

## บทที่ 2

### ทฤษฎี แนวคิดและทบทวนวรรณกรรม

ในการศึกษารั้วนี้ผู้ศึกษาได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนกับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผู้ศึกษาได้รวบรวมทฤษฎี แนวคิด และการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนเงินทุนและการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งเนื้อหาในบทนี้จะประกอบด้วย

- 1) ทฤษฎีตัวแทน
- 2) แนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการ
- 3) แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนเงินทุน
- 4) วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ได้ใช้อธิบายความสัมพันธ์ในทางธุรกิจว่าเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดจากความยินยอมพร้อมใจระหว่างบุคคลสองฝ่าย โดยที่บุคคลฝ่ายหนึ่งคือตัวแทน (Agent) ตกลงที่จะทำการในฐานะที่เป็นตัวแทนให้กับอีกฝ่ายหนึ่งที่เรียกว่า ตัวการ (Principal) โดยที่แต่ละฝ่ายมีแรงจูงใจที่จะตัดสินใจที่จะก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัว ความขัดแย้งกันในผลประโยชน์อาจเกิดขึ้นเมื่อแต่ละฝ่ายดำเนินการเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ให้แก่ตนเอง (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2543)

Jensen and Meckling (1976) ได้อธิบายถึงความขัดแย้งระหว่างตัวแทน (Agency Conflict) ใน 2 กลุ่ม ดังนี้

- 1) ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร

ปกติผู้บริหารได้รับค่าตอบแทนเป็นเงินเดือน โดยไม่ได้รับผลกำไรที่เกิดจากการบริหารงานแม้ว่าบริษัทจะมีผลกำไรมากเท่าไรก็ตาม อีกทั้งยังถูกประเมินผลงานโดยแบกภาระต้นทุนในการดำเนินงาน จึงเป็นเหตุจูงใจให้ผู้บริหารจะไม่ดำเนินงานตามวิธีการทำงานของบริษัทเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น แต่ผู้บริหารจะพยายามหาหนทางในการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กิจการก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าหนทางนั้นอำนวยความสะดวกประโยชน์ให้กับตัวเอง เพื่อลด

ความขัดแย้งดังกล่าว บริษัทจะทำการกู้ยืมเงินจากแหล่งภายนอกของกิจการเพื่อเป็นการควบคุมผู้บริหารทางหนึ่ง เนื่องจากการกู้ยืมเงินจะสามารถลดกรรมสิทธิ์ความเป็นเจ้าของและอำนาจของผู้บริหารได้ อีกทั้งการกู้ยืมเงินจะมีการจ่ายเงินสดออกไปเพื่อชำระเงินต้นและดอกเบี้ยตามกำหนดที่ระบุไว้ในสัญญา ทำให้ผู้บริหารจะไม่สามารถนำกระแสเงินสดส่วนที่เหลือจากการดำเนินงานไปใช้จ่ายในทางที่ไม่เหมาะสมได้ อีกทั้งการใช้เงินทุนมาจากหนี้สินยังมีความเสี่ยงของต้นทุนการล้มละลาย ทำให้ผู้บริหารลงทุนในโครงการที่ไม่เสี่ยงมากเกินไป ซึ่งถ้าหากบริษัทประสบกับการล้มละลาย ผู้บริหารจะสูญเสียชื่อเสียงและต้องแบกรับต้นทุนการล้มละลายด้วย ดังนั้นการใช้แหล่งเงินทุนที่มาจากหนี้สินนั้นจะเป็นการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินงานในกิจกรรมที่สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการส่งผลต่อให้มูลค่าหุ้นสูงสุด และช่วยลดความเสี่ยงในการล้มละลาย

## 2) ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้

กิจการที่มีการกู้ยืมเงินภายนอกมาจำนวนมาก บริษัทจะมีแนวโน้มที่จะลงทุนโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเพราะโครงการที่มีความเสี่ยงสูงจะให้ผลตอบแทนที่สูง หากโครงการสำเร็จจะก่อให้เกิดผลตอบแทนที่สูงต่อผู้ถือหุ้น และเจ้าหนี้ได้รับเพียงผลตอบแทนที่เป็นอัตราคงที่ตามที่กำหนดในสัญญา ในทางตรงกันข้ามหากโครงการที่ลงทุนเกิดผลขาดทุนหรือไม่ประสบความสำเร็จ เจ้าหนี้จะต้องร่วมเฉลี่ยความสูญเสียนี้ เนื่องจากบริษัทอาจไม่สามารถชำระคืนเงินกู้ได้ และอาจต้องมีการเจรจาปรับโครงสร้างหนี้ทำให้มูลค่าเจ้าหนี้ลดลง

สำหรับประเทศไทยนั้นความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทนก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์หรือปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกับผู้ถือหุ้นรายย่อยและผู้มีส่วนได้เสียอื่นตามทฤษฎีตัวแทน (สังเวียน อินทวิชัย, 2548) เพื่อลดปัญหาการขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนกิจการจึงจำเป็นต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (เดือนเด่น นิคมบริรักษ์, 2542)

## 2.2 แนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการ

ในหัวข้อนี้ผู้ศึกษาจะกล่าวถึงรายละเอียดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ โดยแบ่งเนื้อหาออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

### 1) ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นความสัมพันธ์อย่างหนึ่งระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่นในการกำหนดทิศทางและสอดส่องดูแลผลประโยชน์ของบริษัท โดยถือเป็นกระบวนการภายในที่จัดขึ้นเพื่อให้มั่นใจว่าคณะกรรมการจะสามารถประเมินผลงานของฝ่ายจัดการของบริษัทอย่างตรงไปตรงมาและอย่างมีประสิทธิภาพ (สังเวียน อินทวิชัย, 2548) และเนื่องจากมีผู้ให้คำจำกัดความของการกำกับดูแลกิจการไว้มากมาย ผู้

ศึกษาจึงใช้นิยามตามคำจำกัดความของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ตามความหมายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2552ก: ออนไลน์) คือ ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันนำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น

2) แนวคิดเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย (ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร: 2551) มีดังนี้

**บทบาท หน้าที่ และโครงสร้างของคณะกรรมการ** เนื่องจากคณะกรรมการบริษัท มีบทบาทสำคัญในการควบคุมดูแลการดำเนินงานของผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการให้บรรลุตามเป้าหมายของบริษัท และต้องรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและบุคคลภายนอก ดังนั้นคณะกรรมการจึงเป็นบุคคลสำคัญที่มีส่วนช่วยในการผลักดันให้เกิดการปฏิบัติที่เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งคณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีความรู้ ความสามารถ และมีประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจอย่างเพียงพอ เพราะคณะกรรมการมีหน้าที่ในการกำหนดนโยบายและกำกับควบคุมดูแล ให้ข้อชี้แนะในการประกอบธุรกิจแก่ฝ่ายจัดการ รวมทั้งตรวจสอบการทำงานของฝ่ายจัดการให้เป็นไปตามนโยบายที่กำหนดไว้จากองค์ประกอบของคณะกรรมการตามข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียน จะเห็นได้ว่าคณะกรรมการเป็นกลุ่มบุคคลที่ได้รับมอบหมายให้เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการดูแลรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ทำหน้าที่กำกับดูแลการบริหารงานของบริษัทให้เป็นไปอย่างถูกต้องและมีประสิทธิผล สามารถสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงความโปร่งใสและเป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ ดังนั้น คณะกรรมการที่มีองค์ประกอบที่ดี มีคุณภาพประกอบด้วยผู้ที่มีความรู้และสามารถปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการได้อย่างมีประสิทธิภาพ จึงเป็นหัวใจสำคัญของการสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความสำเร็จของกิจการ (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ, 2548: ออนไลน์)

คณะกรรมการตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549: ออนไลน์) มีหลักการดังนี้ คณะกรรมการเป็นผู้มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท อีกทั้งยังมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ เพราะฉะนั้นคณะกรรมการควรมีภาวะผู้นำ วิสัยทัศน์ และมีความเป็นอิสระในการตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้น โดยรวมคณะกรรมการควรจัดให้มีระบบแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายจัดการที่ชัดเจน และดูแลให้บริษัทมีระบบงานที่ให้ความเชื่อมั่นได้ว่ากิจกรรมต่างๆของบริษัท

ได้ดำเนินไปในลักษณะที่ถูกต้องตามกฎหมายและมีจริยธรรม อีกทั้งคณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งในด้านทักษะ ประสบการณ์ ความสามารถ เฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์กับบริษัท รวมทั้งการอุทิศเวลาและความพยายามในการปฏิบัติหน้าที่ เพื่อเสริมสร้างให้บริษัทมีคณะกรรมการที่เข้มแข็ง กระบวนการสรรหาผู้ดำรงตำแหน่งกรรมการ บริษัทเพื่อให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นผู้แต่งตั้งควรมีความโปร่งใสปราศจากอิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือฝ่ายจัดการ และสร้างความมั่นใจให้กับบุคคลภายนอก เพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล รวมไปถึงกรรมการทุกคนควรเข้าใจเป็นอย่างดีถึงหน้าที่ความรับผิดชอบของกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท พร้อมทั้งจะแสดงความคิดเห็นของตนอย่างเป็นอิสระและปรับปรุงตัวเองให้ทันสมัยอยู่ตลอดเวลา ทั้งยังควรปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต ระมัดระวังและรอบคอบ โดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของบริษัท และเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกคน

โครงสร้างของผู้ถือหุ้น ถือว่าโครงสร้างการถือหุ้นเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการของบริษัท โดยลักษณะการกระจายตัวของการถือหุ้นจะแสดงให้เห็นถึงการกระจายอำนาจการบริหารกิจการระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารหรือระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจบริหารกับผู้ถือหุ้นรายย่อย และยังแสดงให้เห็นถึงลักษณะของปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของการเป็นตัวแทนและตัวการด้วย เพราะหากบริษัทมีโครงสร้างการถือหุ้นที่กระจายตัว ทำให้บทบาทในการบริหารจะตกอยู่กับผู้บริหารที่ได้รับการมอบหมายให้เข้ามาปฏิบัติงาน โดยไม่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เข้ามามีส่วนร่วมในการบริหารงาน และผู้บริหารก็สามารถใช้อำนาจที่มีอยู่ในการแสวงหาผลประโยชน์ให้กับตนเองได้ง่าย และจะเกิดปัญหาตัวแทนในเรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ในทางตรงกันข้ามหากบริษัทมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะเป็นผู้ที่มีบทบาทสำคัญในการบริหารกิจการ ปัญหาการเป็นตัวแทนจะเกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจบริหารกับผู้ถือหุ้นรายย่อย

### 2.3 แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนเงินทุน

ต้นทุนเงินทุน หมายถึง ค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่ธุรกิจต้องเสียไปเพื่อให้ได้เงินทุนจำนวนหนึ่งเข้ามาใช้ในการลงทุน โดยคำนวณมาเป็นอัตราส่วนร้อยละของเงินทุนที่ธุรกิจได้รับจริง (สุมาลี จิระมิตร, 2541)

แนวคิดเรื่องต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) มีความสำคัญเป็นอย่างยิ่ง เนื่องจากต้นทุนของเงินทุนจะเป็นอัตราผลตอบแทนอ้างอิงในการตัดสินใจทางการเงิน (Hurdle Rate) หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ต้นทุนของเงินทุนเป็นอัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดที่บริษัทสามารถยอมรับได้จาก

การลงทุน เมื่อกิจการลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูงกว่าต้นทุนของเงินทุนจะทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นซึ่งจะส่งผลให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นสามัญเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากธุรกิจจัดหาเงินทุนมาจากแหล่งต่าง ๆ เช่น จากการกู้ยืม หนี้บุริมสิทธิ หนี้สามัญ และกำไรสะสม ซึ่งเงินทุนจากแต่ละแหล่งนี้ จะมีต้นทุนที่แตกต่างกัน ดังนั้นการคำนวณต้นทุนของเงินทุนต้องใช้ต้นทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุนเพื่อเป็นการเฉลี่ยต้นทุนของเงินทุนทั้งจำนวน จึงคำนวณโดยใช้ต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ซึ่งมูลนิธิสถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลังได้อธิบายแนวทางการคำนวณต้นทุนเงินทุนไว้ในเอกสารประกอบการบรรยายพิเศษ สำหรับ บริษัท กสท โทรคมนาคม จำกัด (มหาชน) (2549: ออนไลน์) โดยสามารถสรุปได้ดังนี้

อัตราต้นทุนเงินทุนสำหรับองค์กร คือ ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของต้นทุนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนเงินกู้หลังภาษีเงินได้ ซึ่งถ่วงน้ำหนักตามอัตราส่วนทุนหรือเงินกู้ต่อเงินทุนทั้งหมด ซึ่งแสดงเป็นสมการได้ดังนี้

$$WACC = \left[ \frac{D}{E+D} \times K_d(1-T) \right] + \left( \frac{E}{E+D} \times K_e \right)$$

โดยที่

- D คือ หนี้สินขององค์กร
- E คือ เงินทุนขององค์กร
- T คือ อัตราภาษีเงินได้
- $K_d$  คือ ต้นทุนเงินทุนของผู้ให้กู้ หรือ ต้นทุนของหนี้สิน
- $K_e$  คือ ต้นทุนเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

ต้นทุนของหนี้สิน ( $K_d$ ) ได้แก่ดอกเบี้ยจ่ายที่เกิดจากหนี้สินในรูปแบบต่าง ๆ เช่น เงินกู้ และพันธบัตร และเนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายสามารถใช้หักภาษีได้ จึงต้องใช้ต้นทุนเงินทุนของหนี้สินหลังหักภาษี (After-tax Cost of Debt) ในการคำนวณอัตราต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ย

ต้นทุนส่วนผู้ถือหุ้น ( $K_e$ ) หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง สามารถประมาณค่าได้จากทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) ที่แสดงความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทน กล่าวคือเมื่อการลงทุนมีความเสี่ยงสูงขึ้น ผลตอบแทนที่ต้องการจะสูงขึ้นด้วยเช่นกัน โดยคำนวณได้จาก

$$K_e = R_f + (MRP \times \beta) \text{ หรือ } K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

โดยที่

$R_f$  คือ อัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) ไม่ว่าจะเป็นความเสี่ยงในด้านความสามารถในการชำระหนี้ สภาพคล่อง อายุของหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนในกรณีอัตราเงินเพื่อเพิ่มสูงขึ้น

$R_m$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Rate)

MRP คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากความเสี่ยงของตลาด (Market Risk Premium) หรืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนที่เกินจากอัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate)

$\beta$  คือ ค่า Beta หรือค่าสัมประสิทธิ์ผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของธุรกิจ โดยค่าเบต้าเป็นค่าสัมประสิทธิ์เปรียบเทียบระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นตัวใดตัวหนึ่งเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของตลาด

จากทฤษฎีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนของ CAPM จะเห็นได้ว่าค่าเบต้า( $\beta$ )มีความสัมพันธ์โดยตรงต่อต้นทุนส่วนผู้ถือหุ้น( $K_e$ ) หากค่าเบต้าเท่ากับ 1 แสดงว่าหุ้นนั้นมีอัตราการเปลี่ยนแปลงเท่ากับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ หากมากกว่า 1 แสดงว่าหุ้นนั้นมีอัตราการเปลี่ยนแปลงเร็วกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ หากน้อยกว่า 1 แสดงว่าหุ้นนั้นมีอัตราการเปลี่ยนแปลงช้าหรือลงช้ากว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์สัมพันธ์ และหากค่านี้น้อยกว่า 0 แสดงว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นผกผันกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์(มารู้จักค่าเบต้าของหุ้นกันดีกว่า, 2552: ออนไลน์)

#### 2.4 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

Gompers, Ishii and Metrick (2003) ได้ศึกษาผลกระทบการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลประกอบการของบริษัทขนาดใหญ่จำนวน 1,500 บริษัทตั้งแต่ปีค.ศ. 1990-1998 โดยนำหลักการของการกำกับดูแลกิจการในหมวดสิทธิของผู้ถือหุ้นจำนวน 24 ข้อมาสร้างเป็น Governance Index (G-Index) โดยผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มี G-Index ต่ำ (มีสิทธิของผู้ถือหุ้นสูง) จะมีมูลค่าของกิจการสูง มีกำไรสูง มีการเติบโตของยอดขายสูง และมีค่าใช้จ่ายในเงินลงทุนต่ำ

Ashbaugh et al., (2005) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในสหรัฐอเมริการะหว่างปีค.ศ. 1996-2002 ใน 4 ด้าน ได้แก่ คุณภาพข้อมูลทางการเงิน โครงสร้างของเจ้าของ สิทธิของผู้ถือหุ้น และโครงสร้างของคณะกรรมการ ผลการศึกษาพบว่าต้นทุนเงินทุนของเจ้าของมีความสัมพันธ์ทางบวกกับคุณภาพข้อมูลทางการเงินในเรื่องของรายการลงค้างที่ผิดปกติ และด้านโครงสร้างการเป็นเจ้าของในสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ถือ

หุ้นเกินร้อยละ 5 อีกทั้งมีความสัมพันธ์ทางลบกับตัวแปรการกำกับดูแลด้านคุณภาพข้อมูลทางการเงินในเรื่องความโปร่งใสทางการเงิน และจำนวนคณะกรรมการตรวจสอบอิสระ ด้านโครงสร้างของเจ้าของในสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ด้านสิทธิของผู้ถือหุ้น ด้านโครงสร้างคณะกรรมการในเรื่องความมีอิสระของคณะกรรมการและการถือหุ้นของคณะกรรมการ และยังพบว่าตัวแปรควบคุมได้แก่ ค่าสัมประสิทธิ์ผลตอบแทนความเสี่ยงของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่ขนาดของกิจการซึ่งวัดจากราคาตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นมีความสัมพันธ์ทางลบกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

Pham et al., (2007) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุนของบริษัทในประเทศออสเตรเลียที่มีมูลค่าราคาตลาดของหุ้นสูง (Market Capitalization) สูงสุด 150 อันดับแรก ระหว่างปีค.ศ. 1994 – 2003 โดยตัวแปรที่ใช้แทนการกำกับดูแลกิจการได้แก่ ขนาดและความมีอิสระของคณะกรรมการ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายนอกที่ไม่ใช่ นักลงทุนสถาบัน การคำนวณต้นทุนเงินทุนใช้ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยพบว่า ตัวแปรที่มีผลต่อต้นทุนเงินทุนได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และความเป็นอิสระของคณะกรรมการ โดยมีความสัมพันธ์ทางลบกับต้นทุนเงินทุน ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทางบวกกับต้นทุนเงินทุน อีกทั้งยังพบว่าตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดของกิจการซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนในการก่อหนี้ (Leverage Ratios) มีความสัมพันธ์ทางลบกับต้นทุนเงินทุน

Piot and Missonier-Piera (2007) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพการตรวจสอบบัญชีกับต้นทุนของหนี้สินซึ่งคำนวณจากดอกเบี้ยเฉลี่ยของกิจการในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของฝรั่งเศสระหว่างปีค.ศ. 1999-2001 พบว่ามีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญ โดยใช้ตัวแปรคืออัตราส่วนกรรมการอิสระ สัดส่วนของคณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร และสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันที่ถือหุ้นเกินร้อยละ 5 อีกทั้งยังพบว่าตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดของกิจการซึ่งคำนวณจากสินทรัพย์รวม ความสามารถชำระหนี้ (Interest Coverage Ratio) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนในการก่อหนี้ (Leverage Ratios) มีความสัมพันธ์ทางลบกับต้นทุนของหนี้สิน

Hasan and Butt (2009) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับโครงสร้างเงินลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปากีสถานระหว่างปีค.ศ. 2002 – 2005 โดยใช้การสุ่มตัวอย่างบริษัทจำนวน 58 บริษัทมาศึกษาการกำกับดูแลกิจการโดยพิจารณาขนาดและความ

เป็นอิสระของคณะกรรมการ การควมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายใน และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ตัวแปรควบคุมใช้ขนาดของกิจการซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวม และความสามารถทำกำไรซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ผลการศึกษาพบว่าขนาดของคณะกรรมการและการถือหุ้นโดยบุคคลภายในมีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ในขณะที่การถือหุ้นโดยสถาบันมีความสัมพันธ์ทางบวก อีกทั้งไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญในการควมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ และความเป็นอิสระของคณะกรรมการ สำหรับตัวแปรควบคุมนั้นพบว่าขนาดกิจการมีความสัมพันธ์ทางบวกกับโครงสร้างเงินทุน และความสามารถทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินลงทุน

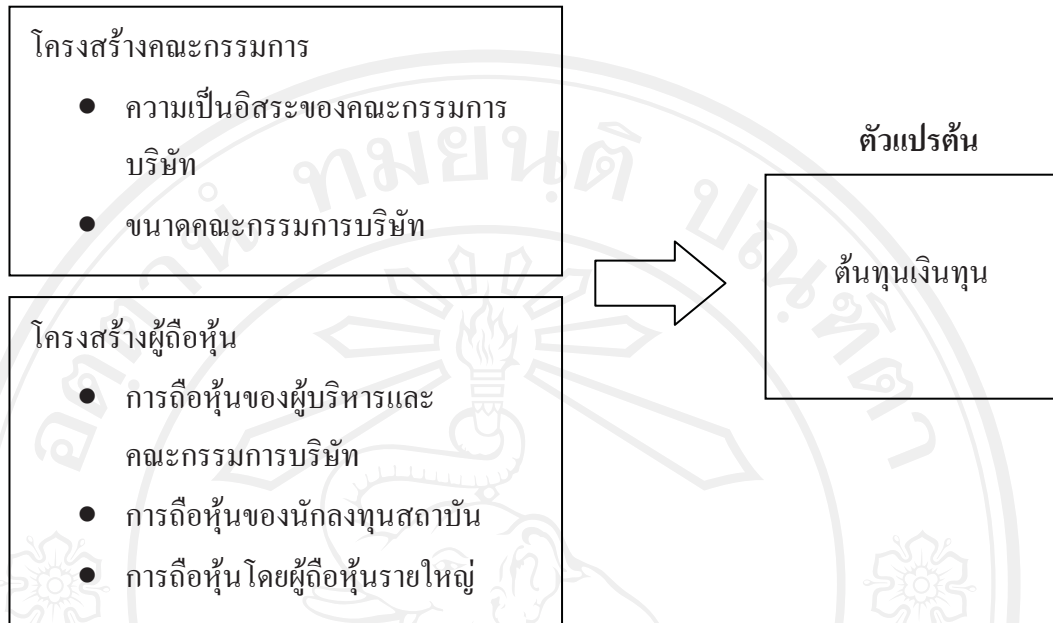
สุภางค์ ลือกิตินันท์ (2551) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีในมุมมองบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547-2549 โดยตัวแปรที่ใช้แทนการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท จำนวนครั้งของการเข้าประชุมคณะกรรมการบริษัท และความเป็นอิสระในด้านการบริหารของประธานกรรมการบริษัท ซึ่งผลการศึกษาพบว่าตัวแปรเหล่านี้ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ

ศิลป์พร ศรีจันเพชร (2551) ทำการศึกษาความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้น กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET50) ระหว่างปี พ.ศ. 2547 – 2549 โดยตัวแปรที่ใช้แทนความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท และโครงสร้างของผู้ถือหุ้น ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหาร ซึ่งผลการศึกษาพบว่าความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

สำหรับการศึกษานี้ ผู้ศึกษาได้ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวกับแนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจึงได้กำหนดกรอบแนวคิดการศึกษา ดังภาพ 2.1



### ตัวแปรตาม



ภาพ 2.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา

กรอบแนวคิดในการศึกษาครั้งนี้ได้พัฒนาจากผลของงานวิจัยในอดีต ซึ่งพบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระ การถือหุ้นโดยผู้บริหารและคณะกรรมการ และการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน เป็นตัวแปรที่มีผลทางลบต่อต้นทุนเงินทุน (Pham et al., 2007) ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Ashbaugh et al., 2005) และต้นทุนของหนี้สิน (Piot and Missonier-Piera, 2007) อีกทั้ง Pham et al., (2007) ได้พบว่าขนาดของคณะกรรมการมีผลทางบวกต่อต้นทุนเงินทุนด้วย และจากการวิเคราะห์ของศิลปิน ศรีจันทเพชร (2551) ที่ระบุว่าโครงสร้างของคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการ โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรที่สำคัญเนื่องจากลักษณะการกระจายตัวหรือการกระจุกตัวของการถือหุ้นจะแสดงให้เห็นถึงการกระจายอำนาจการบริหารระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารหรือระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจบริหารกับผู้ถือหุ้นรายย่อย และแสดงให้เห็นถึงปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของตัวแทนและตัวการ

จากเหตุผลและผลการศึกษาของวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องข้างต้น ในการศึกษาครั้งนี้จึงได้ศึกษาตัวแปรการกำกับดูแลกิจการจากโครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยได้พิจารณาตัวแปรที่จะนำมาศึกษาซึ่งเลือกเฉพาะปัจจัยที่มีวรรณกรรมก่อนหน้าได้ศึกษาและพบว่ามีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุน ได้แก่ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการและขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัท การถือหุ้นของนัก

ลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดของ บริษัทและความเสี่ยงในการดำเนินกิจการ ดังนั้นผู้ศึกษาจึงได้พัฒนาตัวแบบมาใช้ในการศึกษา ดังนี้

$$\text{COST} = \beta_0 + \beta_1 \text{B\_IND} + \beta_2 \text{B\_SIZE} + \beta_3 \text{MOWN} + \beta_4 \text{INST\_B} + \beta_5 \text{TOP5} + \beta_6 \text{SIZE} + \beta_7 \text{LEV} + e$$

โดยที่

COST	คือ	ต้นทุนเงินทุน
B_IND	คือ	สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ
B_SIZE	คือ	ขนาดของคณะกรรมการของบริษัท
MOWN	คือ	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัท
INST_B	คือ	การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน
TOP5	คือ	สัดส่วนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก
SIZE	คือ	ขนาดของบริษัท
LEV	คือ	ความเสี่ยงในการดำเนินกิจการ

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright© by Chiang Mai University  
All rights reserved