

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และทบทวนวรรณกรรม

ในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผู้ศึกษาได้รวบรวมทฤษฎี แนวคิด และการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ซึ่งเนื้อหาในบทนี้ประกอบด้วย

1. แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี
2. แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างคณะกรรมการ
3. ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน
4. ทฤษฎีตัวแทน
5. สถิติในการวิเคราะห์ข้อมูล
6. ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance)

นับแต่วิกฤตการณ์ภาวะเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ซึ่งมีผลกระทบต่อเนื่องต่อความเสียหายในตลาดทุน รัฐบาลจึงเล็งเห็นถึงความจำเป็นเร่งด่วนในการฟื้นฟูตลาดทุนไทย จึงได้มีนโยบายให้จัดการประชุมเพื่อจัดทำแผนแม่บทในการพัฒนาตลาดทุนขึ้น การประชุมในครั้งนั้นผู้แทนจากภาคเอกชนและหน่วยงานของรัฐได้ให้ข้อคิดเห็นที่เป็นประโยชน์หลายประการ โดยมาตรการสำคัญที่ประชุมให้ความสนใจเป็นพิเศษคือ การสร้างบรรษัทภิบาลในตลาดทุน ทั้งในด้าน บริษัทจดทะเบียนและสถาบันตัวกลางรวมไปถึงองค์กรกำกับดูแลด้วย นอกจากนี้รัฐบาลได้ประกาศอย่างเป็นทางการในปี พ.ศ. 2545 เป็นปีเริ่มต้นแห่งการรณรงค์การมีบรรษัทภิบาลที่ดี และเพื่อให้การส่งเสริมบรรษัทภิบาลมีพัฒนาการที่เป็นรูปธรรมอย่างต่อเนื่อง เมื่อต้นปี พ.ศ. 2545 รัฐบาลจึงได้จัดตั้งคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติขึ้น เพื่อมีนโยบายให้หน่วยงานต่างๆ ส่งเสริมการมีบรรษัทภิบาลที่ดีและจัดเรื่องนี้ให้เป็นวาระแห่งชาติ (National Agenda) ขณะเดียวกันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ให้แก่บริษัทจดทะเบียนเพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติและกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทต้องเปิดเผยการปฏิบัติ ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีดังกล่าว ตั้งแต่รอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2545 ต่อมาในปี พ.ศ. 2549 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 5 หมวดสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2549 ซึ่งเป็นการนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อเดิมมาปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมให้

ใกล้เคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการ ปี พ.ศ.2547 ขององค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและ
พัฒนา (Organization for Economic Co-operation and Development: OECD) ซึ่งเป็นองค์กรที่กำหนด
หลักการกำกับดูแลกิจการฉบับสากล รวมทั้งปรับปรุงแก้ไขตามข้อเสนอแนะของธนาคารโลกที่ได้
จากการเข้าร่วมโครงการประเมินผลการปฏิบัติตามมาตรฐานสากลด้านบรรษัทภิบาล
โดยกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี
สำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2549 ตั้งแต่รอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2550
และนอกจากการออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ยังได้จัดให้มีกิจกรรมและ
โครงการบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้น (ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย, 2549: ออนไลน์)

นับแต่ปี พ.ศ. 2549 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้บริษัทจดทะเบียน
ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 5 หมวด ที่ปรับปรุงแก้ไขจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี
15 ข้อ ของ ปี พ.ศ. 2545 เพื่อให้ใกล้เคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการฉบับสากล ปี พ.ศ.2547
โดยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้ง 5 หมวด สามารถอธิบายได้ดังนี้ (ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแล
กิจการบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549: ออนไลน์)

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น

ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการ
ให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึง
ควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน สิทธิขั้นพื้นฐานของผู้ถือหุ้น ได้แก่ การซื้อขายหรือโอนหุ้น
การมีส่วนแบ่งในกำไรของกิจการ การได้รับข่าวสารข้อมูลของกิจการอย่างเพียงพอ การแต่งตั้ง
ผู้สอบบัญชี เป็นต้น

2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน

ผู้ถือหุ้นทุกรายทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นบริหารรวมทั้ง
ผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิ
ควรมีโอกาสได้รับการชดเชย การสร้างความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้นว่า คณะกรรมการและฝ่ายจัดการ
จะดูแลให้การใช้เงินของผู้ถือหุ้นเป็นไปอย่างเหมาะสม

3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย

ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง
คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วน
ได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงิน และความยั่งยืนของกิจการในระบบการ
กำกับดูแลกิจการ

4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส

คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัททั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ

5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ คณะกรรมการควรมีภาวะผู้นำ วิสัยทัศน์ และมีความเป็นอิสระในการตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้น โดยรวม

โดยตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บริษัทหลักทรัพย์ต้องขอความเห็นชอบบุคคลที่จะมาเป็นกรรมการ โดยบุคคลดังกล่าวต้องมีคุณสมบัติและไม่มีลักษณะต้องห้ามตามที่กฎหมายกำหนด ในการพิจารณาให้ความเห็นชอบการแต่งตั้งกรรมการของสำนักงาน ก.ล.ต. สำนักงาน ก.ล.ต. จะพิจารณาโดยใช้หลักความสามารถและความเหมาะสม (Fit and proper) เป็นเกณฑ์ในการพิจารณา การพิจารณาเรื่องความสามารถนั้น สำนักงาน ก.ล.ต. พิจารณาจากคุณวุฒิการศึกษา และประสบการณ์ทำงานของบุคคลดังกล่าวว่า มีความเหมาะสมเพียงพอ ที่จะปฏิบัติหน้าที่กรรมการของบริษัทหลักทรัพย์หรือไม่ สำหรับความเหมาะสมนั้น สำนักงาน ก.ล.ต. จะพิจารณาจากชื่อเสียงความน่าเชื่อถือ และความน่าไว้วางใจของบุคคลดังกล่าว จากประวัติการกระทำผิดกฎหมาย สถานะทางการเงิน และประวัติการดำเนินธุรกิจ ฯลฯ ในกรณีที่บริษัทหลักทรัพย์มีการกระทำผิดและสำนักงาน ก.ล.ต. พิจารณาแล้วเห็นว่า การกระทำผิดดังกล่าวของบริษัทหลักทรัพย์เกิดจากกรรมการสั่งการหรือไม่สั่งการ การกระทำการหรืองดเว้นการกระทำการ หรือเกิดจากการละเลย การทำหน้าที่ตามสมควรของกรรมการในการตรวจสอบดูแลมิให้ฝ่ายจัดการฝ่าฝืนหรือปฏิบัติไม่ชอบด้วยกฎหมาย อันอาจ ก่อให้เกิดความเสียหายต่อฐานะการเงิน การดำเนินธุรกิจ หรือต่อลูกค้า รวมทั้งมีการปฏิบัติฝ่าฝืนในลักษณะอื่นใดอันเป็นลักษณะต้องห้าม ตามกฎหมาย สำนักงาน ก.ล.ต. สามารถดำเนินการลงโทษกรรมการดังกล่าวได้ โดยมีระดับการลงโทษตั้งแต่ กำชับ ภาคทัณฑ์ สั่งพัก หรือ เพิกถอนการให้ความเห็นชอบ ทั้งนี้ ปัจจุบันการกำหนดระยะเวลาในการห้ามเป็นกรรมการจะมีระยะเวลาสูงสุดไม่เกิน 5 ปี ขึ้นอยู่กับระดับความร้ายแรงของพฤติกรรมของการปฏิบัติฝ่าฝืน (คู่มือกรรมการของบริษัทหลักทรัพย์, 2547: ออนไลน์)

จากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้ง 5 หมวดข้างต้นนั้น ได้กล่าวถึงความสำคัญของคณะกรรมการของบริษัทในหลักการกำกับดูแลกิจการทั้ง 5 หมวด โดยเฉพาะในหมวดของความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการยังได้กล่าวไว้เพิ่มเติมอีกว่า คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญ

ในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท โดยความรับผิดชอบของคณะกรรมการนั้นสามารถประเมินได้ในรูปแบบของโครงสร้างของคณะกรรมการ ในส่วนของโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัทนั้นประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร การควมรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน (CEO Duality) ระยะเวลาการดำรงตำแหน่งและเงินเดือนของผู้บริหาร (Abor, 2007) ในการศึกษาครั้งนี้ผู้ศึกษาต้องการมุ่งศึกษาในแง่ของโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัท เนื่องจากหน้าที่กิจการจะสามารถทำให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้นั้น สิ่งเริ่มต้นสำคัญที่สุดนั้นเกิดจากคณะกรรมการบริษัท ซึ่งถือเป็นตัวแทน (Agent) ของผู้ถือหุ้นในการควบคุมดูแลฝ่ายบริหาร รวมทั้งมีบทบาทสำคัญในการตรวจสอบและถ่วงดุลในการบริหารงานของกิจการ (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551) นอกจากนี้โครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัทยังเป็นประเด็นสำคัญในหลายประเทศที่ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี

2.2 โครงสร้างคณะกรรมการ (Board Structure)

ในกิจการขนาดเล็ก หรือกิจการครอบครัว ส่วนมากเจ้าของเงินทุนของกิจการ และผู้บริหารจัดการ มักรวมอยู่ในบุคคลคนเดียวกัน ดังนั้นสิ่งที่เป็ประโยชน์ต่อผู้บริหารจัดการ ก็มักจะเป็ประโยชน์ต่อเจ้าของเงิน ครอบครัว และกิจการไปด้วย แต่เมื่อกิจการมีการระดมทุนจากประชาชน หรือบุคคลภายนอกเข้ามาด้วย ลักษณะการบริหารจัดการก็จำเป็นต้องเปลี่ยนไป ในความเป็นบริษัท โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียน บทบาทของ “เจ้าของเงิน” “บริษัท” และ “ผู้จัดการ” ล้วนแยกจากกัน เจ้าของเงินหรือผู้ถือหุ้น ไม่ได้เป็นผู้บริหารกิจการโดยตรง แต่แต่งตั้ง “กรรมการ” เป็นผู้แทนเพื่อบริหารบริษัทในรูป “คณะกรรมการ” ซึ่งส่วนมากแล้วคณะกรรมการก็มีได้จัดการบริษัทเอง แต่แต่งตั้งผู้จัดการทำหน้าที่บริหารจัดการบริษัทอีกชั้นหนึ่ง โดยคณะกรรมการในฐานะผู้แทนของ ผู้ถือหุ้น จึงมีหน้าที่และความรับผิดชอบในการดูแลให้ผู้จัดการ บริหารกิจการให้เป็นไปเพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นเจ้าของเงิน และเป็นผู้แต่งตั้งคณะกรรมการนั้น โดยกรรมการทุกคนในฐานะส่วนหนึ่งขอคณะกรรมการ มีความรับผิดชอบต่อน้ำที่นี้อย่างเท่าเทียมกัน (คู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน เล่ม 1 ระบบออนไลน์, 2552)

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2549 ได้กล่าวไว้ว่า คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ คณะกรรมการควรมีภาวะผู้นำ วิสัยทัศน์ และมีความเป็นอิสระในการตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวม คณะกรรมการควรจัดให้มีระบบแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบ

ระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายจัดการที่ชัดเจน และดูแลให้บริษัทมีระบบงานที่ให้ความเชื่อมั่นได้ว่ากิจกรรมต่างๆของบริษัทได้ดำเนินไปในลักษณะที่ถูกต้องตามกฎหมายและมีจริยธรรม

คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งในด้านทักษะ ประสบการณ์ ความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์กับบริษัท รวมทั้งการอุทิศเวลาและความพยายามในการปฏิบัติหน้าที่ เพื่อเสริมสร้างให้บริษัทมีคณะกรรมการที่เข้มแข็ง

