได้เลือกตัวแปรดังกล่าวมาเป็นตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยกำหนดสมมติฐานการวิจัยดังนี้

1. ขนาดของคณะกรรมการบริษัท

ผู้วิจัยคาดว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทจะมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางบวก เนื่องจากการมีจำนวนกรรมการหลายคนย่อมมีโอกาสที่จะได้กรรมการที่มีประสบการณ์หลากหลายและมีการปรึกษาหารือกันอย่างเพียงพอทำให้การตัดสินใจทางธุรกิจได้ผลดียิ่งขึ้น และจากงานวิจัยของ Kyereboach and Beikpe (2002) พบว่าจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำนินงานของบริษัทที่วัดด้วย Tobin’s Q อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และอัตราการเติบโตของยอดขาย Esra Ahmed and AllamHamdan (2015) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีผลต่อ

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ Fabrizio Fratini and Patrizia Tettamanzi (2015) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน

2. สัดส่วนกรรมการอิสระ

ผู้วิจัยคาดว่าสัดส่วนกรรมการอิสระจะมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางบวก เนื่องจากกรรมการที่เป็นอิสระสามารถให้ความเห็นเกี่ยวกับการทำงานของฝ่ายจัดการได้อย่างเป็นอิสระ ย่อมน่าจะเกิดผลในทางที่ดี และจากงานวิจัยของ Bai, Liu,Lu, Song and Zhang (2003) พบว่า อัตราส่วนกรรมการจากภายนอกต่อจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท เป็นตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่มีค่าสัมประสิทธ์สหสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q รวมถึงณรงค์ศักดิ์ อินต๊ะไชยวงค์ (2556) และอรพรรณ เลิศรุจิวณิช (2559) พบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

3. จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี

ผู้วิจัยคาดว่าจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปีจะมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางบวก เนื่องจากการประชุมคณะกรรมการบริษัทจะช่วยให้สามารถกำกับควบคุมและดูแลการปฏิบัติงานของฝ่ายจัดการได้อย่างต่อเนื่องและทันการณ์ และจากงานวิจัยของ Chou et al. (2013) พบว่าระดับการเข้าร่วมประชุมของคณะกรรมการบริษัทสามารถส่งเสริมต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในไต้หวัน

4. ค่าตอบแทนกรรมการ

ผู้วิจัยคาดว่าค่าตอบแทนกรรมการจะมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางบวก เนื่องจากค่าตอบแทนกรรมการจะช่วยจูงใจให้คณะกรรมการบริษัทนำพาองค์กรให้ดำเนินงานตามเป้าหมายทั้งระยะสั้นและระยะยาว และจากงานวิจัยของ Brown and Caylor (2004) พบว่าค่าตอบแทนกรรมการมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงาน พรอนงค์ บุษราตระกูล และสุนทรี เหล่าพัดจัน (2560) พบว่าการกำหนดค่าตอบแทนคณะกรรมการบริษัทเป็นกลไกหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยมี

ความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งการกำหนดจำนวนเงินค่าตอบแทนควรสอดคล้องกับขอบเขตความรับผิดชอบในการติดตาม กำกับนโยบาย ดูแลการบริหารจัดการและลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของกับผู้บริหาร เพื่อส่งผลให้สามารถสร้างมูลค่าแก่กิจการ

5. การควบตำแหน่งของผู้บริหาร

ผู้วิจัยคาดว่าการควบตำแหน่งของผู้บริหารจะมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางลบ เนื่องจากตามทฤษฎีตัวแทน ผู้ถือหุ้นแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัท แล้วคณะกรรมการบริษัทแต่งตั้งฝ่ายจัดการเป็นตัวแทนจัดการงานของบริษัท โดยมีคณะกรรมการบริษัทเป็นผู้ควบคุมดูแล ซึ่งหากประธานกรรมการกับกรรรมการผู้จัดการใหญ่เป็นคนเดียวกันแล้วจะทำให้ไม่สามารถตรวจสอบการดำเนินงานได้อย่างเต็มที่และเปิดโอกาสให้ผู้บริหารมีการตัดสินใจเพื่อสร้างผลประโยชน์ให้กับตนเองโดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่น ประกอบกับข้อค้นพบของณิชนันท์ จันทร์เขตต์ (2554) ที่พบว่าการควบรวมตำแหน่งประธานกรรมการกับกรรมการผู้จัดการในคนเดียวกันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และในมุมมองกลับกัน ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี คณะกรรมการบริษัทควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจน ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการใหญ่ เพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด และ Rechner and Dalton (2006) พบว่าบริษัทที่ไม่มีการควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับตำแหน่งประธานกรรมการ มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและส่งผลต่อ Tobin's Q ที่สูงขึ้น Chiang (2005) พบว่าหากบริษัทมีความสามารถในการลดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทนโดยการแบ่งแยกหน้าที่ความรับผิดชอบระหว่างประธานกรรมการและฝ่ายจัดการ จะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดียิ่งขึ้น

6. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย

ผู้วิจัยคาดว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยจะมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางลบ เนื่องจากการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีสัดส่วนที่สูง ย่อมสะท้อนให้เห็นถึงการกระจายการถือครองหลักทรัพย์มิให้กระจุกตัวในกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งมากเกินไป แต่อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นรายย่อยมักจะเน้นการลงทุนระยะสั้น จึงอาจไม่ได้ให้ความสนใจในการติดตามและตรวจสอบผลการดำเนินงานของบริษัท

7. สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท

ผู้วิจัยคาดว่าสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทจะมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและอัตรา

ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางบวก เนื่องจากการที่กรรมการบริษัทถือหุ้นในสัดส่วนที่มาก จะสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนนั้นยังคงเป็นธุรกิจแบบครอบครัวที่ถือหุ้นในแบบกระจุกตัว ซึ่งจะมีความคล่องตัวในการบริหารงานและ กรรมการบริษัทซึ่งถือหุ้นรายใหญ่จะรับรู้ถึงความเป็นเจ้าของบริษัทจึงเกิดแรงจูงใจในการบริหารงานให้ได้ผลดี และมีแนวโน้มที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์และความอยู่รอดของบริษัทในระยะยาว และจากงานวิจัยของ Li, Wang and Deng (2008) พบว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นมีส่วนสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการ เพราะหากบุคคลใดมีสัดส่วนการถือหุ้นอยู่ในระดับสูงหรือสามารถรวบรวมหุ้นให้กระจุกตัวในกลุ่มของผู้ถือหุ้นที่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกันจะทำให้มีอำนาจในการควบคุมกิจการและตรวจสอบผลการดำเนินงานของกิจการให้ได้ผลดี

8. คะแนนการกำกับดูแลกิจการ

ผู้วิจัยคาดว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการจะมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางบวก เนื่องจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวชี้วัดองค์รวมของการกำกับดูแลกิจการ และจากงานวิจัยของ Klapper and Love (2004) และ Renders et al. (2010) พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทิศทางเดียวกัน เช่นเดียวกับภาวนา สุขเกษม (2552) พบว่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการซึ่งวัดด้วย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ รวมถึงกานดา พิศาลปีติ (2558) และสุรางค์ เห็นสว่าง (2560) ที่พบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้ การศึกษาครั้งนี้ได้เพิ่มตัวแปรอิสระอีก 2 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์ Panel Data Regression แบบ Fixed Effect จึงจะควบคุมปัจจัยภายนอกให้อยู่ในกรอบที่ไม่มากก่อกวนผลการวิเคราะห์ข้อมูล โดยการนำปัจจัยภายนอกได้แก่ ขนาดของกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มาร่วมเป็นตัวแปรอิสระ ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าตัวแปรขนาดของกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จะมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นดังนี้

1. ขนาดของกิจการ เนื่องจากกิจการขนาดใหญ่สามารถดำเนินงานที่ได้เปรียบกิจการที่มีขนาดเล็ก เช่น การจัดหาเงินทุนทำได้ง่ายกว่า การดำเนินงานสามารถเกิดการประหยัดจากขนาด เป็นต้น ขนาดที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะจัดหาข้อมูลที่ละเอียดและมีความชัดเจนให้แก่นักลงทุนได้มากกว่า

กิจการขนาดเล็ก และจากงานวิจัยของ Sami, Wang, and Zhou (2011) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงาน เช่นเดียวกับกิตติชัย สถิตย์มั่นวิวัฒน์ (2548) และอรพรรณ เลิศรุจิวณิช (2558) ที่พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 รวมถึงกานดา พิศาลปีติ (2558) ที่พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ดังนั้น ผู้วิจัยจึงคาดว่าขนาดของกิจการอาจจะส่งผลต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางบวก

2. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นอัตราส่วนที่แสดงโครงสร้างเงินทุนของกิจการโดยเทียบระหว่างเงินทุนจากเจ้าหนี้กับเงินทุนจากเจ้าของ ถือเป็นปัจจัยภายนอกที่นำมาร่วมเป็นตัวแปรอิสระด้วย หากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงเกินไป ย่อมก่อให้เกิดความเสี่ยงทางการเงิน ทำให้กิจการจะต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขของการก่อหนี้ อาจทำให้ถูกจำกัดการลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูงแต่มีความเสี่ยงสูง และจากงานวิจัยของ Bai, Liu,Lu, Song and Zhang (2003) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรที่ส่งผลทางลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ในทำนองเดียวกันกับณรงค์ศักดิ์ อินต๊ะไชยวงค์.(2556) และกานดา พิศาลปีติ (2558) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอาจส่งผลต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางลบ