



ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น กับโครงสร้างกรรมการ ของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between the Shareholders Structure and Board of Directors Structure at the Stock Exchange of Thailand

- **ดร. อัฐวุฒิ ปักงกร**
- อาจารย์ประจำคณะบัญชี
- ผู้เชี่ยวชาญของสถาบันวิจัยเพื่อการประเมินและออกแบบนโยบาย
- มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
-
- **Attawoot Papangkorn, DBA**
- Lecturer, School of Accountancy
- Post Doctoral, Research Institute for Policy Evaluation and Design
- University of the Thai Chamber of Commerce
-
- E-mail: attawoot.p@gmail.com

บทคัดย่อ

งานวิจัยชุดนี้มุ่งศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นกับโครงสร้างคณะกรรมการของบริษัท ซึ่งถือว่าเป็นตัวแทนในการรักษาผลประโยชน์โดยตรงของผู้ถือหุ้น ยึดถือความโปร่งใสและการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกันตามหลักบรรษัทภิบาล งานวิจัยใช้ข้อมูลแบบตัดขวางของบริษัทจดทะเบียน นำมาคำนวณค่าทางสถิติได้ระยะเวลา 11 ปี คือ ช่วงปี พศ. 2545 ถึงปี พศ. 2555 ใช้ข้อมูลจาก SETSMART และฐานข้อมูล SET ตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงสถิติ ใช้วิธีการวิเคราะห์เชิงเศรษฐศาสตร์เกี่ยวกับโครงสร้างของผู้ถือหุ้น และคณะกรรมการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ การวิเคราะห์จากสถิติเชิงพรรณนา และการหาค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยใช้สมการ

อิทธิพลคงที่ สรุปได้ว่า ในแนวคิดบรรษัทภิบาล โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับโครงสร้างคณะกรรมการของบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แม้ว่าตัววัดทุกตัวอาจไม่ไปในทิศทางเดียวกับสมมติฐาน แต่งานวิจัยชุดนี้สามารถระบุถึงความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการของบริษัทได้อย่างชัดเจน

คำสำคัญ: บรรษัทภิบาล ผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

This research paper focuses on the study of the Board of Directors as the key persons in overseeing the rights of shareholders and defining the level of transparency for the company. According to the practices in corporate governance, the research paper uses the cross-sectional data from listed companies in the Stock Exchange of Thailand. Eleven years of data, from 2002-2012, of the database from SETSMART and SET was used to calculate a statistical relationship between the structure of shareholders and board of directors through economic analysis. Various tools were employed, namely descriptive analysis and the fixed effect regression model. The paper has found that the shareholder structure as an independent variable and board of directors in listed companies as a dependent variable have a relationship at a significant level. Even though not all hypotheses in the research paper were accepted, the paper can conclude that there is a significant relationship between shareholder structure and board of directors.

Keywords: Corporate Governance, Shareholders, Board of Directors, Stock Exchange of Thailand

บทนำ

ภายหลังจากเศรษฐกิจฟองสบู่ของไทยแตกลงเมื่อปี 2540 ตลาดทุนก็มีการพัฒนาและปรับตัวใหม่ โดยเน้นสร้างความมั่นคงและแข็งแกร่งมากยิ่งขึ้น แต่สิ่งหนึ่งที่เห็นได้ชัดเจน คือ ความหลากหลายแนวทางในการลงทุน ผู้ถือหุ้นทุกคนมีความเชื่อมั่นในกฎเกณฑ์และข้อควรปฏิบัติใหม่ ๆ โดยเฉพาะการตื่นตัวของบริษัทมหาชนซึ่งเป็นวาระแห่งชาติเมื่อปี 2545 บริษัทมหาชนถือเป็นทฤษฎีว่าด้วยความโปร่งใสตรวจสอบได้ และเป็นหัวใจหลักของการประกอบกิจการยุคใหม่

คณะกรรมการของบริษัทถือเป็นตัวแทนในการรักษาผลประโยชน์โดยตรงของผู้ถือหุ้น (Jensen and Meckling, 1976) กรรมการอิสระยังถือเป็นเครื่องมือช่วยเพิ่มความโปร่งใสแก่บริษัทจดทะเบียนอีกด้วย และบริษัทมหาชนนั้นจะมีผู้ถือหุ้นหลากหลายรวมกันเป็นบริษัท ซึ่งมีทั้งผู้ถือหุ้นรายย่อยและรายใหญ่ อีกทั้งต่างชาติต่าง ๆ ทุกคนล้วนมีสิทธิของตนเอง แต่บริษัทเหล่านั้นจะมีความโปร่งใสเพียงใดที่พร้อมจะให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน ส่วนทางด้านปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free float) นั้นจะมากหรือน้อยก็ขึ้นอยู่กับผู้ถือหุ้นใหญ่ โครงสร้างผู้ถือหุ้น และกรรมการของบริษัทเป็นผู้ตัดสินใจ (Shleifer and Vishny, 1997)

ผู้บริหารของบริษัททำหน้าที่บริหารบริษัท ซึ่งโดยส่วนใหญ่เป็นส่วนหนึ่งของคณะกรรมการบริษัท แต่คณะกรรมการเหล่านี้จะเป็นผู้ที่ถูกเลือกและให้สิทธิลงคะแนนเสียงจากผู้ถือหุ้นทุกคนไว้ แต่ลักษณะของกรรมการย่อมมีความแตกต่างกันทั้งรูปแบบและจำนวน ซึ่งบริษัทมหาชนมีการคำนึงถึงส่วนของคณะกรรมการเป็นสำคัญ

จากข้อมูลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กล่าวว่า “ประเทศไทยเป็นประเทศที่ถือได้ว่าเป็นผู้นำด้านบรรษัทภิบาลในภูมิภาคเอเชีย และมีการจัดอันดับบรรษัทภิบาลที่สูงในภูมิภาค” (Thai Securities and Exchange Commission, 2013) มีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องหรือพยายามตอบโจทย์มากมาย ทั้งงานตีพิมพ์ในวารสารต่างประเทศและในประเทศ แต่งานวิจัยส่วนใหญ่มักจะเป็นการหาส่วนเพิ่มมูลค่าของกิจการหรือมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ต่าง ๆ อีกทั้งการใช้ข้อมูลมักใช้ข้อมูลระยะสั้น ไม่สามารถใช้อ้างอิงหรือหาแนวโน้มได้ แต่งานวิจัยชุดนี้ใช้ข้อมูลถึง 11 ปี อีกทั้งใช้ข้อมูลทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เท่าที่จะมีข้อมูลเอื้ออำนวยให้นักวิจัยซึ่งต้องการศึกษา โดยการใช้วิธีการวิจัยและตัวแบบการถดถอยอิทธิพลคงที่ข้อมูลเรียงตามเวลา (Fixed Effect) เพื่อที่จะมองค่าข้อมูลแบบซ้ำ ๆ (Panel Data) ในการพิสูจน์ว่า ความสัมพันธ์ในระยะยาวข้ามช่วงเวลา มีลักษณะแบบใด โดยจะสามารถแสดงถึงค่าความสัมพันธ์เชิงสถิติเศรษฐศาสตร์อย่างชัดเจน และแสดงผลเพื่อต่อยอดในเชิงนโยบาย หรือเป็นหลักฐานในการตัดสินใจที่ดีขึ้น สุดท้ายแล้วผลการวิจัยของงานวิจัยชุดนี้มีทั้งข้อขัดแย้งและส่วนสนับสนุนสมมติฐาน แต่ตัวแปรทุกตัวสัมพันธ์กันอย่างมีค่าในทางสถิติตามแนวทางระเบียบงานวิจัยอย่างถูกต้องและครบถ้วน

วัตถุประสงค์งานวิจัย คือ เพื่อตรวจสอบหาความสัมพันธ์เชิงสถิติ โดยใช้วิธีการวิเคราะห์เชิงเศรษฐศาสตร์เกี่ยวกับโครงสร้างของผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อตอบโจทย์เกี่ยวกับสมมติฐานที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรม สมมติฐานเหล่านั้นสนับสนุนหรือขัดแย้งในเชิงหลักฐานทางสถิติ และรวม

ทั้งศึกษาแนวโน้มเกี่ยวกับโครงสร้างของผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการของบริษัท หลังจากมีการใช้บริษัทภิบาลในประเทศไทย

ประโยชน์ของงานวิจัยนั้นทำให้ได้เห็นแนวโน้มของผู้ถือหุ้นรายย่อยและรายใหญ่ รวมถึงผู้ถือหุ้นต่างชาติว่ามีลักษณะเป็นอย่างไรหลังจากมีบริษัทภิบาลเกิดขึ้นในประเทศไทย และเห็นความสัมพันธ์ทางสถิติระหว่างผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการบริษัท โดยสร้างแบบจำลองเพื่อใช้ในการคาดคะเนและประเมิน แสดงถึงค่าความสัมพันธ์อย่างแท้จริง ซึ่งข้อมูลเรียงตามเวลาจะสามารถสะท้อนถึงภาวะบางอย่างของตลาดหุ้นไทย

บททวนวรรณกรรม

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance)

แนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการได้รับการพัฒนามาจากทฤษฎีตัวแทน ซึ่งเปรียบเสมือนเป็นกลไกที่ช่วยในการบริหารจัดการให้เป็นไปอย่างโปร่งใส เพื่อให้เกิดความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้น โดยมีการกำหนดบทบาทหน้าที่ให้แก่คณะกรรมการของบริษัท ในการตรวจสอบและควบคุมการปฏิบัติหน้าที่ของผู้บริหาร เพื่อให้มีการปฏิบัติหน้าที่อย่างเหมาะสม อันเป็นการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ซึ่งบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นจะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีตามไปด้วย (Shleifer and Vishny, 1997)

การบริหารงานภายใต้หลักการกำกับดูแลกิจการนั้นมีเป้าหมายเพื่อแก้ปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้จัดการกับผู้ถือหุ้น และระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อยและผู้บริหารหรือคณะกรรมการของบริษัท อีกทั้งยังเป็นการปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นด้วยการเปิดเผยข้อมูลและบริหาร

งานด้วยความโปร่งใส ซึ่งส่งผลให้บทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการจะต้องอำนวยความสะดวกให้แก่ผู้ถือหุ้น ในการเข้าถึงข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการลงทุน (Chung, Elder and Kim, 2010)

ในประเทศไทยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการในตลาดทุน สืบเนื่องมาจากวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ที่ทำให้ตลาดทุนได้รับผลกระทบและความเสียหายต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่ได้รับความเป็นธรรม จึงมีนโยบายในการจัดประชุมเพื่อพัฒนาตลาดทุนขึ้น โดยรัฐบาลได้จัดตั้งคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติขึ้นในปี พ.ศ. 2545 และจัดให้เรื่องดังกล่าวเป็นวาระแห่งชาติ เพื่อทำหน้าที่กำหนดนโยบายและทิศทางในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย (Thai Securities and Exchange Commission, 2008)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทนและตัวแทน (Jensen and Meckling, 1976) กล่าวถึงความสัมพันธ์ของตัวแทนที่เกิดขึ้นภายใต้สัญญาของบุคคลใดบุคคลหนึ่ง หรือกลุ่มบุคคลที่เรียกว่า “ตัวการ” (Principal) ได้สัญญาว่าจ้างอีกบุคคลหนึ่งที่เรียกว่า “ตัวแทน” (Agent) ให้กระทำการใด ๆ แทน รวมถึงได้มีการมอบหมายอำนาจในการตัดสินใจและการบริหารจัดการบริษัทให้แก่ตัวแทน โดยให้ดำเนินการอย่างเหมาะสมเพื่อผลประโยชน์แก่ตัวการ แต่ในทางทฤษฎีมองว่าบุคคลในองค์กรนั้นต่างมีแรงผลักดันที่จะกระทำการใด ๆ ล้วน แต่เพื่อผลประโยชน์ของตัวเองมากกว่าประโยชน์สูงสุดของบริษัทหรือเจ้าของกิจการ อีกทั้งเป้าหมายของตัวการและตัวแทนอาจจะไม่ใช่สิ่งเดียวกัน จึงส่งผลให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์

(Conflict of Interest) ระหว่างตัวการกับตัวแทนขึ้น อันเนื่องมาจากการได้รับข้อมูลที่แตกต่างกัน หรือมีการปกปิดข้อมูลเพื่อรักษาผลประโยชน์ตน ทำให้การบริหารจัดการเป็นไปอย่างไม่มีประสิทธิภาพ ที่อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาว (Holm and Scholer, 2010)

วิวัฒนาการของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย

องค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (The Organization for Economic Co-operation and Development, 2004) ได้ให้แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการว่า เป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มบุคคลต่าง ๆ ได้แก่ คณะผู้บริหาร คณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท อีกทั้งเป็นแนวปฏิบัติที่ช่วยให้บริษัทสามารถกำหนดวัตถุประสงค์ รวมถึงกระบวนการเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ได้ง่ายขึ้น ตลอดจนสามารถติดตามและวัดผลได้ โดยมีการกำหนดหลักการของการกำกับดูแลกิจการขึ้น ต่อมาในปี 2549 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งเป็นการนำข้อพึงปฏิบัติจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ที่ได้ประกาศใช้เมื่อเดือนมีนาคม พ.ศ. 2545 มาปรับปรุงให้เทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีขององค์กร เพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา และข้อเสนอแนะจากธนาคารโลก จากการเข้าร่วมโครงการ Corporate Governance-Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC) กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทเปิดเผยการปฏิบัติไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี (Annual Report)

จำนวนผู้ถือหุ้นของบริษัท คือ จำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด ไม่ว่าจะป็นรายย่อย รายใหญ่ หรือสถาบันต่าง ๆ จำนวนผู้ถือหุ้นจะแสดงถึงความน่าสนใจในการลงทุน หรือการที่หุ้นเป็นที่ต้องการของคนหมู่มาก จึงจะเห็นได้ว่า จำนวนผู้ถือหุ้นของบริษัทจะแสดงถึงสภาพคล่องของหุ้นว่า ยังมีจำนวนผู้ถือหุ้นมาก หุ้นตัวนั้นมักมีสภาพคล่องสูงตามไปด้วย (Cormier, et al., 2010) โดยนับจากจำนวนผู้ถือหุ้นโดยไม่สนใจถึงจำนวนที่ถือว่ามีมากหรือน้อย แต่จะหมายความถึงมีคนสนใจหุ้นตัวนั้นมากหรือน้อยเพียงใด

ร้อยละของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ตามคำจำกัดความหมายถึง บุคคลหรือนิติบุคคลที่ถือหุ้นเกินร้อยละ 0.5 ของบริษัท ซึ่งจะถือว่าเป็นรายใหญ่ โดยรายใหญ่นั้นก็จะถือว่าเป็นผู้ที่มีสิทธิมีอิทธิพลต่อคณะกรรมการบริษัท ปริมาณหุ้นที่ถือโดยคนกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งที่แตกต่างกันจะถือหุ้นเกินร้อยละ 0.5 ของบริษัท (Armstrong, et al., 2011)

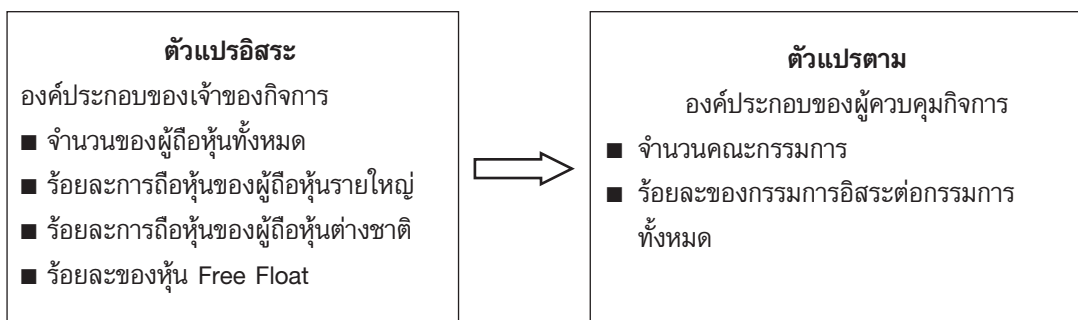
ร้อยละของผู้ถือหุ้นต่างชาติ หมายถึง ปริมาณหุ้นที่ถือโดยบุคคลหรือบริษัทที่ไม่ใช่เชื้อชาติ สัญชาติ ไทย เพราะตลาดหลักทรัพย์ไทยเคยมุ่งประเด็นว่าผู้ถือหุ้นต่างชาติ คือ กลุ่มที่มีความสนใจในมาตรฐานบรรษัทภิบาลและความโปร่งใสตรวจสอบได้ และเพิ่มความเป็นสากลแก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand, 2012b; Securities and Exchange Commission, 2013)

ร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) หมายถึง ปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยของหุ้นในแต่ละบริษัทจดทะเบียน เป็นข้อมูลที่แสดงถึงจำนวนหุ้นที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงเพื่อการซื้อขายได้ปกติ โดยหลักการ ปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยคือ หุ้นที่ไม่ได้ถือโดยนักลงทุนกลุ่ม Strategic

Shareholder (กรรมการ ผู้จัดการ และผู้บริหาร รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง; ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 5 นับรวมผู้ที่เกี่ยวข้อง) และไม่ได้เป็นหุ้นที่ซื้อคืน (Thai Securities and Exchange Commission, 2013) ปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) ย่อมทำให้สภาพคล่องของหุ้นตัวนั้นมากขึ้น และป้องกันการครอบงำจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่

จำนวนกรรมการบริษัท หมายถึง จำนวนคณะกรรมการของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นการบริหารหรือกรรมการอิสระ ผู้วิจัยจึงขอใช้เกณฑ์ที่ IOD CGR Guideline กำหนดให้จำนวนที่เหมาะสมคือ 9 ถึง 12 คน (Thai Institute of Directors, 2015)

ร้อยละของกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมดของบริษัท หมายถึง กรรมการอิสระถือว่าเป็นกุญแจสำคัญของการสร้างบรรษัทภิบาลที่ดีขององค์กร มีการให้แนวทางเกี่ยวกับร้อยละของกรรมการอิสระจากเดิมหนึ่งในสาม กรรมการอิสระควรเป็นครึ่งหนึ่ง (Thai Institute of Directors, 2013) อีกทั้งการวัดที่เป็นไปอย่างรูปธรรม คือ จำนวนกรรมการอิสระที่เข้ามาทำหน้าที่ในบริษัท จึงควรให้ความสำคัญกับร้อยละที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงของตัวแปรนี้ (Abor and Biekpe, 2007)



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานข้อที่ 1 จำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนมีความสัมพันธ์กับองค์ประกอบของผู้ควบคุมกิจการ

ผลการศึกษาของ Chung, Elder and Kim (2010) พบว่า จำนวนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดยิ่งมาก จะทำให้มีองค์ประกอบของผู้ควบคุมกิจการที่แข็งแกร่งขึ้น มีจำนวนและสัดส่วนกรรมการอิสระมาก เพราะมีความต้องการให้มีความโปร่งใส ตรวจสอบได้และมีความซื่อสัตย์ในการดำเนินงาน ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐาน

ที่ว่า

H0a: จำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดไม่มีความสัมพันธ์ ทำให้จำนวนคณะกรรมการบริษัทอยู่ในระดับที่เหมาะสม

H1a: จำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดมีความสัมพันธ์ ทำให้จำนวนคณะกรรมการบริษัทอยู่ในระดับที่เหมาะสม

H0b: จำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดไม่มีความสัมพันธ์ ในทิศทางเดียวกันต่อร้อยละของกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด

H1b: จำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันต่อร้อยละของกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด

สมมติฐานข้อที่ 2 ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นต่างชาติมีความสัมพันธ์กับองค์ประกอบของผู้ควบคุมกิจการ

ผลการศึกษาของ Rosenstein and Wyatt (1990) พบว่า บริษัทที่ผู้ถือหุ้นต่างชาติถือหุ้นในร้อยละที่สูงมักจะทำให้บริษัทนั้นมีบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้นตามไปด้วย เพราะการที่จะซื้อหุ้นของต่างชาติต้องมีการศึกษามาเป็นอย่างดีก่อนการลงทุน จึงเป็นไปได้มากที่จะทำให้จำนวนและสัดส่วนกรรมการอิสระสูงขึ้นตาม ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานที่ว่า

H0c: ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นต่างชาติไม่มีความสัมพันธ์ที่ทำให้จำนวนคณะกรรมการบริษัทอยู่ในระดับที่เหมาะสม

H1c: ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นต่างชาติมีความสัมพันธ์ที่ทำให้จำนวนคณะกรรมการบริษัทอยู่ในระดับที่เหมาะสม

H0d: ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นต่างชาติไม่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันต่อร้อยละของกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด

H1d: ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นต่างชาติมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันต่อร้อยละของกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด

สมมติฐานข้อที่ 3 ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับองค์ประกอบของผู้ควบคุมกิจการ

ผลการศึกษาของ Elbadry, Gounopoulos and Skinner (2010) พบว่า การที่หุ้นรายใหญ่ยังเป็น

คนในครอบครัวเดียวกับในกลุ่มเครือญาติจะมีความสัมพันธ์ทำให้ความโปร่งใสของกิจการลดลง เพราะกลุ่มคนกลุ่มเดียวแต่กุมอำนาจเบ็ดเสร็จของบริษัท จึงทำให้ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีมากก็จะทำให้องค์ประกอบของผู้ควบคุมกิจการด้อยลง ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานที่ว่า

H0e: ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีความสัมพันธ์ ทำให้จำนวนของคณะกรรมการบริษัทอยู่ในระดับที่ไม่เหมาะสม น้อยเกินไปหรือมากเกินไป

H1e: ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์ ทำให้จำนวนของคณะกรรมการบริษัทอยู่ในระดับที่ไม่เหมาะสม น้อยเกินไปหรือมากเกินไป

H0f: ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับเปอร์เซ็นต์ของกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด

H1f: ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับเปอร์เซ็นต์ของกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด

สมมติฐานข้อที่ 4 ร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) มีความสัมพันธ์กับองค์ประกอบของผู้ควบคุมกิจการ

จากผลการศึกษาของ Armstrong et al. (2011) พบว่า ร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) มีความสัมพันธ์กับการเพิ่มบรรษัทภิบาลของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ จึงถือว่า ร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) ที่มากขึ้น โครงสร้างของผู้ควบคุมกิจการน่าจะมากขึ้นตาม ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานที่ว่า

H0g: ร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) ไม่มีความสัมพันธ์ทำให้อำนาจคณะกรรมการบริษัทอยู่ในระดับที่เหมาะสม

H1g: ร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) มีความสัมพันธ์ทำให้อำนาจคณะกรรมการบริษัทอยู่ในระดับที่เหมาะสม

H0h: ร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) ไม่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับเปอร์เซ็นต์ของกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด

H1h: ร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับเปอร์เซ็นต์ของกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด

ระเบียบวิธีการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยชุดนี้มีประชากรเป็นบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งทุกบริษัทอยู่ภายใต้กฎหมายของตลาดหลักทรัพย์ ให้มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผู้ควบคุมบริษัทที่สอดคล้องกับบรรษัทภิบาล ที่ออกกฎเกณฑ์มาครั้งแรกในปี พ.ศ. 2545 โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ ก็คือ ทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ โดยไม่แยกหรือรวมบริษัททางการเงินเข้าไปด้วย เพราะตัวแปรที่ใช้ คือ ผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการซึ่งจะไม่เกี่ยวหรือโดนผลกระทบจากโครงสร้างงบการเงินที่แตกต่างกัน โดยทุก ๆ ปีจะมีบริษัทที่ใช้ได้มากกว่า 400 บริษัทจดทะเบียนต่อไป

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

งานวิจัยชุดนี้ใช้โปรแกรมประยุกต์เชิงสถิติ

STATA Ver.12 ในการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบวัตถุประสงค์ของงานวิจัย

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลมาจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคือ SETSMART ซึ่งเป็นข้อมูลจัดเรียงตามเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2555 รวมระยะเวลา 11 ปี

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลของงานวิจัยชุดนี้ประกอบด้วย 3 ส่วน คือ การวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนาการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยอิทธิพลคงที่

การวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) ได้แก่การหาค่าเฉลี่ย ค่าฐานนิยม ร้อยละของตัวแปรที่สนใจศึกษาทั้งหมด

การวิเคราะห์ข้อมูลโดยหาค่าความสัมพันธ์แบบค่าสหสัมพันธ์ ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ที่ใช้หาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยเฉพาะการทดสอบ เพื่อจะได้ทราบทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ

ส่วนสำคัญของงานวิจัยนี้เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม โดยใช้สมการถดถอยแบบอิทธิพลคงที่ (Fixed Effect Regression Model) เพื่อที่จะทดสอบได้ดีที่สุดสำหรับการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น สำหรับข้อมูลแบบเรียงตามเวลา (Time Series Data) และเป็นการวิเคราะห์ที่ต้องใช้ข้อมูลจำนวนมาก เพื่อจะได้ผลลัพธ์ที่ดีที่สุดเพื่อการตอบคำถามงานวิจัยชุดนี้ (Baltagi, 2005)