กระบวนการสรรหาผู้ดำรงตำแหน่งกรรมการบริษัทเพื่อให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นผู้แต่งตั้งควรมีความโปร่งใสปราศจากอิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือฝ่ายจัดการ และสร้างความมั่นใจให้กับบุคคลภายนอก เพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล คณะกรรมการควรจัดให้มีคณะกรรมการชุดย่อยต่างๆ เพื่อช่วยศึกษาและกลั่นกรองงานตามความจำเป็น โดยเฉพาะในกรณีที่ต้องอาศัยความเป็นกลางในการวินิจฉัย และควรกำหนดนโยบาย บทบาท หน้าที่รับผิดชอบ กระบวนการทำงาน เช่น การดำเนินการประชุมและการรายงานต่อคณะกรรมการไว้อย่างชัดเจน

กรรมการทุกคนควรเข้าใจเป็นอย่างดีถึงหน้าที่ความรับผิดชอบของกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท พร้อมทั้งจะแสดงความคิดเห็นของตนอย่างเป็นอิสระและปรับปรุงตัวเองให้ทันสมัยอยู่ตลอดเวลา กรรมการควรปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต ระมัดระวังและรอบคอบ โดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของบริษัทและเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกคน โดยได้รับข้อมูลที่ถูกต้องและครบถ้วน นอกจากนี้ กรรมการทุกคนควรอุทิศเวลาให้เพียงพอเพื่อปฏิบัติหน้าที่ตามความรับผิดชอบได้อย่างเต็มที่ เป็นหน้าที่ของกรรมการที่ต้องเข้าประชุมคณะกรรมการทุกครั้ง ยกเว้นกรณีที่มีเหตุผลพิเศษจริงๆ

การกำหนดค่าตอบแทนกรรมการเป็นเรื่องเกี่ยวกับผลประโยชน์ของกรรมการโดยตรง กรรมการจึงไม่ควรอนุมัติค่าตอบแทนของตนเอง คณะกรรมการควรจัดให้มีกระบวนการกำหนดค่าตอบแทนที่โปร่งใสและขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น ระดับและองค์ประกอบของค่าตอบแทน กรรมการควรเหมาะสมและเพียงพอที่จะจูงใจและรักษากรรมการที่มีคุณภาพตามที่ต้องการ แต่ควรหลีกเลี่ยงการจ่ายที่เกินสมควร

รูปแบบของค่าตอบแทน สามารถแบ่งเป็นสองส่วนคือ (คู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน, 2547)

1. ส่วนที่เป็นค่าตอบแทนพื้นฐาน เช่น เบี้ยประชุม เงินเดือนกรรมการ ซึ่งควรจะกำหนดไว้ล่วงหน้า โดยสะท้อนถึงความรับผิดชอบ และความเสี่ยงของกรรมการแต่ละลักษณะ เช่น ประธานกรรมการ กรรมการตรวจสอบ หรือ กรรมการบริหาร เป็นต้น

2. ส่วนที่เป็นรางวัล เช่น โบนัส บำเหน็จกรรมการ เป็นต้น ซึ่งควรผันแปรตามมูลค่าที่คณะกรรมการสร้างให้ผู้ถือหุ้น โดยอาจจะเสนอให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นพิจารณาในปีถัดไป พร้อมกับรายงานและการประเมินผลการดำเนินงานประจำปี เป็นต้น

แนวปฏิบัติที่ดีของโครงสร้างคณะกรรมการ (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549 ระบบออนไลน์, 2552)

1. คณะกรรมการควรกำหนดจำนวนกรรมการที่ควรจะมีและองค์ประกอบที่ควรจะเป็นของคณะกรรมการด้วยความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งคณะแต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน นอกจากนี้ จำนวนกรรมการที่เหลือควรเป็นไปตามสัดส่วนอย่างยุติธรรมของเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นแต่ละกลุ่ม

2. คณะกรรมการควรกำหนดวาระการดำรงตำแหน่งของกรรมการไว้อย่างชัดเจน โดยระบุไว้ในนโยบายการกำกับดูแลกิจการ

3. คณะกรรมการควรพิจารณาความเหมาะสมของการกำหนดคุณสมบัติของ “กรรมการอิสระ” เช่น ควรกำหนดให้เข้มงวดกว่าข้อกำหนดขั้นต่ำของสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ หรือไม่ เพื่อให้กรรมการอิสระของบริษัทมีความเป็นอิสระอย่างแท้จริงเหมาะสมกับลักษณะเฉพาะของบริษัท

4. ประสิทธิภาพของการปฏิบัติหน้าที่ในฐานะกรรมการบริษัทอาจลดลง หากจำนวนบริษัทที่กรรมการไปดำรงตำแหน่งมีมากเกินไป ดังนั้น คณะกรรมการควรพิจารณาประสิทธิภาพการทำงานของกรรมการที่ดำรงตำแหน่งหลายบริษัทอย่างรอบคอบ หรือกำหนดจำนวนบริษัทที่กรรมการแต่ละคนจะไปดำรงตำแหน่งให้เหมาะสมกับลักษณะหรือสภาพธุรกิจของบริษัท และควรให้มีการเปิดเผยข้อมูลการดำรงตำแหน่งของกรรมการแต่ละคนให้ผู้ถือหุ้นทราบ

5. คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายและวิธีปฏิบัติในการไปดำรงตำแหน่งกรรมการที่บริษัทอื่นของกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงของบริษัทอย่างชัดเจน ทั้งประเภทของตำแหน่งกรรมการและจำนวนบริษัทที่สามารถไปดำรงตำแหน่งได้ เช่น ต้องผ่านความเห็นชอบจากคณะกรรมการก่อน เป็นต้น

6. ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีหน้าที่ความรับผิดชอบต่างกัน คณะกรรมการควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจน และเพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ

7. คณะกรรมการควรเลือกให้กรรมการอิสระดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ

8. บริษัทควรมีเลขานุการบริษัทซึ่งทำหน้าที่ให้คำแนะนำด้านกฎหมายและกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่คณะกรรมการจะต้องทราบและปฏิบัติหน้าที่ในการดูแลกิจกรรมของคณะกรรมการ รวมทั้งประสานงานให้มีการปฏิบัติตามมติคณะกรรมการ

2.3 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory)

วิวัฒนาการของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน เริ่มขึ้นเมื่อต้นทศวรรษ 1950 โดย David Duran ซึ่งได้เสนอแนวคิดที่คำนึงถึงผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงิน (Financial Leverage) ต่อมูลค่าของกิจการ คือ แนวคิดกำไรสุทธิ (Net Income Approach) แนวคิดกำไรจากการดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Income Approach) และ แนวคิดวิธีปฏิบัติมาดั้งเดิม (Traditional Approach) ต่อมาในปลายทศวรรษ 1950s และ 1960s Franco Modigliani และ Merton H. Miller (MM) ได้เสนอว่า การกำหนดระดับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนไม่มีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการ ในตลาดที่มีการแข่งขันสมบูรณ์ แต่มูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ ดังนั้นมูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ ดังนั้นมูลค่าของกิจการจะพิจารณาได้จากมูลค่าสินทรัพย์ที่แท้จริง และได้ศึกษาเพิ่มเติมและนำเสนอ ทฤษฎีและข้อสรุปเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไว้ 2 แนว คือ รูปแบบที่ไม่มีภาษีเงินได้ และมีภาษีเงินได้ หลังจากนั้นมามีนักการเงินและนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านที่ทำการวิจัยพัฒนาแนวคิดของ Modigliani และ Miller (MM) (1958) โดยการวิจัยนั้นได้ทำการพัฒนานำเอาหลายปัจจัยเข้ามา ทำการศึกษาเพื่อที่จะสามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้เหมาะสมและใกล้เคียงกับความเป็นจริงมากขึ้น George M. (2003) ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนจะประกอบด้วย

1. ทฤษฎีในการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ (Tradeoff Theory) มีแนวความคิดว่า การกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายที่เหมาะสมนั้น ผู้บริหารจะต้องพิจารณาทั้งต้นทุนทางการเงินและผลประโยชน์ทางภาษีที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้
2. ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) มีแนวคิดอยู่บนพื้นฐานของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) เนื่องจากผู้จัดการบริษัทจะเป็นผู้ที่รู้ถึงความสามารถในการทำกำไรและ โอกาสในการเติบโตของกิจการได้ดีกว่าบุคคลภายนอก ดังนั้นหากกิจการมีความต้องการจัดหาเงินทุนจะพิจารณาแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการ (Internal Fund) เป็นอันดับแรก แต่หากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการมีไม่เพียงพอกับความ ต้องการ ผู้บริหารของกิจการจะต้องอาศัยแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยจะพิจารณาจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ (Debt) ก่อนการพิจารณาจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity)

2.4 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ในการศึกษาครั้งนี้ได้เน้นถึงการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและโครงสร้างของคณะกรรมการ โดยทฤษฎีของโครงสร้างเงินทุนที่เกี่ยวข้องในการศึกษาครั้งนี้คือ ทฤษฎีตัวแทน เนื่องจากผู้บริหารของกิจการถือเป็นตัวแทนที่ถูกแต่งตั้งจากผู้ถือหุ้นเพื่อให้บริหารงานในกิจการ ซึ่งมีความสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน ดังที่จะกล่าวรายละเอียดดังนี้

Jensen and Meckling (1976 อ้างถึงใน Crnigoj and Mramor, 2006) ได้กล่าวไว้ว่าความขัดแย้งระหว่างตัวแทน (Agency Conflict) แบ่งออกได้เป็นสองประเภท

ประเภทแรก คือ ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ซึ่งโดยปกติผู้บริหารจะได้รับค่าตอบแทนเฉพาะเงินเดือนเท่านั้น และไม่สามารถได้รับผลกำไรทั้งหมดที่เกิดขึ้น จากการค้าดำเนินงาน ถึงแม้ว่าบริษัทจะมีผลกำไรเหลือมากเท่าไรก็ตาม แต่ในขณะที่เดียวกันผู้บริหารต้องแบกรับภาระต้นทุนในการดำเนินงานที่เกิดขึ้นในกิจการทั้งหมด ด้วยเหตุนี้ทำให้เป็นเหตุจูงใจให้ผู้บริหารจะไม่ดำเนินงานตามวิธีในการทำงานของบริษัทเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ในทำนองเดียวกัน วรศักดิ์ ทุมมานนท์ (2543) อธิบายว่า ทฤษฎีตัวแทนมองว่ามนุษย์ทุกคนในองค์กรย่อมมีแรงผลักดันอันใดที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น ดังนั้นผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการจะพยายามหาหนทางในการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กิจการก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าหนทางนั้นเอื้ออำนวยผลประโยชน์ให้กับตัวเองด้วยสมมติฐานที่อยู่เบื้องหลังทฤษฎีตัวแทนก็คือ ผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร หรือฝ่ายจัดการต่างมีความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน โดยที่ผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการจะสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเองโดยไม่คำนึงถึงว่าการกระทำเช่นนั้นจะก่อให้เกิดประโยชน์หรือมั่งคั่งสูงสุดแก่ตัวผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือไม่

ความไม่มีประสิทธิภาพในการดำเนินงานดังที่กล่าวมาข้างต้นนี้ สามารถลดได้โดยการลดกรรมสิทธิ์ความเป็นเจ้าของและอำนาจในการบริหารงานในทางที่ไม่เหมาะสมของผู้บริหาร โดยบริษัทจะทำการกู้ยืมเงินจากแหล่งภายนอกของกิจการเพื่อเป็นการควบคุมผู้บริหารทางหนึ่ง โดย Jensen and Meckling (1976 อ้างถึงใน Crnigoj and Mramor, 2006) ได้ให้เหตุผลสนับสนุนว่าการกู้ยืมเงินจะสามารถลดกรรมสิทธิ์ความเป็นเจ้าของและอำนาจของผู้บริหารได้ เนื่องจากการกู้ยืมเงินนั้นจะต้องมีการจ่ายเงินสดออกไป เพื่อชำระเงินต้นและดอกเบี้ยตามกำหนดระยะเวลาที่ระบุไว้ในสัญญา ซึ่งเป็นปัจจัยที่จะลดกระแสเงินสดของกิจการลง ทำให้ผู้บริหารจะไม่สามารถนำกระแสเงินสดส่วนที่เหลือจากการดำเนินงานไปใช้จ่ายในทางที่ไม่เหมาะสมได้ อีกทั้งการใช้เงินทุนมาจากหนี้สินยังมีความเสี่ยงของต้นทุนการล้มละลาย ทำให้ผู้บริหารต้องใช้ความระมัดระวังในการลงทุนในโครงการต่าง ๆ เนื่องจากหากบริษัทประสบกับการล้มละลาย ผู้บริหารจะสูญเสียชื่อเสียงและต้อง

