

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล รวมทั้งข้อค้นพบ ข้อจำกัด และข้อเสนอแนะได้ดังนี้

5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนี้ ใช้ข้อมูลจากรายงานประจำปี งบการเงินแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547 ถึงปี พ.ศ. 2549 และงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2550 โดยทำการศึกษาเป็นเวลา 3 ปี จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษามีจำนวน 280 บริษัทต่อปี การศึกษาในครั้งนี้ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่แก้ไขการดำเนินงานไม่ได้ตามกำหนดหรือบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน บริษัทจดทะเบียนที่มีส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ และบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลของตัวแปรไม่ครบถ้วน

ผู้ศึกษาทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ เพื่อสร้างสมการที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาการกำกับดูแลกิจการในด้านโครงสร้างคณะกรรมการ โดยตัวแปรที่ใช้แทนการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ ขนาดคณะกรรมการของบริษัท สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริหารของบริษัท และการควมรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการในคนเดียวกัน โดยใช้อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ($ROA_{t,t+1}$) และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ($ROE_{t,t+1}$) เป็นตัววัดผลการดำเนินงาน โดยสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ดังตาราง

ตารางที่ 5-1 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

ตัวแปรตาม	ตัวแปร	สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน		
			ปี 2547	ปี 2548	ปี 2549
ROA _{i,t+1}	BFSIZE _{i,t}	สัมพันธ์เชิงบวก	ลบ	บวก	ลบ*
	BODCOM _{i,t}	สัมพันธ์เชิงบวก	บวก	บวก	บวก
	TOP5 _{i,t}	สัมพันธ์เชิงลบ	ลบ	บวก	ลบ
	MOWN _{i,t}	สัมพันธ์เชิงบวก	บวก	บวก	ลบ
	DUAL _{i,t}	สัมพันธ์เชิงลบ	ลบ	ลบ	ลบ
ROE _{i,t+1}	BFSIZE _{i,t}	สัมพันธ์เชิงบวก	ลบ	บวก	ลบ**
	BODCOM _{i,t}	สัมพันธ์เชิงบวก	บวก	บวก	บวก
	TOP5 _{i,t}	สัมพันธ์เชิงลบ	ลบ	บวก	ลบ
	MOWN _{i,t}	สัมพันธ์เชิงบวก	บวก	ลบ	ลบ
	DUAL _{i,t}	สัมพันธ์เชิงลบ	ลบ	ลบ	ลบ

หมายเหตุ:

** มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

* มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10

โดยที่

ROA_{i,t+1} คือ ผลการดำเนินงานของบริษัท ณ วันสิ้นปีที่ t+1ROE_{i,t+1} คือ ผลการดำเนินงานของบริษัท ณ วันสิ้นปีที่ t+1BFSIZE_{i,t} คือ ขนาดคณะกรรมการของบริษัทBODCOM_{i,t} คือ สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารTOP5_{i,t} คือ สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกMOWN_{i,t} คือ สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริหารของบริษัทDUAL_{i,t} คือ การรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการในคนเดียว

จากตารางที่ 5-1 สามารถสรุปได้ว่าตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ศึกษาไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน เว้นแต่ขนาดคณะกรรมการของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดย $ROA_{i,t+1}$ และ $ROE_{i,t+1}$ ในปี พ.ศ. 2549 ในทิศทางลบ โดยมีความสัมพันธ์กับ $ROA_{i,t+1}$ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 และมีความสัมพันธ์กับ $ROE_{i,t+1}$ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 นอกจากนี้ในการศึกษา ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมกับผลการดำเนินงาน ได้แก่ ผลการดำเนินงานของบริษัท ณ วันสิ้นปีที่ t มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดย $ROA_{i,t+1}$ และ $ROE_{i,t+1}$ ทั้ง 3 ปี และขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดย $ROE_{i,t+1}$ ในปี พ.ศ. 2549 โดยทั้ง 2 ตัวแปรมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก สำหรับอายุกิจการ และประเภทอุตสาหกรรมนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดังกล่าวข้างต้น สามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

1) ขนาดคณะกรรมการของบริษัทที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานที่วัดโดย $ROA_{i,t+1}$ และ $ROE_{i,t+1}$ ในปี พ.ศ. 2549 ในทิศทางลบ โดยมีความสัมพันธ์กับ $ROA_{i,t+1}$ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 และมีความสัมพันธ์กับ $ROE_{i,t+1}$ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 แสดงว่าการที่บริษัทมีขนาดคณะกรรมการที่ใหญ่จะทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่แย่ง ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์ที่ได้ไม่เป็นไปตามสมมติฐาน H1 ที่กำหนดว่าขนาดคณะกรรมการของบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงาน ซึ่งหากเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทนแล้ว ขนาดคณะกรรมการที่ใหญ่จะสามารถควบคุมการบริหารงานของผู้บริหารได้ทั่วถึงทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานดีขึ้น แต่ผลการศึกษากลับพบว่า ขนาดคณะกรรมการที่ใหญ่ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ง ซึ่งอาจเป็นเพราะเหตุผลดังต่อไปนี้ 1) คณะกรรมการขนาดใหญ่มีความคิดเห็นที่หลากหลายทำให้ต้องใช้เวลานานมากในการตัดสินใจ ซึ่งหากเป็นเรื่องเร่งด่วนอาจตัดสินใจได้ไม่ทันท่วงทีทำให้เกิดผลเสียหายต่อบริษัท 2) การหาข้อยุติร่วมกันของคณะกรรมการขนาดใหญ่ทำได้ยากกว่าคณะกรรมการขนาดเล็ก และข้อยุติของคณะกรรมการขนาดใหญ่ไม่สามารถเพิ่มมูลค่าสูงสุดให้กับบริษัทได้ 3) อาจเป็นไปได้ว่าคณะกรรมการขนาดใหญ่มีความสัมพันธ์แบบครอบครัวยุ่งทำให้การตัดสินใจในเรื่องต่างๆ ของบริษัทไม่สามารถลดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนลงได้ อย่างไรก็ตามผลการศึกษาที่ได้สอดคล้องกับ Hermalin and Weisbach (2000) ที่ได้ศึกษางานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างขนาดคณะกรรมการของบริษัทกับผลการดำเนินงาน โดยงานวิจัยที่

ศึกษาพบว่าขนาดคณะกรรมการที่ใหญ่จะมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานน้อยกว่าขนาดคณะกรรมการที่เล็ก

2) สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานทั้ง $ROA_{i,t+1}$ และ $ROE_{i,t+1}$ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Hermalin and Weisbach (2000) และ Haniffa and Hudaib (2006) โดยอธิบายได้ว่าการที่บริษัทมีสัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารมากหรือน้อยก็ไม่ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเปลี่ยนแปลง

3) สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานทั้ง $ROA_{i,t+1}$ และ $ROE_{i,t+1}$ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ ชีวนันท์ นิยมตรง (2550) และ พรวิรรณ เตชะพิชะนุช (2550) แสดงว่าไม่ว่าสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกจะมากหรือน้อยก็จะไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

4) สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริหารของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานทั้ง $ROA_{i,t+1}$ และ $ROE_{i,t+1}$ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Pham et al. (2007) และชีวนันท์ นิยมตรง (2550) แสดงว่าไม่ว่ากรรมการบริหารของบริษัทจะมีสัดส่วนการถือหุ้นมากหรือน้อยก็ไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

5) การรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการในคนเดียวกันไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานทั้ง $ROA_{i,t+1}$ และ $ROE_{i,t+1}$ แสดงว่าไม่ว่าบริษัทจะมีการรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการในคนเดียวกันหรือไม่นั้นก็ไม่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Baliga et al. (1996) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวกับบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา

6) ตัวแปรควบคุม

ผลการดำเนินงานของบริษัท ณ วันสิ้นปีที่ $t+1$ ($ROA_{i,t+1}$) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ณ วันสิ้นปีที่ t ($ROA_{i,t}$) ในทิศทางบวก และผลการดำเนินงานของบริษัท ณ วันสิ้นปีที่ $t+1$ ($ROE_{i,t+1}$) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ณ วันสิ้นปีที่ t ($ROE_{i,t}$) ในทิศทางบวกเช่นเดียวกัน

ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานที่วัดโดย $ROE_{i,t+1}$ ในปี พ.ศ. 2549 โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก หมายความว่า ยิ่งบริษัทมีขนาดใหญ่มากขึ้นเท่าใดยิ่งทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น แสดงถึงว่าบริษัทขนาดใหญ่จะมีการบริหารงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กกว่า ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ

Beiner et al. (2004) และ ชีวพันธ์ นิยมตรง (2550) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทกับผลการดำเนินงานในทิศทางเดียวกัน

อายุของบริษัท และประเภทอุตสาหกรรมไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทั้ง $ROA_{i,t+1}$ และ $ROE_{i,t+1}$ หมายความว่า ความมีชื่อเสียงของบริษัท และความแตกต่างของ Market Cap ของแต่ละบริษัทไม่ได้มีส่วนทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลง

จากผลการศึกษาสามารถสรุปได้ว่า โครงสร้างคณะกรรมการที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานมีเพียงขนาดคณะกรรมการของบริษัท โดยเริ่มมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดย $ROE_{i,t+1}$ ในปี พ.ศ. 2549 ทั้งนี้เนื่องจากในปีดังกล่าวตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เริ่มเผยแพร่หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2549 ซึ่งเป็นหลักการกำกับดูแลกิจการฉบับใหม่ที่จะนำมาใช้แทนหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ โดยมีรายละเอียดของแนวปฏิบัติที่ชัดเจนกว่าดังที่กล่าวไว้ในบทที่ 2 ทำให้บริษัทจดทะเบียนเริ่มนำหลักการดังกล่าวไปปฏิบัติจึงทำให้พบความสัมพันธ์ในปีดังกล่าว ส่วนโครงสร้างคณะกรรมการอื่นๆ ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน อย่างไรก็ตามผลการศึกษาดังกล่าวไม่ได้หมายความว่าโครงสร้างคณะกรรมการนั้นๆ ไม่มีความสำคัญ แต่อาจมีสาเหตุเนื่องจากปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานนั้นมีอยู่หลายปัจจัยด้วยกันซึ่งตัวแปรดังกล่าวอาจยังไม่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานได้ดีพอ หรือตัวแปรดังกล่าวอาจมีอิทธิพลกับตัววัดผลการดำเนินงานตัวอื่นๆ ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนจึงไม่ควรมองข้ามหรือละเลยไม่ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

5.3 ข้อค้นพบ

1) ขนาดคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนมากมีจำนวนเท่ากับ 5-15 คน โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 11 คน จากการทดสอบสมมติฐานพบว่า ขนาดคณะกรรมการของบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงาน แสดงให้เห็นว่าขนาดคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนยังมีจำนวนที่ไม่เหมาะสม จึงไม่สามารถช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนได้

2) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่มีการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในเรื่องการรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการในคนเดียวกัน

3) จำนวนบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมากกว่าร้อยละ 50 แสดงว่าโดยส่วนใหญ่แล้วบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว

4) ผลการดำเนินงานปัจจุบันเป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคต แสดงว่าถ้าผลการดำเนินงานในปัจจุบันของบริษัทเปลี่ยนแปลงในทางที่ดีจะทำให้ผลการดำเนินงานในอนาคตเปลี่ยนแปลงในทางที่ดีด้วย

5.4 ข้อจำกัด

การศึกษาในครั้งนี้มีข้อจำกัดที่ข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานไม่เป็นไปตามเงื่อนไขของสมการถดถอยเชิงพหุคูณ 1 ข้อ คือ ค่าคาดเคลื่อนมีการแจกแจงไม่ปกติ ซึ่งผู้ศึกษาได้ทำการเปลี่ยนแปลงรูปแบบของข้อมูล (Transformed Data) ของตัวแปรตามโดยการยกกำลังสองแล้วแต่ไม่สามารถทำให้ค่าคาดเคลื่อนมีการแจกแจงปกติได้

5.5 ข้อเสนอแนะ

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษา ผู้ศึกษาได้เสนอไว้ดังนี้

1) จากผลการศึกษาในปี พ.ศ. 2549 ได้เริ่มพบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดคณะกรรมการของบริษัทกับผลการดำเนินงาน ซึ่งเป็นปีที่เริ่มมีการเผยแพร่หลักการกำกับดูแลกิจการฉบับใหม่ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นเพื่อให้เห็นภาพความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานที่ชัดเจนยิ่งขึ้นจึงควรขยายช่วงเวลาในการศึกษา โดยศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 เป็นต้นไป

2) การศึกษาในครั้งนี้ใช้ตัวแปรที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการเพียง 5 ตัวแปร และเป็นการศึกษาการกำกับดูแลกิจการในด้านคณะกรรมการเพียงด้านเดียวเท่านั้น ซึ่งอาจไม่เพียงพอต่อการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการประกอบด้วยเนื้อหาถึง 5 หมวดด้วยกัน ดังนั้นเพื่อให้ผลการศึกษาเกิดความชัดเจนและน่าเชื่อถือยิ่งขึ้น ในการศึกษาครั้งต่อไปจึงควรศึกษาถึงตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการในด้านอื่นๆ ประกอบด้วย

3) การศึกษาครั้งต่อไปควรศึกษาเปรียบเทียบประสิทธิภาพการบริหารงานของคณะกรรมการบริษัทว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ระหว่างคณะกรรมการของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว กับคณะกรรมการของบริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจายตัว

4) การศึกษาครั้งต่อไปควรศึกษาว่าคณะกรรมการขนาดใหญ่ กับคณะกรรมการขนาดเล็ก มีความสัมพันธ์ในรูปแบบครอบครัวมากหรือน้อยอย่างไร