โดยมีสมการถดถอยแบบอิทธิพลคงที่โดยรวมทั้งสองสมการได้เป็น (Fixed Effect Regression Model) :

$$\begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \end{bmatrix}_t = \begin{bmatrix} \beta_{11} & \beta_{12} & \beta_{13} & \beta_{14} \\ \beta_{21} & \beta_{22} & \beta_{23} & \beta_{24} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} 1 \\ x_1 \\ x_2 \\ x_3 \\ x_4 \end{bmatrix}_t + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \end{bmatrix}_t$$

เมื่อ Y_1 คือ จำนวนคณะกรรมการ
 Y_2 คือ ร้อยละของกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด
 และ X_1, X_2, X_3 และ X_4 คือ จำนวนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นต่างชาติ และร้อยละของหุ้น Free Float

ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 ตารางค่าเฉลี่ยตัวแปรต้นเชิงพรรณนา

	พ.ศ. 2545	พ.ศ. 2546	พ.ศ. 2547	พ.ศ. 2548	พ.ศ. 2549	พ.ศ. 2550	พ.ศ. 2551	พ.ศ. 2552	พ.ศ. 2553	พ.ศ. 2554	พ.ศ. 2555	เฉลี่ย
จำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด	3,513.54	3,333.94	4,475.94	4,154.76	3,499.93	3,613.40	3,200.86	3,552.60	3,851.80	4,267.84	5,679.27	3,922.17
% ผู้ถือหุ้นต่างชาติ	21.83	21.09	20.69	18.28	20	18.98	18.38	17.54	16.51	15.68	20.52	19.045455
% ผู้ถือหุ้นรายใหญ่	80.81	80.42	77.47	78.38	80.34	81.17	80.5	79.89	78.68	76.66	73.2	78.865455
% หุ้น Freefloat	38.11	36.77	40.09	38.7	37.96	37.1	39.72	38.66	39.83	41.41	43.92	39.297273

จากตารางที่ 1 ค่าเฉลี่ยตัวแปรต้นสรุปได้ว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นต่างชาติเฉลี่ย 11 ปีที่ผ่านมาเพียงไม่ถึงร้อยละ 20 โดยยกข้อบังคับในการถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นต่างชาติบางบริษัทมีให้สูงถึงร้อยละ 100 เพราะสามารถขออนุญาตจากกระทรวงพาณิชย์โดยตรงเกี่ยวกับเรื่องนี้ แต่โครงสร้างตลาดทุนไทยโดยปกติแล้วจะอยู่ที่ร้อยละ 49 ไม่ให้เกินตามกฎหมายทั่วไป ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นคนรู้จักกันหรือเครือญาติก็ถือหุ้นรวมกันที่เฉลี่ยร้อยละ 79 ซึ่งหมายความว่า โครงสร้างบริษัทจดทะเบียนไทยยังคงเป็นโครงสร้างที่มีเจ้าของโดยคนกลุ่มใดกลุ่มหนึ่ง

จำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียน

ในแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกันมาก ซึ่งแสดงถึงสภาพคล่อง รวมถึงความน่าสนใจในการลงทุน เพราะบริษัทที่มีจำนวนผู้ถือหุ้นมากที่สุดสูงถึงแสนกว่าคนต่อบริษัท แต่บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นน้อยที่สุดกลับมีน้อยกว่า 100 ผู้ถือหุ้นด้วยซ้ำ แต่จำนวนเฉลี่ยในระยะเวลามากกว่า 10 ปี มีจำนวนผู้ถือหุ้นต่อบริษัทประมาณ 3,900 คน ส่วนร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) ซึ่งมีการพูดถึงกันอย่างกว้างขวางว่า จำเป็นแค่ไหนสำหรับสภาพคล่อง ซึ่งมีร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) เฉลี่ยที่ประมาณร้อยละ 40 โดยถือว่า อยู่ในระดับที่ตลาดหลักทรัพย์รับได้ (Thai Institute of Directors, 2013)

ตารางที่ 2 ตารางค่าเฉลี่ยตัวแปรตามเชิงพรรณนา

	พ.ศ. 2545	พ.ศ. 2546	พ.ศ. 2547	พ.ศ. 2548	พ.ศ. 2549	พ.ศ. 2550	พ.ศ. 2551	พ.ศ. 2552	พ.ศ. 2553	พ.ศ. 2554	พ.ศ. 2555	เฉลี่ย
จำนวนกรรมการทั้งหมด	12.72	12.49	12.63	12.3	12.03	11.74	11.56	11.42	11.5	11.19	11.18	11.89
% กรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด	25.4	26.7	26.86	28.43	29.84	31.92	33.07	35.79	37.26	37.87	37.22	31.85

จากตารางที่ 2 ค่าเฉลี่ยแสดงจำนวนคณะกรรมการทั้งหมดและร้อยละของกรรมการอิสระพบว่า จำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัทเฉลี่ย 12 คน ซึ่งตลอดระยะเวลา 11 ปีที่ผ่านมาได้มีการเปลี่ยนแปลงน้อยมาก และแนวโน้มยังเป็นการลดลงส่วนของบริษัทภิบาลด้านโครงสร้างคณะกรรมการโดยตรงที่พยายามจะทำให้มีสัดส่วนกรรมการอิสระต่อกรรมการ

ทั้งหมดให้ได้หนึ่งในสาม (Thai Institute of Directors, 2013) ซึ่งตัวเลขเฉลี่ยสามารถทำได้ในปี พ.ศ. 2551 เป็นต้นไป จนถึงปี 2555 แต่ถ้าจะดูประเด็นของกฎเกณฑ์ใหม่ของ AEC ที่ควรต้องมีกรรมการอิสระครึ่งหนึ่ง หรือร้อยละ 50 ของกรรมการทั้งหมด อาจจะต้องใช้เวลาในการปรับตัว

ตารางที่ 3 ตารางแสดงค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปร

	จำนวนกรรมการ	% ของกรรมการอิสระ	จำนวนผู้ถือหุ้น	% ต่างชาติ	% ผู้ถือหุ้นใหญ่	% Freefloat	ทรัพย์สิน	กำไรสุทธิ	รายรับ
จำนวนกรรมการ	1.0000								
% ของกรรมการอิสระ	-0.3051*	1.0000							
	0.0000								
จำนวนผู้ถือหุ้น	0.2911*	0.1294*	1.0000						
	0.0000	0.0000							
% ต่างชาติ	0.0711*	-0.0513*	0.1126*	1.0000					
	0.0000	0.0000	0.0000						
% ผู้ถือหุ้นใหญ่	-0.0111*	-0.1135*	-0.3128*	0.1360*	1.0000				
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000					
% Freefloat	0.0214*	0.1407*	0.2527*	-0.1097*	-0.8080*	1.0000			
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000				
ทรัพย์สิน	0.3112*	0.0984*	0.5901*	0.3526*	-0.1128*	0.1349*	1.0000		
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000			
กำไรสุทธิ	0.2919*	0.0899*	0.4724*	0.3242*	-0.1161*	0.1534*	0.7992*	1.0000	
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000		
รายรับ	0.3017*	0.0709*	0.4624*	0.2970*	-0.0001	0.0209*	0.8066*	0.7923*	1.0000
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.8735	0.0000	0.0000	0.0000	

หมายเหตุ: เครื่องหมาย * มีความหมายว่า ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างคู่ตัวแปรคู่นั้นมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 ส่วนตัวหนา คือ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกและมีค่าอิทธิพลที่ค่อนข้างสูง

จากตารางที่ 3 แสดงค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรที่สนใจศึกษา ตัวแปรต้นและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จะมีเครื่องหมาย * จากตาราง พบว่า จำนวนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนของกรรมการอิสระในทิศทางเดียวกัน คล้ายกับสมมติฐานที่ได้เขียนไว้ก่อนหน้า แต่สัดส่วนของหุ้นต่างชาติต่อสัดส่วนของกรรมการอิสระกลับมีค่าสหสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม นอกจากนี้คือ สัดส่วนของหุ้นต่างชาติมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอย่างจำนวนผู้ถือหุ้นในทิศทางเดียวกัน และถ้าจะมองถึงสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ก็มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับสัดส่วนของกรรมการอิสระ ซึ่งตรงกับสมมติฐานที่ได้ทบทวนวรรณกรรมมาจาก Elbadry, Gounopoulos and Skinner (2010) แต่สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรอิสระอย่างจำนวนของผู้ถือหุ้น

และสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นต่างชาติ

ร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนของกรรมการอิสระในทิศทางเดียวกัน นั้นหมายความว่า สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และยังมีค่าสหสัมพันธ์เชิงบวกกับจำนวนผู้ถือหุ้น แต่อย่างไรก็ตาม ร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นใหญ่ ซึ่งถือว่าข้อมูลที่ใชในงานวิจัยชุดนี้เป็นข้อมูลที่มีจำนวนมาก สามารถอ้างอิงในเชิงนโยบาย และสอดคล้องกับการทบทวนวรรณกรรม (Armstrong, et al., 2011; Elbadry, Gounopoulos and Skinner, 2010; Thai Institute of Directors, 2013)

ตารางที่ 4 ตารางค่าสมการถดถอยแบบอิทธิพลคงที่

ตัวแปร	(สมการ 1) จำนวนกรรมการ	(สมการ 2) ร้อยละของกรรมการอิสระ
จำนวนผู้ถือหุ้น	6.30e-05*** (4.37e-07)	0.000136*** (1.50e-06)
ร้อยละผู้ถือหุ้นต่างชาติ	-0.00944*** (0.000141)	-0.0303*** (0.000485)
ร้อยละผู้ถือหุ้นใหญ่	0.0171*** (0.000391)	0.0841*** (0.00136)
ร้อยละหุ้น Freefloat	0.00186*** (0.000247)	0.0959*** (0.000862)
ทรัพย์สิน	0.294*** (0.00371)	0.267*** (0.0131)
กำไรสุทธิ	0.0337*** (0.00286)	0.107*** (0.00996)
รายรับ	0.300*** (0.00364)	-0.0659*** (0.0127)
Constant	1.419*** (0.0492)	18.25*** (0.171)
Observations	1,126,953	1,087,337
R-squared	0.147	0.040
Number of year	11	11
F test	0	0

Standard errors in parentheses

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

จากตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยแบบอิทธิพลคงที่ (Fixed Effect Regression) จะเห็นได้ว่า สมการที่มีตัวแปรตาม คือ จำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัทมีค่า R-Squared เท่ากับ 0.147 พบว่า ตัวแปรต้นที่เกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้น ทุกตัวมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับจำนวน

กรรมการ ซึ่งเป็นตัวแปรตามในระดับความสำคัญที่ ***p < 0.01 ทุกตัวแปร แต่แตกต่างกันที่ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ว่าเป็นบวกหรือเป็นลบ ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันหรือทิศทางตรงกันข้ามระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม อีกทั้งการที่ข้อมูลมีจำนวนมากและเป็นข้อมูลเรียงตามเวลา

น่าจะทำให้ผลงานวิจัยสะท้อนถึงความจริง และแสดงค่าสัมพัทธ์ที่ดีขึ้นในเชิงสถิติ

ส่วนสมการที่มีตัวแปรตาม คือ ร้อยละของกรรมการอิสระมีค่า R-Squared เพียง 0.040 มีความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในสมการอย่างมีนัยสำคัญในระดับที่ $***p < 0.01$ ทุกตัวแปร อีกทั้งค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ของตัวแปรก็ยังคงแสดงในทิศทางเดียวกันกับสมการแรกอีกด้วย แต่ระดับของค่าสัมประสิทธิ์ในสมการนี้จะสูงกว่าสมการแรกอย่างเห็นได้ชัดเจน

สมมติฐานข้อที่ 1 ถือว่า ยอมรับและสนับสนุนสมมติฐานข้อนี้ได้ว่า ถ้าจำนวนผู้ถือหุ้นของบริษัทมีมากขึ้นจะทำให้จำนวนกรรมการของบริษัทอยู่ในจำนวนที่เหมาะสม และทำให้ร้อยละของกรรมการอิสระมีมากขึ้น เพิ่มความโปร่งใสแก่การบริหารงานของบริษัท เพราะมีความสัมพันธ์เชิงบวก ซึ่งตรงกับงานวิจัยของ Chung, Elder and Kim (2010)

สมมติฐานข้อที่ 2 ถือว่า ปฏิเสธหรือไม่สนับสนุนกับสิ่งที่ได้ทบทวนวรรณกรรมมา ต่างกับผลการศึกษาของ Rosenstein and Wyatt (1990) เพราะการที่มีร้อยละของผู้ถือหุ้นต่างชาติมาก แต่กลับทำให้มีร้อยละของกรรมการอิสระน้อยลง ซึ่งน่าจะเป็นผลมาจากนักลงทุนต่างชาติมีจำนวนน้อยลง และไม่ได้มีความสำคัญต่อตลาดทุนไทยมาก เมื่อเทียบกับตัวเลขและแผนภูมิที่มีการเสนอก่อนหน้านี้ โดยจะเห็นได้ว่า ร้อยละของผู้ถือหุ้นต่างชาติอยู่ประมาณเพียงร้อยละ 20 ของตลาดทุนไทยทั้งหมด จึงสรุปได้ว่า ร้อยละของผู้ถือหุ้นต่างชาติไม่ได้เพิ่มร้อยละของกรรมการอิสระของบริษัทแต่อย่างใด หรืออาจไม่สามารถอธิบายในเชิงคาดคะเนค่าของการเพิ่มขึ้นของผู้ถือหุ้นต่างชาติ จะทำให้กรรมการอิสระเพิ่มขึ้นตามได้แต่อย่างใด

สมมติฐานข้อที่ 3 ถือว่า ร้อยละของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งข้อนี้จะตรงกับงานวิจัยของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่กล่าวว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่ยังคงเป็นลักษณะธุรกิจครอบครัว (Thai Securities and Exchange Commission, 2013) โดยสมมติฐานข้อนี้ถือว่า ปฏิเสธหรือไม่สนับสนุน เพราะเห็นได้ชัดว่าการที่ร้อยละของผู้ถือหุ้นใหญ่สูงขึ้น ก็ทำให้ร้อยละของกรรมการอิสระสูงขึ้นไปด้วย โดยผลน่าจะมาจากธุรกิจครอบครัวหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ก็ต้องการสร้างความโปร่งใสแก่องค์กร และเพิ่มมาตรฐานบรรษัทภิบาลให้แก่บริษัทเช่นเดียวกัน จึงทำให้การเพิ่มของร้อยละของกรรมการอิสระตอบสนองในทิศทางเช่นเดียวกันกับการเพิ่มของผู้ถือหุ้นใหญ่

สมมติฐานข้อที่ 4 ถือว่า ยอมรับและสนับสนุนตามการทบทวนวรรณกรรม ซึ่งก็คือ เมื่อร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) สูงขึ้น จำนวนกรรมการจะอยู่ในตัวเลขที่เหมาะสม และร้อยละของกรรมการอิสระจะเพิ่มขึ้นตามอย่างมีนัยสำคัญ โดยสมมติฐานข้อนี้ตรงกับงานวิจัยของ Armstrong, et al. (2011)

สรุปผลการวิจัย

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติด้วยเครื่องมือหลายชนิดเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของงานวิจัยครั้งนี้ คือ ตัวแปรต้นและตัวแปรตามต่างเป็นองค์ประกอบของบรรษัทภิบาล โดยในการวิจัยครั้งนี้กำหนดให้โครงสร้างของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรต้น และคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนเป็นตัวแปรตาม จำนวนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับร้อยละของกรรมการอิสระอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากผลดังกล่าวจะสามารถอธิบายได้ว่า การที่มีจำนวน

ผู้ถือหุ้นมากขึ้น ผู้สนใจลงทุนอ่านเอกสารและเข้าใจบริษัทภิบาลมากขึ้น ทำให้บริษัทต้องมีการปรับปรุงเพิ่มกรรมการอิสระเข้าไปเป็นตัวแทนให้แก่ผู้ถือหุ้น รวมทั้งเหมือนกับการกระทบจากภายนอก (External Force) ที่ต้องการความโปร่งใส เพื่อลดปัญหาตัวการและตัวแทน (Agency Problem) ให้น้อยลงในบริษัทที่ผู้ถือหุ้นลงทุนอยู่

ร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับร้อยละของกรรมการอิสระอย่างมีนัยสำคัญ จากผลดังกล่าวจะสามารถอธิบายได้ว่า การที่มีร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) ของบริษัทจดทะเบียนสูง ๆ จะทำให้สภาพคล่องของหุ้นสูงขึ้นเช่นเดียวกับทฤษฎีและกลไกของร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) กล่าวคือ ถ้าร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) สูงขึ้น ก็จะทำให้กรรมการอิสระมีมากขึ้นและจะทำให้บริษัทภิบาลดีขึ้นตามไปด้วย

ร้อยละผู้ถือหุ้นต่างชาติ ได้ผลการศึกษาไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับค่าคาดหวัง กล่าวคือ การเพิ่มขึ้นของร้อยละผู้ถือหุ้นต่างชาติกลับไม่ทำให้ร้อยละของกรรมการอิสระหรือจำนวนของกรรมการเพิ่มขึ้นตามไปด้วย ซึ่งอาจอธิบายได้ว่า อาจเนื่องมาจากผู้ถือหุ้นต่างชาติเหล่านั้น คือ นิติบุคคลหรือบุคคลที่จดทะเบียนในต่างประเทศ ไม่มีการยืนยันได้ว่า ผู้ถือหุ้นต่างชาติสนใจบริษัทภิบาล หรือให้ความสำคัญกับบริษัทภิบาลของบริษัทจดทะเบียนในไทยเหนือกว่าผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในไทย เพราะการเลือกตัดสินใจลงทุนของผู้ถือหุ้นต่างชาติ อาจเนื่องมาจากปัจจัยอื่นอีกมากมายที่ไม่สามารถควบคุม

ได้ หรือผู้ถือหุ้นต่างชาติไม่ได้ใช้สิทธิหรือถือหุ้นในปริมาณที่สามารถควบคุมส่วนการบริหารบริษัทภิบาลก็เป็นได้

จากผลการศึกษา พบว่า ร้อยละของผู้ถือหุ้นใหญ่ไม่เป็นตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับค่าคาดหวัง ได้แก่ ที่คาดว่าถ้าร้อยละของผู้ถือหุ้นใหญ่สูง จะทำให้ร้อยละของกรรมการอิสระน้อยลง แต่จากผลการวิเคราะห์ค่าทางสถิติกลับได้ผลลัพธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ดังนั้นปัญหาของธุรกิจครอบครัวหรือผู้ถือหุ้นใหญ่จะไม่สนใจการเปิดเผยข้อมูล ไม่สนใจผู้ถือหุ้นรายย่อย และไม่มีความเป็นอิสระของโครงสร้างกรรมการ ก็อาจจะไม่จริง เพราะมีการเพิ่มขึ้นของร้อยละกรรมการอิสระที่สามารถจะเป็นตัวแทนและลดปัญหาความไม่โปร่งใส เพื่อเพิ่มมูลค่าของบริษัทภิบาลก็เป็นได้

จากการศึกษาและวิเคราะห์ค่าทางสถิติก็จะเห็นได้ชัดเจนว่า แนวโน้มของตัวแปรต่าง ๆ มีการปรับตัวอย่างช้า ๆ ไปในทิศทางที่ตลาดหลักทรัพย์และกลต.อยากให้เป็น ร้อยละของกรรมการอิสระมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (Thai Institutes of Directors, 2013; Thai Securities and Exchange Commission, 2013) ร้อยละของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีการลดลงและการเพิ่มขึ้นของร้อยละของปริมาณการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) ตลอด 11 ปีที่ผ่านมา โดยแนวโน้มเหล่านี้สามารถสร้างเป็นประเด็นเชิงนโยบายได้อย่างมีหลักฐานที่เชื่อถือได้อย่างเหมาะสมต่อไป

จากผลการศึกษาถึงปัจจัยต่าง ๆ ผ่านการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบอภิปหุผลคงที่ระยะเวลาถึง 11 ปี เห็นได้ชัดเจนว่า ร้อยละของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างของผู้ถือหุ้นทั้งสิ้น และเป็นปัจจัยที่เพิ่มมูลค่าของบริษัทภิบาลให้แก่บริษัท

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

งานวิจัยต่อไปอาจเพิ่มตัวแปรของกลไกการกำกับดูแลกิจการมากขึ้น ทั้งนี้ อาจพิจารณาถึงปัจจัยภายในอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น สัดส่วนการถือหุ้นของสถาบันการเงิน หรือกองทุนต่าง ๆ การถือครองหุ้นของนักลงทุนในระยะสั้น กลาง และยาว ระยะเวลาการดำรงตำแหน่งกรรมการอิสระและบริหาร เป็นต้น สุดท้ายนี้ เครื่องมือในการวิเคราะห์ค่าความสัมพันธ์ทางสถิติ หรือการประเมินผล อาจใช้เครื่องมืออื่น ๆ มาช่วยพิจารณา เพื่อให้เห็นมุมมอง หรือประเด็นที่ต่างออกไปจากงานวิจัยชุดนี้ อาทิเช่น 2SLS Cross-sectional Regression เป็นต้น

บรรณานุกรม

- Abor, J., and Biekpe, N. 2007. "Corporate Governance, Ownership Structure and Performance of SMEs in Ghana: Implications for Financing Opportunities." **Journal of Corporate Governance** 7, 3: 288-300.
- Akerlof, G. 1970. "The Market for "Lemons" Quality Uncertainty and the Market Mechanism." **The Quarterly Journal of Economics** 84,3: 488-500.
- Armstrong, C.S., et al. 2011. "When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital?" **Journal of Accounting Research** 49, 1: 1-40.
- Baltagi, Badi H. 2005. **Econometric Analysis of Panel Data**. 3rd ed. Chichester: Wiley.
- Chen, M. and Lee, K. C. 2008. "Compensation, Corporate Governance and Owner Shareholding: Theory and Evidence from Family Ownership." **International Research Journal of Finance and Economics** 22, 1: 144-160.
- Chung, K.H. and Zhang, H. 2011. "Corporate Governance and Institutional Ownership." **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 46, 1: 247-273.
- Chung, K.H., Elder, J. and Kim, J.C. 2010. "Corporate Governance and Liquidity." **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 45, 2: 265-291.
- Cormier, D., et al. 2010 "Corporate Governance and Information Asymmetry between Managers and Investors." **Journal of Corporate Governance** 10, 5: 574-589.
- Cormier, D., Ledoux, M.J. and Magnan, M. 2011. "The Information Contribution of Social and Environmental Disclosures for Investors." **Management Decision** 49, 8: 1276-1304.
- Eisenhardt, K.M. 1989. "Agency Theory: An Assessment and Review." **Academy of Management Review** 14, 1: 57-74.
- Elbadry, A., Gounopoulos, D. and Skinner, F.S. 2010. **Governance Quality and Information Alignment** [Online]. Available: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2373902
- Fama, E. and Jensen, M. 1983. "Separation of Ownership and Control." **Journal of Law and Economics** 26, 2: 301-325.

- Holm, C. and Scholer, F. 2010. "Reduction of Asymmetric Information Through Corporate Governance Mechanisms-The Importance of Ownership Dispersion and Exposure Toward the International Capital Market." **Journal of Corporate Governance** 18, 1: 32-47.
- Jensen, M. and Meckling, W. 1976. "Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." **Journal of Financial Economics**, 3,4: 305-310.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. 1998. **Harmful Tax Competition: An Emerging Global Issue**. Paris: OECD.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. 2004. **OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD.
- Rosenstein, S. and Wyatt J.G. 1990. "Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth." **Journal of Financial Economic** 26,1: 175-191.
- Rutherford, M.A. and Buchholtz, A.K. 2007. "Investigating The Relationship Between Board Characteristics and Board Information." **Journal Compilation** 15,4: 576-584.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. 1997. "A Survey of Corporate Governance." **The Journal of Finance** 52,2: 737-783
- Stock Exchange of Thailand. 2012a. **Background of Corporate Governance** [Online]. Available: http://www.set.or.th/en/regulations/cg/cg/history_p1.html
- Stock Exchange of Thailand. 2012b. **The Principle of Good Corporate Governance for Listed Companies 2012** [Online]. Available: http://www.set.or.th/en/regulations/cg/cg/principle_p1.html
- Thai Institute of Directors. 2013. **Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2013** [Online]. Available: <http://www.thai-iod.com/en/projects-2-detail.asp?id=253>
- Thai Institute of Directors. 2015. **CGR 2015** [Online]. Available: <http://www.thai-iod.com/en/projects-2-detail.asp?id=255>
- Thai Securities and Exchange Commission. 2008. **CG Thailand** [Online]. Available: <http://www.cgthailand.org/TH/Pages/Home.aspx>
- Thai Securities and Exchange Commission. 2012. **Corporate Governance Development** [Online]. Available: <http://www.cgthailand.org/TH/Development/GoodGovernance/Pages/CGdevelopment.aspx>
- Thai Securities and Exchange Commission. 2013. **Good Corporate Governance Guideline 2013** [Online]. Available: <http://www.cgthailand.org/TH/Regulation/SET/Pages/SETrule.aspx>



Mr. Attawoot Papangkorn received his DBA in Management from the University of the Thai Chamber of Commerce. He is currently a lecturer in the School of Accountancy and post-doctoral researcher at RIPED, University of the Thai Chamber of Commerce. His research interests are in Corporate governance, Fraud auditing and CSR.