แบกรับต้นทุนการล้มละลายด้วย ดังนั้นหนี้สินจากแหล่งภายนอกของกิจการจึงเป็นเครื่องมือที่บังคับผู้บริหารทำงานให้มีคุณภาพมากขึ้น การใช้แหล่งเงินทุนที่มาจากหนี้สินนั้นจะเป็นการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินงานในกิจกรรมที่สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการส่งผลต่อให้มูลค่าหุ้นสูงสุด และช่วยลดความเสี่ยงในการล้มละลาย

ประเภทที่สองคือ ความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ ในประเด็นของผลตอบแทนแต่ละฝ่าย ซึ่งตามทฤษฎีได้อธิบายไว้ว่า กิจการที่มีการกู้ยืมเงินจากภายนอกมาจำนวนมาก บริษัทจะมีแนวโน้มในการลงทุนโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เพราะโครงการที่มีความเสี่ยงสูงมักจะให้ผลตอบแทนที่สูงเช่นเดียวกัน เมื่อโครงการประสบความสำเร็จมีผลกำไรสูงเจ้าหนี้จะได้รับผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ยซึ่งเป็นอัตราคงที่ตามที่กำหนดไว้ในสัญญา ดังนั้นผลกำไรที่เหลืออยู่จากการลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนสูง (ความเสี่ยงสูง) จะเป็นของผู้ถือหุ้นทั้งหมด แต่ในทางตรงกันข้ามถ้าหากโครงการที่กิจการลงทุนไปเกิดผลขาดทุนหรือไม่ประสบความสำเร็จตามที่คาดหวังไว้ เจ้าหนี้จะต้องร่วมเฉลี่ยความสูญเสียนี้ด้วย เนื่องจากบริษัทจะไม่สามารถจ่ายชำระคืนเงินกู้ให้เจ้าหนี้ได้ และอาจจะต้องมีการเจรจาปรับโครงสร้างหนี้ใหม่ทำให้มูลค่าของเจ้าหนี้ลดลง ดังนั้นในสัญญาการกู้ยืมเงินจึงมีข้อกำหนดต่าง ๆ ในการลงทุนและไม่ลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเกินไป เพื่อให้เจ้าหนี้ได้รับเงินต้นพร้อมผลตอบแทนตามที่กำหนดไว้ในสัญญา

จากแนวคิดพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่มีการแบ่งแยกการเป็นเจ้าของออกจากการจัดการ ซึ่งประกอบด้วยหลักการพื้นฐาน 3 ประการ ได้แก่

- 1) อำนาจสูงสุดของการเป็นเจ้าของ คือ เจ้าของแต่งตั้งกรรมการให้ดูแลสินทรัพย์ของตน
- 2) อำนาจตามหน้าที่ของคณะกรรมการ คือ คณะกรรมการเลือกผู้จัดการเพื่อเพิ่มมูลค่าสินทรัพย์ของเจ้าของ
- 3) หน้าที่ปฏิบัติตามของฝ่ายจัดการ คือ ผู้จัดการทำงานเน้นตามวัตถุประสงค์ที่คณะกรรมการกำหนดในนามของเจ้าของ

การแยกเจ้าของจากการจัดการสร้างให้เกิดความเกี่ยวพันตามกฎหมายว่าด้วยตัวแทน โดยความเกี่ยวพันระหว่างกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เป็นความรับผิดชอบอันเกิดจากความเชื่อใจและไว้วางใจต่อกัน โดยที่กรรมการมีความรับผิดชอบตามหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้น และฝ่ายจัดการมีความรับผิดชอบตามหน้าที่ต่อคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น ซึ่งการแยกดังกล่าวนี้อาจนำไปสู่ปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ทำให้ต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549)

2.5 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

สถิติที่ใช้ศึกษา คือ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) สามารถอธิบายได้ดังนี้

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2546) เป็นเทคนิคการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตั้งแต่ 3 ตัวขึ้นไป ถ้ามีตัวแปรอิสระ k ตัวที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม Y โดยที่ความสัมพันธ์อยู่ในรูปเชิงเส้น จะได้สมการความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง Y และ X_1, X_2, \dots, X_k ดังนี้

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + e$$

โดยที่ β_0 = ส่วนตัดแกน Y เมื่อกำหนดให้ $X_1 = X_2 = \dots = X_k = 0$
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_k$ เป็นสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงส่วน (Partial Regression Coefficient) โดยที่ β_i เป็นค่าที่แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม Y เมื่อตัวแปรอิสระ X_i เปลี่ยนไป 1 หน่วยโดยที่ตัวแปรอิสระ X ตัวอื่นๆ มีค่าคงที่
 เงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ มีดังนี้

1. ความคลาดเคลื่อน e เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ
2. ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ นั่นคือ $E(e) = 0$
3. ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า $V(e) = \sigma_e^2$
4. ค่า e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน; $i \neq j$ นั่นคือ covariance $(e_i, e_j) = 0$
5. ตัวแปรอิสระ X_i และ X_j ต้องเป็นอิสระกัน

2.6 ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

จากแนวคิดและทฤษฎีที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น มีงานวิจัยจำนวนมากทั้งในประเทศและต่างประเทศที่นำแนวคิดและทฤษฎีดังกล่าวมาประยุกต์ใช้เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัท โดยโครงสร้างของคณะกรรมการนั้นเป็นส่วนหนึ่งที่ถูกกำหนดไว้ในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดังนั้นผู้ศึกษาจึงได้รวบรวมวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนและการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งผู้ศึกษาแบ่งเนื้อหาออกเป็นดังนี้

- 1) งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน
- 2) งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัท
- 3) งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัทและโครงสร้างเงินทุน

2.6.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเริ่มมีบทบาทที่สำคัญนับตั้งแต่ ปี ค.ศ.1958 โดย Modigliani และ Miller ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการจัดการทางการเงินในเรื่องโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าของกิจการ (บุศรินทร์ บุรณศักดิ์, 2545) ซึ่งหลังจากนั้นเป็นต้นมาโครงสร้างเงินทุนก็กลายเป็นหัวข้อหนึ่งที่มีความสนใจในการศึกษาทั้งในและต่างประเทศ และการศึกษาเหล่านี้มีกลุ่มตัวอย่าง วิธีการศึกษารวมถึงวัตถุประสงค์ในการศึกษาที่แตกต่างกันไป ผู้ศึกษาจึงได้ทำการรวบรวมวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาในครั้งนี้ดังต่อไปนี้

บุศรินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) ศึกษาการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาโครงสร้างเงินทุน: การศึกษาประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 275 บริษัท ช่วงระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 จนกระทั่งปี พ.ศ. 2544 โดยการศึกษาแบ่งออกเป็น การทดสอบเชิงประจักษ์โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติในการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนจากข้อมูลในงบการเงินและการสำรวจโดยใช้แบบสอบถาม เป็นเครื่องมือในการสอบถามผู้บริหารเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนของกิจการ ผลการศึกษาพบว่า กิจการในประเทศไทยมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน กล่าวคือ เมื่อกิจการต้องการเงินทุนกิจการจะเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อนจากกำไรสะสม และถ้ามีความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการจะมีการก่อหนี้สินเพิ่มขึ้น มากกว่าการออกหุ้นทุน โดยมีลักษณะการจัดหาเงินทุนแบบลำดับชั้นอย่างชัดเจนในกิจการที่เผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งให้ผลที่สอดคล้องกับทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน

รจเรช กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) ได้ศึกษาทางเลือกในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกิจการในภาคการเงิน จำนวน 230 บริษัท การศึกษาค้นคว้าแบ่งกลุ่มกิจการตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มกิจการที่ต้องเผชิญข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constrained Firms) กับกลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Unconstrained Firms) โดยช่วงระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 จนกระทั่งปี พ.ศ. 2544 เพื่อพิจารณาถึงสถานะทางเศรษฐกิจ ลักษณะเฉพาะกิจการ และข้อจำกัดทางการเงิน ซึ่งวิธีการที่ใช้ในการศึกษา คือ การวิเคราะห์ข้อมูลภาคตัดขวางและการวิเคราะห์ถดถอยโดยวิธีโลจิสติก (Logit Regression) ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจ มหาภาคมีผลกระทบต่อการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน โดยกลุ่มกิจการที่เผชิญข้อจำกัดทางการเงิน มีการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมแปรผันตาม

สภาวะเศรษฐกิจมหภาค ในขณะที่กลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญข้อจำกัดด้านการเงินกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมแปรผกผันกับสภาวะเศรษฐกิจมหภาค

กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 253 บริษัท ช่วงระยะเวลาในการศึกษาดังแต่ปี พ.ศ.2542 จนถึงปี พ.ศ. 2546 โดยใช้สถิติในการวิเคราะห์ข้อมูล คือ การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยการวิเคราะห์ถดถอยพหุแบบขั้นตอน โดยศึกษาปัจจัยหรือคุณลักษณะต่างๆ ทั้งหมด 9 ตัวแปร ผลการศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยงทางธุรกิจ ขนาดของบริษัท ความผันผวนของต้นทุนผลิตภัณฑ์ และการปกป้องภาษีเงินได้นิติบุคคลจากหนี้ มีผลต่อโครงสร้างทางการเงินหรือระดับหนี้สินต่อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนไทยอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องและสนับสนุนกับทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ทฤษฎีตัวแทน และทฤษฎีอิทธิพลของลักษณะธรรมชาติของผลผลิตหรือการแข่งขันในตลาดผลิตภัณฑ์ ตามลำดับ สำหรับปัจจัยที่ไม่ก่อให้เกิดการปกป้องภาษีเงินได้นิติบุคคลจากหนี้ ความสามารถในการเจริญเติบโต ระดับของอสังหาริมทรัพย์ และความแตกต่างของหมวดอุตสาหกรรมไม่มีผลต่อระดับการก่อหนี้ของบริษัทจดทะเบียนไทย

Akhtar (2005) ได้ศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทข้ามชาติ และบริษัทในท้องถิ่นของประเทศออสเตรเลีย โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินระหว่างปี ค.ศ.1992 ถึง ปี ค.ศ. 2001 วิถีทางสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลคือ สมการถดถอยแบบโทบิต (Tobit Regression) ผลการศึกษาพบว่า อัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไรและขนาดของกิจการมีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญของทั้งบริษัทข้ามชาติและบริษัทในท้องถิ่น สำหรับบริษัทข้ามชาตินั้นปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ คือ ต้นทุนการล้มละลาย ในขณะที่บริษัทท้องถิ่นนั้นปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ คือ สินทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกัน แต่ต้นทุนการล้มละลายกลับไม่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

2.6.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัท

การศึกษาเรื่องโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัทในประเทศไทยยังไม่มีการศึกษาโดยตรง แต่ได้มีการนำเรื่องนี้มาทำการศึกษาในเชิงของการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือบรรษัทภิบาล โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดีถูกนำมาใช้อย่างเป็นทางการในประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ.2545 และได้ถูกนำมาใช้ศึกษาอย่างกว้างขวางในประเทศไทย เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์มีการผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และจัดให้มีโครงการต่าง ๆ เพื่อสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นวิธีหนึ่งในการสร้างแรงกระตุ้นให้ผู้เกี่ยวข้องตระหนักถึงคุณค่าและประโยชน์ที่ได้รับจากการที่บริษัทได้ชื่อว่ามีบรรษัทภิบาลที่ดี ซึ่งนอกจากจะ

ทำให้ภาพพจน์ของบริษัทดีขึ้นแล้วยังเป็นการเพิ่มมูลค่าหุ้นของบริษัท เพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขัน เพิ่มความสามารถในการทำกำไรในอนาคต หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้กำหนดแนวทางปฏิบัติให้แก่บริษัท ซึ่งประกอบด้วย 5 หมวด คือ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2547) โดยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้ง 5 หมวด ข้างต้นนั้น ได้กล่าวถึงความสำคัญของคณะกรรมการของบริษัทในหลักการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะในหมวดของความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการยังได้กล่าวไว้เพิ่มเติมอีกว่า คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท ดังนั้น คณะกรรมการจึงเป็นหัวใจหลักที่ก่อให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผู้ศึกษาจึงได้ทำการรวบรวมการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างคณะกรรมการไว้ดังนี้

นวนลภา อัครพุทธิพร และศิลปพร ศรีจันทเพชร (2550) ได้ศึกษาถึงคะแนนการประเมิน การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่ โดยใช้ค่า Tobin's Q เป็นตัววัดมูลค่ากิจการ กลุ่มประชากรที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ซึ่งประกาศผลในปี พ.ศ. 2549 โดยมีคะแนนอยู่ในระดับ “ดี” 145 บริษัท “ดีมาก” 62 บริษัท และ “ดีเลิศ” 9 บริษัท รวมจำนวนทั้งสิ้น 216 บริษัท โดยเก็บรวบรวมข้อมูลงบการเงินใน ปี พ.ศ. 2548 และข้อมูลของราคาหลักทรัพย์ที่นำมาใช้คำนวณนั้นเป็นราคาถัวเฉลี่ยของราคาหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2549 ผลการวิจัยพบว่า ค่า Tobin's Q ของทั้ง 3 กลุ่มไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงว่างานวิจัยนี้ไม่สามารถตอบได้ว่าการที่บริษัทจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จนได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่มีช่วงคะแนนที่แตกต่างกันไปจะมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

ไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล (2549) ได้ศึกษาเรื่อง การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยการลงทุนหรือไม่ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 397 บริษัท โดยทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระยะเวลา 1 ปี โดยแยกตามประเภทของการลงทุนกับตัวแปรอิสระซึ่งประกอบด้วย จำนวนกรณีพิพาททางกฎหมาย การเปิดเผยข้อมูลผ่านเว็บไซต์ การเปิดเผยคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายบริหารรายไตรมาส การจัดตั้งคณะกรรมการสรรหา และคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทน และสัดส่วนกรรมการอิสระ ผลการศึกษาพบว่า จำนวนกรณีพิพาททางกฎหมายเป็นประเด็นสำคัญที่สุดที่นักลงทุนสถาบันและต่างประเทศให้ความสำคัญ สำหรับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ 5 ตัวแปรนั้นไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน

ศิลปพร ศรีจันเพชร (2551) ได้ศึกษาเรื่อง ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้น กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET50) ระหว่างปี พ.ศ.2547 – 2549 รวมระยะเวลา 3 ปี ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา คือ ผลการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ และสำหรับตัวแปรอิสระ จำนวน 5 ตัวแปร ประกอบด้วย องค์ประกอบของกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหาร สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล คือ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ และสหสัมพันธ์เชิงซ้อน ผลการศึกษาพบว่า ความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าการที่ประธานกรรมการมีความเป็นอิสระมากเท่าไรจะส่งผลให้บริษัทเกิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจที่สูงขึ้น สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ แสดงให้เห็นว่าการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีมากทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นว่าผู้ถือหุ้นเหล่านี้จะมีอำนาจในการบริหารงานของบริษัท สำหรับตัวแปรสัดส่วนของกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริหาร ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

2.6.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัทและโครงสร้างเงินทุน

การศึกษาเรื่องโครงสร้างเงินทุนกับโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัทในประเทศไทยนั้นยังไม่มีการศึกษาโดยตรง แต่ในต่างประเทศได้มีการศึกษาเรื่องโครงสร้างเงินทุนกับโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัท โดยนำเรื่องดังกล่าวมาผูกเข้ากับเรื่องการค้ากับดูแลกิจการที่ดี หรือ บรรษัทภิบาล ซึ่งการค้ากับดูแลกิจการที่ดีนี้เกิดขึ้นเป็นประเด็นขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา ในทศวรรษ 1980 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่มีการปรับโครงสร้างของบริษัทอันเนื่องมาจากการควบคุมและการเข้าครอบงำกิจการในรูปแบบต่าง ๆ เพื่อเสริมสร้างประสิทธิภาพของสินทรัพย์ของบริษัทที่ถูกใช้ไปอย่างไม่เต็มที่และเพื่อผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นซึ่งผลของการปรับปรุงโครงสร้างใหม่ของบริษัทได้ส่งผลกระทบต่ออย่างมากตลอดมา (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2548) การศึกษาเรื่องการค้ากับดูแลกิจการที่ดีจึงได้มีการนำมาขยายขอบเขตการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการการค้ากับดูแลกิจการที่ดี ไม่ว่าจะเป็น คุณภาพของการการค้ากับดูแลกิจการที่ดี สิทธิของผู้ถือหุ้น โครงสร้างคณะกรรมการ เช่น ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งผู้บริหาร ขนาดของคณะกรรมการ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ค่าตอบแทนของคณะกรรมการ ความสามารถของกรรมการ เป็นต้น โดยนำมาศึกษาหาความสัมพันธ์

ระหว่างระหว่างตัวแปรต่าง ๆ อย่างต่อเนื่อง ดังนั้นผู้ศึกษาจึงได้รวบรวมวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีและโครงสร้างเงินทุนดังต่อไปนี้

Yu and other (2002) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและคุณลักษณะบางประการของธรรมาภิบาลที่พบในบริษัทจีน ความสัมพันธ์ดังกล่าวได้รับการทดสอบในกลุ่มตัวอย่างบริษัทจีนที่คัดเลือกมาทั้งหมด 60 แห่งในช่วงระหว่างปี 1996 ถึง 1998 โดยผลจากการสังเกตการณ์เบื้องต้นพบว่าความเสี่ยงที่ทางบริษัทต้องเผชิญมีแนวโน้มต่ำลงหากบริษัทมีอัตราส่วนของผู้บริหารที่เป็นบุคคลภายนอกสูงขึ้นหรือหากผู้บริหารมีระยะการดำรงตำแหน่งเป็นเวลานาน ผลลัพธ์ดังกล่าวมีความสอดคล้องกับงานวิจัยที่ถูกจัดทำมาก่อนหน้าหลายฉบับ เช่น Tam (1995) Xu and Wang (1997) โดยภาพรวมแล้ว ผลจากการสังเกตการณ์เบื้องต้นในเรื่องของความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับคุณลักษณะบางประการของธรรมาภิบาล แสดงให้เห็นว่าเหล่าผู้จัดการในบริษัทมีแนวโน้มที่จะเลือกนโยบายที่มีความเสี่ยงต่ำหากทางบริษัทของตนยึดหลักธรรมาภิบาลที่มั่นคง ซึ่งชี้ให้เห็นว่าผู้จัดการที่อยู่ในอำนาจของหลักธรรมาภิบาลที่เข้มแข็ง มีแนวโน้มที่จะชะลอความเสี่ยงจากการจัดการลงทุนเพื่อหลีกเลี่ยงความผิดพลาดเสียหายที่อาจเกิดขึ้นตามมา อย่างไรก็ตาม การค้นพบดังกล่าวได้แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติระหว่างโครงสร้างเงินทุนและคุณลักษณะของคณะผู้บริหารเฉพาะในประเด็นด้านโครงสร้างและระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของคณะผู้บริหารเท่านั้น แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวมิได้มีนัยสำคัญเชิงสถิติในประเด็นด้านขนาดและค่าตอบแทนของคณะผู้บริหารแต่อย่างใด

Abor and Biekpe (2006) ได้ศึกษาเรื่อง คุณลักษณะของคณะกรรมการมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กในประเทศกานาหรือไม่ เป็นการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับคุณลักษณะของคณะกรรมการซึ่งประกอบไปด้วยขนาดของคณะกรรมการ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ความสามารถของคณะกรรมการ การควบคุมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน และตัวแปรควบคุมประกอบด้วย อายุกิจการ ขนาดของกิจการ ความสามารถในการทำกำไร และอัตราการเจริญเติบโตของกิจการ ระยะเวลาในการศึกษา 6 ปี ระหว่าง ค.ศ.1998 – 2003 ผลการศึกษาพบว่า กิจการที่มีโครงสร้างเงินทุนที่ประกอบด้วยหนี้สินต่ำจะมีขนาดของคณะกรรมการขนาดใหญ่ แต่ในขณะที่กิจการที่มีความเป็นอิสระของคณะกรรมการสูง มีคณะกรรมการที่มีความสามารถ และกิจการที่มีระบบการบริหารแบบชั้นเดียวหรือมีการควบคุมตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน จะมีโครงสร้างเงินทุนที่ประกอบด้วยหนี้สินในจำนวนที่สูง สำหรับตัวแปรควบคุมให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน ซึ่งจากผลการศึกษานี้จะแสดงให้เห็นว่าคุณลักษณะของคณะกรรมการของกิจการจะมีผลต่อโครงสร้างเงินทุน

Abor (2007) ได้ศึกษาเรื่อง การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการตัดสินใจเลือกใช้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามีทั้งหมด 22 บริษัท ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้มีระยะเวลา 6 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1998 จนถึงปี ค.ศ. 2003 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลคือการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ โดยคุณลักษณะของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ใช้เป็นตัวแปรอิสระในการศึกษาคั้งนี้ ประกอบด้วย จำนวนกรรมการในคณะกรรมการของบริษัท สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร การควมรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการในคนเดียวกัน และระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของประธานกรรมการ ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กันในเชิงบวกกับจำนวนกรรมการในคณะกรรมการของบริษัท สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร การควมรวมตำแหน่งผู้บริหารกับประธานกรรมการในคนเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหาร

Pornsit and Kimberly (2007) ได้ศึกษาเรื่อง โครงสร้างเงินทุน สิทธิผู้ถือหุ้น และการกำกับดูแลกิจการที่ดี กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาคั้งนี้มีจำนวน 4,638 กลุ่มตัวอย่าง ซึ่งจำนวนของกลุ่มตัวอย่างมาจาก Investor Responsibility Research Centre (IRRC) และข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาอยู่ในปี ค.ศ. 1993, 1995, 1998, 2000 และ 2002 ในการศึกษาคั้งนี้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการไว้ว่า คือ สิทธิของผู้ถือหุ้น การศึกษาเป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีการจำกัดสิทธิของผู้ถือหุ้น และกิจการที่น่าถกหรือข้อบังคับมาใช้เป็นทางเลือกเพื่อลดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ภายในกิจการระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม และตัวแปรอิสระคือ สิทธิของผู้ถือหุ้น ตามข้อกำหนดของ Investor Responsibility Research Center (IRRC) ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับสิทธิของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ผลการศึกษาายังพบว่ามีกิจการที่ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในกิจการน้อยมีโครงสร้างเงินทุนที่มาจากหนี้สินสูง และกิจการที่น่าถกหรือข้อบังคับมาใช้ในการลดความขัดแย้งภายในกิจการพบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและสิทธิของผู้ถือหุ้น ดังนั้นการนำหนี้สินมาใช้ในการลดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารไม่มีความจำเป็นสำหรับกิจการที่น่าถกหรือข้อบังคับมาใช้ลดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ภายในกิจการ จึงสรุปได้ว่าหนี้สินและถกหรือข้อบังคับที่นำมาใช้ลดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ภายในกิจการมีหน้าที่เหมือนกัน คือนำมาใช้เพื่อต้องการควบคุมความขัดแย้งภายในกิจการระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารภายในกิจการ