

การเพิ่มมูลค่าขององค์กรจากบรรษัทภิบาล (Enhancing Enterprise Value through Corporate Governance)

จักรพันธ์ กิตตินรรัตน์¹

บทคัดย่อ

บรรษัทภิบาล (Corporate Governance) กำลังเป็นประเด็นที่ได้รับการกล่าวถึงและได้รับความสำคัญมากขึ้น ทั้งจากภาครัฐและภาคเอกชน โดยเฉพาะในสถานการณ์ปัจจุบันที่มีเหตุการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นในเรื่องของการทุจริต การคอร์ปชั่น การจงใจบิดเบือนข้อมูลข่าวสาร หรือการบริหารจัดการที่ผิดพลาดของบริษัทขนาดใหญ่เกิดขึ้น และได้รับการเปิดเผยออกมาเป็นระยะ ซึ่งส่งผลให้เกิดการล้มละลายของธุรกิจ คิดเป็นมูลค่ามหาศาล อีกทั้งยังไม่มีสิ่งที่สามารถบ่งบอกได้ว่าเหตุการณ์ในลักษณะดังกล่าวจะไม่เกิดขึ้น ในอนาคตอันใกล้ ยิ่งเป็นสิ่งที่ย้ำให้เห็นความสำคัญของบรรษัทภิบาลมากขึ้น ดังนั้นบทความนี้จึงมุ่งอธิบายถึงความหมาย และความสำคัญของการมีบรรษัทภิบาลกับการเพิ่มมูลค่ากิจการเพื่อเป็นประโยชน์ในการนำไปสู่การเสริมสร้างบรรษัทภิบาล และการเพิ่มมูลค่าทางธุรกิจขององค์กรในอนาคต

คำสำคัญ: บรรษัทภิบาล มูลค่าขององค์กร

ABSTRACT

Corporate Governance is the issue that has now received widespread attention and focus from both the public and private sectors. This is especially true given the ongoing concerns over corruption, fraud, intentional misrepresentation of information, and mismanagement of large companies resulted in the bankruptcy of the businesses and losses of tremendous value. There are no guarantee that these events will not happen again in the near future. Society now gives more emphasis on the importance of corporate governance. Therefore, this article aims to explain the meaning and importance of corporate governance in increasing enterprise value which would create better understanding on the benefit of strengthening corporate governance and increasing the business value of enterprise in the future.

Keywords: Corporate Governance, Enterprise Value

บทนำ

ปัจจุบันนี้ คำว่า "บรรษัทภิบาล" (Corporate Governance) กำลังเป็นประเด็นที่ได้รับการกล่าวถึงและได้รับความสำคัญมากขึ้นทั้งจากภาครัฐและภาคเอกชน ไม่เฉพาะแต่เพียงในประเทศที่กำลังพัฒนาอย่างประเทศไทย แต่รวมไปถึงประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกา (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2550) โดยเฉพาะในสถานการณ์ปัจจุบันที่มีเหตุการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นในเรื่องของการทุจริต การคอร์ปชั่น การจงใจบิดเบือนข้อมูลข่าวสาร หรือการบริหารจัดการที่ผิดพลาดของบริษัท

ขนาดใหญ่เกิดขึ้น และได้รับการเปิดเผยออกมาเป็นระยะ ไม่ว่าจะเป็นกรณีของ บริษัท เอนรอน หรือ บริษัท เวิลด์คอม ซึ่งส่งผลให้เกิดการล้มละลายของธุรกิจ คิดเป็นมูลค่ามหาศาล อีกทั้งยังไม่มีสิ่งที่สามารถบ่งบอกได้ว่าเหตุการณ์ในลักษณะดังกล่าวจะไม่เกิดขึ้น ในอนาคตอันใกล้ ยิ่งเป็นสิ่งที่ย้ำให้เห็นความสำคัญของบรรษัทภิบาลมากขึ้น (Drobetz, 2005)

อย่างไรก็ตาม ไม่ได้หมายความว่า บรรษัทภิบาล จะเพิ่มมีความสำคัญในระยะที่สังคมและเศรษฐกิจกำลังมีวิกฤติการณ์ (Crisis) เกิดขึ้นเท่านั้น เพียงแต่เมื่อเกิด

¹ ผู้ช่วยศาสตราจารย์สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏพระนคร อีเมลล์ jakky1000@hotmail.com

วิกฤติการณ์เกิดขึ้น บุคคลต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ก็มักจะมีการเรียกร้องให้มีการดูแลจัดการในองค์กรที่ดี ซึ่งดูแล้วก็อาจจะเปรียบเทียบได้เหมือนกรณีของวัวหายแล้วล้อมคอก ซึ่งน่าจะเป็นการดีกว่าถ้าจะมองว่าบรรษัทภิบาลคือสิ่งที่จำเป็นสำหรับทุกองค์กร ในทุกๆ เวลา และทุกๆ สังคม เนื่องจากการขยายตัวของกิจการจากธุรกิจครอบครัวหรือการเปลี่ยนแปลงตัวเองจากรัฐวิสาหกิจแล้วแปรรูปเป็นบริษัทมหาชน เป็นสิ่งที่ถือได้ว่าเป็นวัฏจักรของธุรกิจ โดยทั่วไปที่เมื่อมีการเจริญเติบโตขึ้น ก็มีความต้องการเงินทุนเพิ่มมากขึ้นจากแหล่งเงินทุนภายนอกของกิจการหรือการที่ธุรกิจขยายใหญ่ขึ้นก็ทำให้ธุรกิจมีความซับซ้อนมากขึ้น จำต้องมีการจ้างผู้บริหารมืออาชีพเข้ามาบริหารกิจการ ซึ่งไม่ว่าจะเป็นทางใดก็แล้วแต่ ก็จะก่อให้เกิดกลุ่มบุคคลที่มีส่วนได้ส่วนเสียในธุรกิจมากขึ้น ซึ่งกลุ่มบุคคลเหล่านี้ก็อาจจะมีความต้องการหรือผลประโยชน์ที่ไม่สอดคล้องกัน (Conflict of Interest) ซึ่งจากการที่ธุรกิจขยายใหญ่ขึ้น มีความซับซ้อนมากขึ้น จึงเป็นสิ่งที่จำเป็นในการที่จะต้องมีระบบการจัดการ กำกับดูแลที่ดี เนื่องจากว่าธุรกิจหนึ่งๆ ก็เปรียบได้กับประเทศหนึ่งที่ต้องมีการปกครอง ควบคุมดูแล เพื่อให้คนในประเทศนั้นๆ และบุคคลอื่นๆ เกี่ยวข้องได้รับการคุ้มครองเพื่อให้ได้ผลประโยชน์สูงสุด (ทำนุ ธรรมมงคล, 2550)

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าบรรษัทภิบาลไม่ได้เป็นเรื่องไกลตัว หรือเป็นสิ่งที่กล่าวถึงเฉพาะในเชิงวิชาการเท่านั้น แต่บรรษัทภิบาลเป็นสิ่งที่ส่งผลกระทบต่อทุกๆ คนในสังคม เนื่องจากว่าคนเราทุกคนในสังคมก็ต้องเกี่ยวข้องกับธุรกิจไม่ทางตรงก็ทางอ้อม ทางใดทางหนึ่ง เช่น เป็นเจ้าของของกิจการ เจ้าหน้าที่ของกิจการ คู่ค้าของกิจการ ลูกค้าของกิจการ พนักงานของกิจการ รวมถึงบุคคลต่างๆ ในสภาพแวดล้อมนั้นๆ ที่กิจการได้ตั้งอยู่ ซึ่งเราสามารถเรียกรวมกันได้ว่า กลุ่มบุคคลผู้มีส่วนได้ส่วนเสียขององค์กร

ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับบรรษัทภิบาล

ก. ความหมายและความสำคัญของบรรษัทภิบาล

บรรษัทภิบาล มีนิยามหรือคำจำกัดความที่แตกต่างกันและหลากหลาย ดังเช่น ความหมายของสมาคมผู้ตรวจสอบภายในแห่งประเทศไทย คือ หลักในการบริหารจัดการธุรกิจทุกประเภททุกขนาดให้เติบโตอย่างมั่นคงด้วยการสร้างกลไกควบคุมการดำเนินงานขององค์กร ให้เป็นไปอย่างโปร่งใสและเกิดความเป็นธรรมต่อ ผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ ผู้บริหาร พนักงาน คู่ค้า ลูกค้า ตลอดจน

รับผิดชอบต่อชุมชนและสิ่งแวดล้อม หรือ พรอนงค์ บุชรา ตระกูล (2550) ได้นิยามว่าบรรษัทภิบาลหมายถึง ระบบที่ใช้จัดการ กำกับดูแลและควบคุมองค์กร หรือ ดังที่ อัจฉรา โยมสินธุ์ (2544) อธิบายไว้ว่า บรรษัทภิบาล คือ บรรษัทภิบาล หมายถึง องค์กรขนาดใหญ่ที่ทำธุรกิจเพื่อมุ่งหวังผลกำไร มีเสถียรภาพ มีการเจริญเติบโตและแผ่แผ่ต่อสังคม ซึ่งรวมถึงธุรกิจเอกชน รัฐวิสาหกิจ และบริษัทข้ามชาติที่มีโครงสร้างของรัฐ ในขณะที่ เดือนเตน นิคมบริรักษ์ (2542) ได้ให้นิยามของการมีบรรษัทภิบาลที่ดี (Good Corporate Governance) คือ กิจการมีการบริหารจัดการธุรกิจที่เป็นธรรมและโปร่งใส โดยผู้ที่มีอำนาจบริหารจัดการธุรกิจนั้นๆ มีความรับผิดชอบต่อหน้าที่และผลการกระทำของตนต่อผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท (Stakeholders) ทุกฝ่าย รวมถึงผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ พนักงานรัฐ ลูกค้า ตลอดจนประชาชนทั่วไป โดย คณะกรรมการ (Board) มีหน้าที่ตรวจตรา (Monitor) การบริหารงานของผู้บริหาร (Management) ให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ และนโยบายของบริษัท ในขณะที่ผู้บริหารงาน มีหน้าที่ในการบริหารธุรกิจ เพื่อที่จะสร้างผลกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นทุกรายโดยไม่เลือกปฏิบัติระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และรายย่อย ทั้งกรรมการและผู้บริหารมีความรับผิดชอบต่อร่วมกันที่จะชดใช้หนี้ให้แก่เจ้าหนี้ครบถ้วนตามกำหนดเวลาจ่ายภาษีให้แก่รัฐ ปฏิบัติตามกฎหมายระเบียบในการประกอบธุรกิจต่างๆ ของรัฐ นอกจากนี้แล้วยังมีความรับผิดชอบต่อพนักงานให้มีความเป็นอยู่ที่ดี มีความรับผิดชอบต่อลูกค้าให้ได้รับสินค้าที่มีคุณภาพหรือมีบริการที่ดี ตลอดจนประชาชนให้ได้ อยู่ในสิ่งแวดล้อมที่ดีอีกด้วย

ทั้งนี้ นิยามที่ได้รับความนิยมคือ บรรษัทภิบาล หมายความว่าถึง ระบบหรือกลไกที่ใช้จัดการ กำกับดูแล และควบคุมองค์กรหรือบริษัท แต่ที่สำคัญคือเป้าหมายหลักของบรรษัทภิบาล ซึ่งก็คือ ธรรมภิบาล (Good Corporate Governance) ที่เน้นในเรื่องกระบวนการ กิจกรรม หรือกลไกที่องค์กรหรือบริษัทกระทำหรือดำเนินการ เพื่อให้เกิดการจัดการที่ดีในองค์กร ในขณะที่เดียวกันก็มุ่งขจัดความล้มเหลวหรือข้อผิดพลาดของธุรกิจที่อาจเกิดจากการทุจริต การคอร์รัปชัน หรือการบริหารจัดการที่ผิดพลาดที่จะส่งผลให้เกิดความเสียหายและส่งผลกระทบต่อกลุ่มบุคคลผู้มีส่วนได้ส่วนเสียต่างๆ ของธุรกิจนั่นเอง (La Porta et al., 2000)

อย่างไรก็ตามองค์กรไม่ควรจะหยุดให้ความสนใจอยู่ที่เพียงบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) เพราะสิ่งที่ควรจะให้สนใจจริงๆ ก็คือกระบวนการ

กิจกรรม หรือ กลไกที่องค์กรหรือบริษัทกระทำเพื่อให้เกิดการจัดการที่ดีในองค์กร หรือ เรียกว่า ธรรมภิบาล (Good Corporate Governance) เพราะความล้มเหลวของธุรกิจซึ่งเนื่องมาจากการทุจริต การคอร์ปชั่น หรือการจัดการที่ผิดพลาดจะส่งผลให้เกิดความเสียหายและส่งผลกระทบต่อกลุ่มบุคคลผู้มีส่วนได้ส่วนเสียต่างๆ ของธุรกิจนั่นเอง ซึ่งเมื่อเกิดกรณีเหล่านี้มากขึ้นเรื่อยๆ ก็ย่อมจะส่งผลกระทบต่อระบบต่างๆ ของประเทศโดยรวมด้วย อาทิเช่น ความล้มเหลวของตลาดทุน เนื่องจากนักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในความโปร่งใสของธุรกิจที่ระดมทุนในตลาดเงินตลาดทุน เพราะไม่มีการปกป้องผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนอย่างเพียงพอ ทำให้นักลงทุนลดความมั่นใจที่จะลงทุนในตลาดทุน ทำให้ธุรกิจมีความยากลำบากในการจัดหาแหล่งเงินทุนจากแหล่งภายนอกกิจการ ซึ่งจะทำให้ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้น ส่งผลต่อราคาของสินค้าและบริการธุรกิจที่จะสูงขึ้น ซึ่งท้ายสุดก็จะก่อให้เกิดความเสียหายต่อเศรษฐกิจและสังคมโดยรวมอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ (พรอนงค์ บุชราตระกูล, 2547)

ดังนั้น ทุกองค์กรควรดำเนินการโดยยึดหลักแห่งบรรษัทภิบาล หรือจัดให้มีการจัดการที่ดีในองค์กร ซึ่งการจัดการจัดการองค์กรที่ดีนั้น พรอนงค์ บุชราตระกูล (2550) กล่าวว่า ต้องมี คุณลักษณะ 3 ประการ ดังนี้

1. ความยุติธรรม (Fairness) หมายความว่ากลุ่มบุคคลต่างๆที่เกี่ยวข้อง (Stakeholders) ในบริษัทควรจะได้รับสิทธิที่พึงมีพึงได้อย่างยุติธรรม กลุ่มใดกลุ่มหนึ่งไม่ควรมีโอกาสพิเศษ เหนือกลุ่มอื่น ในอันที่จะทำให้ได้รับผลประโยชน์เกินปกติ หรือมีการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ของกลุ่มบุคคลหนึ่งไปยังกลุ่มอื่นๆ อย่างไม่ยุติธรรม

2. ความโปร่งใส (Transparency) หมายถึงความโปร่งใสทั้งในด้านการดำเนินงาน (Operation) และการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งในที่นี้ไม่ได้หมายถึงเฉพาะแค่การเปิดเผยข้อมูลหรือไม่เปิดเผยข้อมูลเท่านั้น แต่หมายถึงความถูกต้องของข้อมูลและระยะเวลาที่เปิดเผยด้วย เพราะการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ถูกต้อง จงใจบิดเบือนข้อมูล หรือการเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้องแต่เปิดเผยออกมาในระยะเวลาที่ไม่เหมาะสม ย่อมสามารถสร้างความเสียหายให้เกิดขึ้นกับกลุ่มต่างๆที่เกี่ยวข้องในการนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ต่อ

3. ความสามารถอธิบายได้ (Accountability) ใน การบริหารจัดการองค์กรของผู้บริหารจะต้องกำหนดกลยุทธ์และแนวทางการดำเนินงาน ซึ่งสิ่งที่กำหนดนั้นจะต้องเป็นสิ่งที่สามารถอธิบายได้และผู้บริหารจะต้องมีความ

รับผิดชอบต่อภาระหน้าที่ การจัดการบริหารขององค์กร ในการจะนำองค์กรไปให้บรรลุวัตถุประสงค์ของการบริหารจัดการที่ดี คือเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กร ซึ่งการบริหารจัดการนั้นๆ จะต้องเป็นสิ่งที่สามารถอธิบายได้อย่างมีเหตุผล เหตุใดจึงมีการจัดการในรูปแบบนั้นๆ

ดังนั้นการทำให้เกิดบรรษัทภิบาลที่ดี หรือ Good Corporate Governance จะทำให้เกิดระบบการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย จะทำให้บริษัทนั้นมีภาพลักษณ์ที่ดี สร้างความน่าเชื่อถือให้กับบุคคลต่างๆที่เกี่ยวข้อง (Stakeholder) โดยเฉพาะการสร้าง ความมั่นใจแก่นักลงทุน ซึ่งจะจูงใจให้นักลงทุนเหล่านั้นตัดสินใจเข้ามาลงทุนในกิจการหรือบริษัทได้โดยง่าย จึงกล่าวได้ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท (Gompers et al., 2003; black et al., 2003; Brown and Robinson, 2004; Roy, 2006)

ข. ประโยชน์ที่พึงจะได้รับจากการมีบรรษัทภิบาล

การปฏิบัติตาม "หลักบรรษัทภิบาล" หรือ Corporate Governance นั้นถือว่ามีผลเป็นอย่างยิ่ง เพราะเป็นข้อกำหนดหนึ่งที่ถูกกำหนดโดยหน่วยงานหรือองค์กร เช่น ตลาดหลักทรัพย์ ของราชการ หรือองค์กรระหว่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุคเศรษฐกิจใหม่ที่เป็นยุคแห่งข้อมูลข่าวสารและเป็นโลกที่ไร้พรมแดน (Globalization) ที่ธุรกิจจำเป็นต้องติดต่อกับการค้ากับนานาประเทศ ดังนั้นการนำหลักการบรรษัทภิบาลมาปรับใช้ในธุรกิจ จะเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยยกระดับธุรกิจหรือองค์กรไปสู่มาตรฐานโลก ซึ่งหมายถึงประโยชน์ทางธุรกิจ 3 ประการ คือ

1. นักลงทุนจะเกิดความเชื่อมั่น ทำให้การระดมทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ

2. บริษัทจะหาพันธมิตรทางธุรกิจได้ง่ายขึ้น เพราะใครๆ ก็อยากร่วมงานกับบริษัทที่ทำธุรกิจอย่างโปร่งใส ตรงไปตรงมา

3. เมื่อบริษัทมีความพร้อมทั้งเงินทุนและพันธมิตรทางธุรกิจ ก็จะมีขีดความสามารถสูงขึ้นในการแข่งขันกับบริษัทอื่นๆ ทั้งในระดับประเทศและระดับโลก

ซึ่งสอดคล้องกับ อัจฉรา โยมสินธุ์ (2544) ซึ่งอธิบายว่า องค์กรที่บริหารงานตามหลักบรรษัทภิบาล

ย่อมจะได้รับประโยชน์อันเนื่องมาจากความเชื่อมั่นของผู้มีผลประโยชน์ร่วมทุกฝ่าย ซึ่งสามารถสรุปได้ ดังนี้

- เพิ่มประสิทธิภาพในการทำธุรกิจ
- เพิ่มศักยภาพในการแข่งขันทั้งในระดับประเทศและระดับโลก
- เพิ่มโอกาสในการระดมทุน / การเข้าสู่ตลาดทุนในระดับสากล
- เพิ่มโอกาสในการแสวงหาพันธมิตรทางธุรกิจ
- เพิ่มคุณค่าให้องค์กรในระยะยาว

โดยอัจฉรา ได้เสนอแนวทางในการสร้างบรรษัทภิบาลไว้สามประการประกอบด้วย

1. คณะกรรมการบริษัท (Board of Directors) ในฐานะที่เป็นผู้กำหนดเป้าหมาย นโยบายและทิศทางการดำเนินงานขององค์กร คณะกรรมการบริษัทมีหน้าที่ในการกำกับดูแลและตรวจสอบ การบริหารงานให้เป็นไปอย่างยุติธรรมต่อผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม ให้ได้รับผลประโยชน์สูงสุด

2. ผู้บริหาร (Corporate Officers) มีหน้าที่ประสานงานระหว่างคณะกรรมการบริษัทกับพนักงานระดับต่างๆ ให้การดำเนินงานเป็นไปตามเป้าหมายอย่างมีประสิทธิภาพ

3. พนักงานบริษัท (Staffs) ระบบการบริหารทรัพยากรมนุษย์ถือเป็นสำคัญ ประการหนึ่งตามหลักบรรษัทภิบาล เริ่มตั้งแต่การคัดเลือกพนักงานเข้าทำงานควรใช้ระบบคุณธรรมไม่ใช่ระบบอุปถัมภ์เพื่อให้ได้บุคลากรที่มีความรู้ความสามารถเหมาะกับงานองค์กร ควรจัดให้มีการพัฒนาศักยภาพของบุคลากรอย่างต่อเนื่อง มีการจัดสวัสดิการให้อย่างเหมาะสม

ดังนั้นการดำเนินธุรกิจโดยยึดหลักบรรษัทภิบาล ย่อมนำมาซึ่งประโยชน์สูงสุดต่อองค์กรทั้งในด้านของการเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กร และการเพิ่มศักยภาพในการบริหารจัดการองค์กร ดังจะเห็นได้จากหลักฐานจากงานวิจัยจำนวนมาก เช่น Gompers ,Ishii และ Metrick (2003) ที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับผลจากการนำหลักบรรษัทภิบาลไปใช้ต่อการเพิ่มมูลค่าขององค์กร โดยผล

การศึกษาแสดงให้เห็นว่ากิจการที่สิทธิของผู้ถือหุ้น (Shareholder Rights) สูงกว่า จะมีมูลค่าผลตอบแทนดีกว่ากิจการที่สิทธิของผู้ถือหุ้นต่ำกว่า ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Wolfgang Drobetz (2005) และ Klapper กับ Love (2003) และ Drobetz , Schillhoffer กับ Zimmermann (2003) ซึ่งทำการศึกษาพบว่าบริษัทที่ยึดหลักบรรษัทภิบาลจะมีผลประกอบการที่ดีและมีศักยภาพในการดำเนินงานสูง ในขณะที่ Attiya Y. Javed กับ Robin Iqbal (2006) ซึ่งทำการศึกษาเกี่ยวกับดัชนีชี้วัดบรรษัทภิบาล (Corporate Governance Index) ต่อการเพิ่มมูลค่าและศักยภาพของบริษัท ซึ่งพบว่าดัชนีบรรษัทภิบาล มีผลต่อการเพิ่มมูลค่าขององค์กรและเพิ่มศักยภาพให้กับองค์กร

สำหรับในประเทศไทยนั้น จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่ามีหลักการบรรษัทภิบาลมีการกล่าวถึงมากขึ้นทั้งในภาคสถาบันการเงินและมีใช้สถาบันการเงินโดยมีจุดมุ่งหมายสำคัญเพื่อให้เกิดการกำกับดูแลที่ดี อันจะเป็นแนวทางหรือเป็นเครื่องมือสำคัญเพื่อเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท และเพื่อยืนยันแนวคิดดังกล่าว จึงได้มีการศึกษาถึงความจำเป็นที่จะต้องนำหลักบรรษัทภิบาลมาปรับใช้ในประเทศไทย ดังเช่นผลการศึกษาของ บริษัทจัดการกองทุนรวม ไอ เอ็ม จี ที่ได้ นำข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับรางวัล Good Corporate Governance หรือ GCG จำนวน 85 บริษัทมาทดสอบว่าหุ้นของบริษัทเหล่านั้นมีความน่าสนใจลงทุนเพียงใด และพิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงดัชนีของหุ้นกลุ่มนี้เทียบกับการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์โดยรวม อัตราการจ่ายปันผล อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่าดัชนีหุ้นกลุ่ม GCG เทียบกับดัชนีราคาทุกช่วงเวลา เปลี่ยนแปลงสูงกว่าการเพิ่มขึ้นของ SET Index ทุกช่วงเวลา แต่อัตราการจ่ายผลตอบแทนของหุ้นกลุ่ม GCG จะไม่แตกต่างจากอัตราจ่ายปันผลของหุ้นทั้งตลาด (ยุทธ วรรณธรร ,2550) ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 ROE และ ROA ของหุ้นกลุ่ม GCG

ที่มา: SET, Bloomberg, September 2004 – ING Funds

อ้างอิง ยุทธ วรรณธรราร ,2550 “CG ดีหุ้นมีราคาจริงหรือ ?

<http://www.set.or.th/th/regulations/corporate/download/CG%20Value.pdf>

จากภาพที่ 1 ยุทธ วรรณธรราร ได้สรุปไว้ว่า หุ้นกลุ่ม GCG มีการเปลี่ยนแปลงของเพิ่มในอัตราที่สูงกว่าดัชนีของหุ้นทั้งหลาย ดังเช่น ค่า ROE และ ROA ตั้งแต่ปี 2000 อยู่ในเกณฑ์ดี นอกจากนั้นยุทธ วรรณธรราร ได้อ้างอิงข้อมูลสนับสนุนผลการศึกษาริชจัดการกองทุนรวม ไอ เอ็ม จี เพื่อชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นบรรษัทภิบาลที่ดี กับผลประกอบการหรือราคาหุ้นนั้นมีความสัมพันธ์กัน โดยอ้างอิงการศึกษาของ Russell Reynolds(1998) ซึ่งได้ทำการวิจัยโดยสำรวจความเห็นของนักลงทุนสถาบันในประเทศสหรัฐอเมริกา อังกฤษ ฝรั่งเศส และออสเตรเลีย ซึ่งให้ความเห็นว่าคุณภาพของบรรษัทภิบาลเป็นปัจจัยสำคัญมากจนถึงสำคัญที่สุดต่อการตัดสินใจลงทุน และเมื่อได้มีการปรับวิธีการสำรวจข้อมูลโดยการสอบถามนักลงทุนสถาบันถึงการตัดสินใจในหุ้นของกิจการที่เป็นบรรษัทภิบาล ซึ่งพบว่าส่วนใหญ่ยินดีจะซื้อหุ้นในราคาที่สูงกว่าปกติ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Paul A. Grompers และ Joy L. Ishii ที่ทำการศึกษาริชความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ซึ่งพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน นั่นคือกิจการที่เป็นบรรษัทภิบาลที่ดีย่อมมีมูลค่ากิจการที่ดี ซึ่งพิจารณาได้จากราคาหุ้นที่สูงกว่า และมีลำดับนำลงทุนสูงกว่า

จากทั้งหมดที่กล่าวมา จึงสรุปได้ว่าการกำกับดูแลที่ดี หรือบรรษัทภิบาลมีความสำคัญและเป็นสิ่งที่เป็นประโยชน์ ดังนี้

1. ทำให้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผล (Efficiency and Effectiveness) ในการดำเนินงานมากขึ้น เนื่องจากการกำกับดูแล กิจการเป็นเครื่องมือช่วยตรวจสอบ การทำงานด้านต่างๆ ขององค์กร ซึ่งทำให้เกิดแนวทางในการเสนอข้อคิดเห็น ให้กับองค์กรเพื่อปรับปรุงแก้ไขการดำเนินงาน

2. ทำให้บริษัทมีความสามารถในการแข่งขัน (Competitiveness) เนื่องจากบริษัทที่มีการกำกับดูแล กิจการที่ดีจะทำให้เกิดรูปแบบกิจการที่เป็นที่ยอมรับว่า มีมาตรฐานการปฏิบัติงานที่เป็นสากล ซึ่งจะทำให้มีคุณลักษณะเหนือกว่าผู้อื่นทั้งในเรื่องกลยุทธ์ และการจัดการ

3. เพิ่มความเชื่อมั่นแก่ผู้เกี่ยวข้อง (Stakeholders Confidence) ว่าบริษัทมีความโปร่งใส ในการบริหารงานจัดการที่จะช่วยป้องกันการแสวงหาผลประโยชน์จากกรรมการและฝ่ายจัดการ กล่าวคือ หากไม่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผู้ที่เกี่ยวข้องก็ไม่อยากที่จะเสี่ยงกับบริษัท

4. สร้างมูลค่าเพิ่มแก่ผู้ถือหุ้น (Shareholder Values) นั่นคือการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะช่วยให้ความมั่นใจในการลงทุน ส่งผลให้หุ้นที่นักลงทุนถืออยู่มีมูลค่าเพิ่มขึ้น

5. การมีบรรษัทภิบาลจะทำให้บริษัทสามารถระดมทุนได้ง่ายรวมทั้งมีต้นทุนที่ต่ำ

จากที่กล่าวมาแสดงว่าหลักบรรษัทภิบาลย่อมสร้างมูลค่าแก่องค์กร แต่การเป็นบรรษัทภิบาลนั้นต้องมีลักษณะอย่างไร ดังนั้นในส่วนต่อไปของเอกสารฉบับนี้จะนำเสนอมาตรฐานวัดสำคัญ 2 รายการคือ ตัวชี้วัดการเป็นบรรษัทภิบาล และมาตรวัดคุณค่าของกิจการ

บรรษัทภิบาลกับมูลค่าของกิจการ

ก. ดัชนีชี้วัดการเป็นบรรษัทภิบาล (Corporate Governance Index)

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการนำหลักธรรมาภิบาลมาปรับใช้ในองค์กรและผลลัพธ์ที่เกิดกับองค์กรในการสร้างมูลค่าเพิ่ม พบว่ามีผู้ทำการศึกษาความเชื่อมโยงระหว่างมาตรวัดความเป็นบรรษัทภิบาล หรือ ดัชนีชี้วัดความเป็นบรรษัทภิบาล (Corporate Governance Index) กับมูลค่าของธุรกิจ ดังเช่น J Attiya Y. Javed กับ Robin Iqbal (2005) ซึ่งได้พัฒนาตัวชี้วัดบรรษัทภิบาล เพื่อเป็นเครื่องวัด Quality of firm level Corporate Governance อันประกอบด้วย Board, Shareholdings and Disclosure ซึ่ง Attiya Y. Javed และ Robin Iqbal คาดว่าจะมีผลต่อมูลค่าและศักยภาพของกิจการ และจากผลการศึกษาพบว่า ดัชนีด้าน Board และ Shareholdings มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าและศักยภาพของกิจการ โดยสร้างเป็นสมการประเมินค่า Tobin's Q

Gompers et al. (2003) ได้ใช้ข้อมูลจาก Investor Responsibility Research Center (IRRC) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นบรรษัทภิบาลกับการเพิ่มมูลค่าของกิจการ ซึ่งจากการศึกษาพบว่ากิจการที่สิทธิของผู้ถือหุ้นต่ำกว่าจะมีมูลค่าของกิจการต่ำกว่า โดย Gompers และคณะ ได้สร้างมาตรวัดธรรมาภิบาล (Governance Factor) จำนวน 24 รายการ แบ่งเป็น 5 กลุ่มคือ Tactics for Delaying Hostile Takeover, Voting Rights, Director/Officer Protection, Other Takeover Defenses, และ State Law โดย Gompers และคณะ เรียกดัชนีนี้ว่า G-index เพื่อใช้เป็นตัวชี้วัดความเป็นบรรษัทภิบาล โดย Bebchuk and Cohen (2005) ได้แสดงให้เห็นว่า G-index มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการโดยมีข้อสังเกตประการหนึ่งที่ได้จากการศึกษาคือ การที่กิจการมีคณะกรรมการที่ไม่มั่นคงจะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่าของกิจการซึ่งพิจารณาได้จากค่า G-index และ ค่า Tobin's Q แต่ Cremers and

Nair (2005) ได้ทำการโต้แย้งแนวคิดดังกล่าวของ Bebchuk and Cohen โดยแสดงถึงดัชนีชี้วัดบรรษัทภิบาลซึ่งเป็นปัจจัยภายนอกจำนวนสามประการว่าเป็นอีกชุดปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อมูลค่าของกิจการ และเสนอต่อไปว่าการสร้างดัชนีชี้วัดบรรษัทภิบาลอย่างมีประสิทธิภาพจะต้องสร้างมาตรวัดทั้งภายในและภายนอกประกอบกันด้วยเหตุนี้ Cremers and Nair จึงเพิ่มกิจกรรมในส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นปัจจัยภายในเข้าไปในการวัดค่าบรรษัทภิบาล Dahya et. al. (2002) ได้รายงานผลการศึกษาผลการประกอบการของกิจการในประเทศอังกฤษ ในปี 1990 ภายหลังจากมีการแต่งตั้งคณะกรรมการเพื่อยกร่างแนวทางของบรรษัทภิบาล อันเป็นผลเนื่องจากการประทุติมิชอบต่างๆ ในการจัดการและการเงินของบริษัทขนาดใหญ่หลายแห่งของประเทศ ในขณะนั้น รายงานฉบับนี้ได้รวบรวมหลักการและข้อพึงปฏิบัติเรื่องบรรษัทภิบาล ไว้อย่างรัดกุมและชัดเจน และได้รับการยอมรับเป็นแนวทางของหลายประเทศที่กำลังเริ่มจัดทำระบบนี้ โดย ได้อธิบายถึงผลประกอบการของกิจการในประเทศอังกฤษที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ภายหลังจากมีการปรับใช้ Cadbury Code ซึ่งเป็นข้อกำหนดเกี่ยวกับหลักการบริหารจัดการที่ดี หรือ The Code of Best Practices ในปี 1992 (Kouwenberg, 2006) และ Dahya and McConell(2005) ได้ทำการศึกษาพบว่า ราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัย กับค่าประกาศของกิจการที่เข้าร่วมในแนวทางการบริหารที่ดีตามข้อเสนอแนะของ Cadbury Committee ส่วน McKnight et al. (2005) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของกิจการกับการปรับใช้ Cadbury Code โดยการทดสอบค่า Tobin's Q ซึ่งพบว่ากิจการที่มีการปรับใช้ Cadbury Code จะทำให้กิจการมีมูลค่าของกิจการเพิ่ม เป็นต้น

สำหรับในประเทศไทย จากข้อมูลของ ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ได้มีการกำหนดหลักบรรษัทภิบาล เรียกว่า “หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549” ประกอบด้วยหลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ แต่ไม่รวมถึงเรื่องที่ถูกกฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติไว้ชัดเจนแล้ว ซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด ได้แก่

- 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น
- 2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน
- 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย
- 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส

5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้พัฒนาหลักการมาจากการนำข้อพึงปฏิบัติจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ที่ได้ประกาศใช้เมื่อเดือนมีนาคม 2545 มาปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมให้เทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปี 2004) และข้อเสนอแนะของธนาคารโลกจากการเข้าร่วมโครงการ Corporate Governance - Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC)

จากที่กล่าวมา เป็นตัวอย่างให้เห็นถึงผลที่เกิดจากการประยุกต์ใช้หลักบรรษัทภิบาลที่มีผลต่อการประกอบการทางธุรกิจ และการเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กร แต่อย่างไรก็ดี การศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่างๆภายใต้กรอบแนวคิดของบรรษัทภิบาลนั้นได้มีการศึกษาและเผยแพร่เป็นบทความและงานวิจัยยังมีอีกเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งการศึกษาปัจจัยภายในองค์กรที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดการเป็นบรรษัทภิบาล เช่น โครงสร้างของผู้ถือหุ้น สิทธิของผู้ถือหุ้น โครงสร้างการบริหาร คณะกรรมการ เป็นต้น (Javed and Iqbal, 2006) แต่สิ่งที่สำคัญที่สุดในการศึกษาเรื่องดังกล่าวก็คือ ผลกระทบที่เกิดจากการมีธรรมาภิบาลที่ดี (Good Corporate Governance) ซึ่งก็คือการเพิ่มขึ้นในมูลค่าของกิจการรวมถึงศักยภาพของกิจการที่เพิ่มขึ้น และการจะทราบได้ว่ามูลค่ากิจการนั้นเปลี่ยนไปอย่างไร และประเมินได้จากสิ่งใดนั้นเป็นเรื่องที่สำคัญเช่นเดียวกัน (Brown and Caylor, 2006)

ดังนั้นในส่วนต่อไปของบทความนี้ จะนำเสนอแนวคิดและเครื่องมือที่ใช้ในการประเมินมูลค่าของกิจการ ตลอดจนข้อค้นพบที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องเพื่อให้เห็นถึงปัจจัยภายใต้กรอบแนวคิดของหลักธรรมาภิบาลที่คาดว่าจะมีผลต่อมูลค่าของกิจการ และศักยภาพในการดำเนินธุรกิจของกิจการภายใต้หลักบรรษัทภิบาลในลำดับถัดไป

ข. เครื่องมือเพื่อการประเมินมูลค่าของกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการนำหลักบรรษัทภิบาลมาปรับใช้ในองค์กรและการเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กร พบว่าในการศึกษาที่ผ่านมาโดยส่วนใหญ่จะทำการประเมินมูลค่าขององค์กรตามแนวคิด Tobin's Q (Brown and Caylor, 2006 ; Ncube, 2006) โดยหา

ความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะภายในของแต่ละองค์กรที่แสดงถึงความเป็นบรรษัทภิบาล หรือคุณภาพที่เกิดจากการเป็นบรรษัทภิบาลกับมูลค่าขององค์กร โดยมีมาตรวัดที่สำคัญคือค่า Tobin's Q (Hermalin and Weisbach, 1991; Bhagat and Black, 2002; Bebchuk and Cohen, 2004 ; Yermack, 1996; Gupta et al., 2005; Black et al, 2002; Gromper et al, 2003; Cremears and Nair, 2005)

ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวกับการประเมินมูลค่าของกิจการที่ยึดถือหลักบรรษัทภิบาล โดยใช้วิธีการประเมินค่ากิจการจากค่า Tobin's Q เช่น ผลการศึกษาของ Hillmmelberg et al. (2002) ซึ่งได้ทำการศึกษาถึงผลจากการที่กิจการมีมาตรการปกป้องนักลงทุนภายนอกจะช่วยลดต้นทุนของเงินทุนของกิจการลง และยังได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการปกป้องนักลงทุนภายนอกกับค่า Tobin's Q เพื่อประเมินมูลค่ากิจการ และพบว่าแนวทางดังกล่าวมีผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับ Klapper and Love (2006) ซึ่งได้ทำการศึกษาถึงการนำเอาหลักบรรษัทภิบาลมาปรับใช้กับผลที่มีต่อศักยภาพขององค์กร โดยการสร้างสมการประเมินค่า Tobin's Q

ในขณะที่ Callahan et al. (2003) พบว่าการเข้าไปมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลการกิจการของผู้บริหารที่มาจาก การคัดเลือกโดยผู้ถือหุ้น รายย่อย จะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับค่า Tobin's Q เช่นเดียวกับ ผลการศึกษาของ Grompers Ishii and Metric (2003) และ Brown and Caylor (2004) ซึ่งได้ศึกษาถึงบทบาทของคณะกรรมการบริหารต่อมูลค่าขององค์กร โดยพบว่ากิจการที่มีมูลค่าทางการตลาดสูง จะมีคณะกรรมการบริหารที่ยึดแนวทางการบริหารตามหลักบรรษัทภิบาลเป็นส่วนใหญ่

นอกจากนั้นยังพบว่าในผลการศึกษาของ Yermack (1996) พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริหาร (Board) มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับค่า Tobin's Q ซึ่งอาจเป็นเพราะกิจการที่มีคณะกรรมการบริหารน้อยกว่าจะมีความคล่องตัวในการบริหารจัดการ และการกำกับดูแลที่ดีกว่า (La porta et al, 1999) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Klapper and Love (2006) ซึ่งพบว่าในกิจการขนาดใหญ่จะมีปัญหา agency problem สูงกว่ากิจการขนาดเล็ก

ในขณะที่ผลการศึกษาของ Gromper, Ishii and Metrick (2003) ซึ่งได้ทำการสร้างเครื่องมือชื่อว่า

“governance index to proxy for the level of shareholder rights at about 1,500 large firm during the 1990s” ซึ่งจากการศึกษาในครั้งนั้น พบว่า พบว่าในกิจการที่สิทธิของผู้ถือหุ้น (Shareholder Rights) ต่ำกว่าจะมีมูลค่าของกิจการต่ำกว่าด้วย ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Bauer, Gunster and Otten (2004) Klein, Shapiro and Young (2005) ซึ่งได้สร้างตัวชี้วัดความเป็นบริษัทภิบาลขึ้นมาแล้วนำมาหาความสัมพันธ์กับค่า Tobin’s Q เพื่อประเมินผลการปฏิบัติงานขององค์กรภายใต้แนวคิดบริษัทภิบาล โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการศึกษาของ Javed and Iqbal ซึ่งได้สร้างเครื่องมือในการประเมินความเป็นบริษัทภิบาล อันได้แก่ ดัชนีด้านคณะกรรมการบริหาร ดัชนีด้านโครงสร้างของผู้ถือหุ้น และ ดัชนีด้านความโปร่งใส และตรวจสอบได้ เพื่อค้นหาว่าดัชนีใดมีความสัมพันธ์ กับมูลค่าของกิจการ โดยค้นพบว่าดัชนีด้านคณะกรรมการบริหาร กับดัชนีด้านโครงสร้างของผู้ถือหุ้น ที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ โดยการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ค่า Tobin’s Q เพื่อประเมินค่าขององค์กร

ค. การเพิ่มมูลค่าของกิจการจากบริษัทภิบาล

ในหัวข้อต่อไปนี้จะนำเสนอผลการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่างๆ ตลอดจนตัวชี้วัดคุณภาพของการเป็นบริษัทภิบาล กับมูลค่าของกิจการ เพื่อให้ทราบถึงกลไกของการเกิดบริษัทภิบาล รวมถึงสิ่งจูงใจที่จะทำให้เกิดบริษัทภิบาล ตลอดจนผลที่ติดตามมาจากการเป็นบริษัทภิบาล ทั้งในแง่มูลค่าของกิจการและศักยภาพทางธุรกิจ โดยกรอบแนวคิดของการทบทวนวรรณกรรมในส่วนของปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ จะยึดตามกรอบแนวคิดของการศึกษาของ Attiya Y. Javid and Robina Iqbal (2005) ซึ่งได้สร้างดัชนีชี้วัดบริษัทภิบาลไว้ด้วยกัน 3 ปัจจัยย่อย ได้แก่ 1) Board 2) Ownership and shareholdings และ 3) Transparency, Disclosure and Audit โดย Javid and Iqbal ได้อธิบายถึงกรอบแนวคิดของการประเมินบริษัทภิบาลไว้ว่า กิจการที่มุ่งเป็นบริษัทภิบาลโดยส่วนใหญ่จะมีโครงสร้างการบริหารจัดการที่ดี โดยมีเหตุผลสำคัญ 2 ประการคือ ประการที่หนึ่ง การปรับใช้แนวคิดการบริหารจัดการที่ดี จะช่วยเพิ่มมูลค่าขององค์กรในอนาคต และประการที่สอง คือ การปรับใช้หลักบริษัทภิบาลในองค์กรจะทำให้บุคคลภายใน

กิจการ ทั้งผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และฝ่ายจัดการมีภาพลักษณ์ที่ดีในสายตาของคนภายนอก

ทั้งนี้ ยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่คาดว่าจะมีผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการนำไปพัฒนาเป็นกรอบแนวคิดในการศึกษาหรือการวิจัยต่อไป ได้แก่

ค.1 บทบาทของคณะกรรมการบริหารบนหลักการของบริษัทภิบาลกับมูลค่าของกิจการ

จากรายงานของสมาคมผู้ตรวจสอบภายในแห่งประเทศไทย ถึงแนวปฏิบัติในการเสริมสร้างบริษัทภิบาลที่ดี ตอนหนึ่งได้กล่าวถึงบทบาทของคณะกรรมการว่ามีความสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ และควรเป็นผู้มีภาวะผู้นำ วิสัยทัศน์ และมีความเป็นอิสระในการตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวม ดังนั้น การทำให้บริษัทมี good governance จึงต้องเน้นไปที่บทบาท หน้าที่ และโครงสร้างของคณะกรรมการ นอกจากนั้นคณะกรรมการควรทำหน้าที่ได้ทั้งในด้านการให้นโยบาย และข้อชี้แนะในการประกอบธุรกิจแก่ฝ่ายจัดการ และตรวจสอบการทำงานของฝ่ายจัดการให้บรรลุเป้าหมายของบริษัทที่กำหนดไว้

คณะกรรมการควรจัดให้มีระบบแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายจัดการที่ชัดเจน และดูแลให้บริษัทมีระบบงานที่ให้ความเชื่อมั่นได้ว่ากิจกรรมต่างๆของบริษัทได้ดำเนินไปในลักษณะ ที่ถูกต้องตามกฎหมาย และมีจริยธรรม นอกจากนั้น คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งในด้านทักษะ ประสบการณ์ ความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์กับบริษัท (Yermack, 1996 ; Ncube, 2006)

ดังเช่นผลการศึกษาของ Chaganli, Mahajam and Sharma (1983) ซึ่งได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริหารกับการล้มละลายของธุรกิจ ซึ่งพบว่า ในกิจการที่ไม่ล้มละลายจะมีคณะกรรมการบริหารเป็นจำนวนมากกว่ากิจการที่ได้ล้มละลายไป และจากผลการศึกษาของ Shaw (1981) ซึ่งศึกษาถึงจำนวนคณะกรรมการที่เหมาะสม โดยพบว่าการที่มีคณะกรรมการเป็นจำนวนมากจะทำให้กิจการสามารถคัดเลือกผู้บริหารที่มีความสามารถ และมีความหลากหลายเข้ามาบริหารกิจการได้ดีกว่า รวมถึงการแบ่งอำนาจหน้าที่ต่างๆภายใต้ความรับผิดชอบที่เหมาะสม

และเป็นอิสระสิ่งเหล่านี้จะทำให้กิจการมีความก้าวหน้า ดังเช่นงานวิจัยของ Weisbach (1991) และ Bhagat and Black (2002) ถึงแม้ว่าผลการศึกษาของบุคคลทั้งสองกลุ่มจะไม่พบว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการจะสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q แต่กลับพบว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีผลต่อการสูงขึ้นของ ค่า ROE , Profit Margin และการเพิ่มสัดส่วนของเงินปันผล

ในขณะที่ Anderson et al. (2004) แสดงให้เห็นว่า ต้นทุนเงินกู้ จะลดต่ำลงเมื่อคณะกรรมการมีจำนวนมากขึ้น เนื่องจากเจ้าหนี้มองว่ากิจการนั้นน่าจะมีประสิทธิภาพในการกำกับดูแลระบบการเงินของตนได้ดี

ในแง่ของกระบวนการสรรหาผู้ดำรงตำแหน่งกรรมการบริษัท ควรเพื่อให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นผู้แต่งตั้ง ควรมีความโปร่งใส ปราศจากอิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือฝ่ายจัดการ และสร้างความมั่นใจให้กับบุคคลภายนอก (Javid and Iqbal, 2005)

บทบาทของคณะกรรมการ ถือได้ว่าเป็นกุญแจสำคัญสู่ความสำเร็จในการเป็นบรรษัทภิบาล (Ncube, 2006) คณะกรรมการมีหน้าที่หลักเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการเข้ามาบริหารจัดการกิจการให้เกิดผลออกเงย ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาพบว่า มีการศึกษาจำนวนมากที่พยายามจะค้นหาเกณฑ์ในการประเมินศักยภาพของคณะกรรมการ ทั้งเพื่อให้ได้มาซึ่งคณะกรรมการที่มีศักยภาพ อันจะเข้าไปบริหารกิจการให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ ซึ่งอาจจะสรุปได้ว่า ขนาดของคณะกรรมการ ตำแหน่งหน้าที่ และจำนวนของกรรมการอิสระภายนอกเป็นตัวกำหนดสำคัญของมูลค่าองค์กรและศักยภาพขององค์กร (Ncube, 2006; Bebchuk and Cohen, 2005) นอกจากนั้นการให้โอกาสแก่ผู้ลงทุนรายย่อยที่จะคัดเลือกตัวแทนของตนเข้ามาเป็นคณะกรรมการก็เป็นอีกแนวทางหนึ่งในการสร้างบรรษัทภิบาลที่ดี (Javid and Iqbal, 2005)

ประเด็นหนึ่งที่มีการศึกษากันมากในแง่บทบาทของคณะกรรมการ และแนวปฏิบัติที่เหมาะสม คือ เรื่องการกำหนดค่าตอบแทนกรรมการ กล่าวคือ ค่าตอบแทนนั้นเรื่องเกี่ยวกับผลประโยชน์ของกรรมการโดยตรง กรรมการจึงไม่ควรอนุมัติค่าตอบแทนของตนเอง คณะกรรมการควรจัดให้มีกระบวนการกำหนดค่าตอบแทนที่โปร่งใสและขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นระดับและองค์ประกอบของค่าตอบแทนกรรมการควรเหมาะสมและเพียงพอที่จะจูงใจและรักษากรรมการที่มี

คุณภาพตามที่ต้องการ แต่ควรหลีกเลี่ยงการจ่ายที่เกินสมควร (Kaplan, 1994; Klein et al, 2005; Brown and Caylor, 2006)

ค.2 ความเป็นเจ้าของ และโครงสร้างการถือหุ้น

1) ความเป็นเจ้าของ: จากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549 ได้กล่าวถึงแนวปฏิบัติที่เหมาะสมต่อผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย การสร้างความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้นว่า คณะกรรมการและฝ่ายจัดการจะดูแลให้การใช้เงินของผู้ถือหุ้นเป็นไปอย่างเหมาะสม เป็นปัจจัยสำคัญต่อความมั่นใจในการลงทุนกับบริษัท คณะกรรมการจึงควรกำกับดูแลให้ผู้ถือหุ้นได้รับการปฏิบัติ และปกป้องสิทธิขั้นพื้นฐานที่ได้กล่าวไว้อย่างเท่าเทียมกัน

จากรายงานการศึกษาของ Javid and Iqbal (2005) แสดงให้เห็นว่าความเป็นเจ้าของและลักษณะการถือหุ้น เป็นปัจจัยหลักที่มีผลในเชิงบวกต่อศักยภาพและมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อพิจารณาในตัวแปรย่อยพบว่ากิจการที่มี ownership dominant block holder จะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่าขององค์กร นั่นคือ กิจการที่ติดนั้นไม่ควรให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เข้ามาใช้อำนาจบังคับหรือเอาเปรียบผู้ลงทุนรายย่อย อันจะทำลายความสำเร็จในการสร้างบรรษัทภิบาล และลดมูลค่าของกิจการ (Kouwenberg, 2006)

นอกจากนั้นในรายงานของ Javid and Iqbal (2005) ได้ชี้ให้เห็นว่าสิทธิของเจ้าของและผู้ถือหุ้น เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อมูลค่าขององค์กร รวมถึงสิทธิในการควบคุม การได้รับประโยชน์เป็นต้น (Klein, Shapiro and Young, 2005) ส่วน Mitton and Todd (2001) ได้ทำการศึกษาถึงผลตอบแทนที่กิจการได้รับจากการเป็นบรรษัทภิบาลในภาวะวิกฤตการณ์ทางการเงิน โดยค้นพบว่า กิจการที่ผู้ถือหุ้นภายนอกเข้ามามีส่วนร่วมอย่างเข้มข้นในการควบคุมกิจการนั้น จะมีมูลค่าของกิจการสูงตามด้วย ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Klein และคณะ (2005) ที่พบว่าการมีแนวปฏิบัติเกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้นที่ชัดเจนจะโน้มนำให้กิจการมีผลประกอบการดีขึ้นด้วย

2) **โครงสร้างด้านผู้ถือหุ้น:** เมื่อพิจารณาโครงสร้างการถือหุ้นพบว่า โดยส่วนใหญ่โครงสร้างการถือหุ้นจะมี 2 ลักษณะ กล่าวคือบริษัทที่มีพื้นฐานมาจากบริษัทครอบครัว การถือหุ้น และอำนาจการบริหารในบริษัทมักจะกระจุกตัวในสมาชิกของครอบครัว (Big Inside Shareholder) และการตัดสินใจเลือกลงทุนของผู้ลงทุนภายนอกมักจะเกิดจากความเชื่อมั่นในกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่

การมี Ownership Concentration ในลักษณะดังกล่าวมีข้อดีในด้านความคล่องตัวในการดำเนินงานและผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีความผูกพันกับบริษัท และมีแนวโน้มจะคำนึงถึงประโยชน์และความอยู่รอดของบริษัทในระยะยาว ซึ่งเป็นผลดีต่อการเพิ่มศักยภาพและมูลค่าของกิจการ อย่างไรก็ตาม โครงสร้างดังกล่าวก็เอื้อให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถดำเนินการในลักษณะเอาเปรียบผู้ลงทุนภายนอกได้ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของกลุ่มตัวเองมากกว่าผู้ลงทุนภายนอก (Chong and Florencio, 2006) ซึ่งตรงกับข้อเสนอแนะของ Milton Todd (2001) ซึ่งอธิบายถึงการที่กิจการนั้นมีผู้ถือหุ้นหรือผู้เป็นเจ้าของที่มาจากภายนอก โดย Outside Ownership Concentration จะทำให้เกิดความหลากหลายในการบริหารจัดการ และเกิดการคานอำนาจระหว่างนักลงทุนภายในกับภายนอก (Laporta et al, 2002 ; Javed and Iqbal, 2005)

ส่วนโครงสร้างอีกประเภทหนึ่งคือการถือหุ้นระหว่างบริษัทกับบริษัทในกลุ่มจำนวนมากยังมีลักษณะการถือหุ้นไขว้กัน หรือการถือหุ้นผ่าน Nominee ทำให้ผู้ลงทุนภายนอกไม่ทราบโครงสร้างการถือหุ้น และอำนาจควบคุมของบริษัทและบริษัทในกลุ่มอย่างชัดเจน

สำหรับ Outside Investor ซึ่งได้แก่ เจ้าหนี้ ผู้ลงทุนประเภทสถาบัน และผู้ลงทุนรายย่อยส่วนมากมักเป็น Passive Investor จึงมักจะไม่สามารถรวมตัวกันเพื่อคานอำนาจผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ประกอบกับที่ผ่านมาผู้ลงทุนเหล่านี้มักจะเน้นการลงทุนในระยะสั้น จึงไม่ได้ให้ความสำคัญกับ fundamental และการติดตามการดำเนินงานของบริษัทเท่าที่ควร เมื่อพบการกระทำมิชอบของบริษัท ผู้ลงทุนเหล่านี้ก็มักเลือกขายหุ้นเพื่อตัดขาดทุนมากกว่าดำเนินการฟ้องร้องค่าเสียหายกับบริษัทหรือผู้บริหาร ดังนั้น การที่ทางการกำหนดให้การดำเนินการในบางเรื่องที่สำคัญ คณะกรรมการบริษัทต้องขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นนั้น จึงไม่ค่อยได้ผลนัก เพราะในทางปฏิบัติผู้ถือหุ้นรายย่อยมักไม่ไปเข้าร่วมประชุม

นอกจากนั้นในบทความของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งได้กล่าวถึงมาตรการประการหนึ่งที่ใช้ในการกำกับดูแลบริษัทได้ก็คือ การสนับสนุนให้มี Concentration ของ Non-Controlling Shareholder มากขึ้น เพื่อให้ผู้ถือหุ้นดังกล่าวมีผลประโยชน์ในบริษัทมากพอจนเป็นแรงจูงใจให้ใช้สิทธิในการกำกับดูแลบริษัท การส่งเสริมให้มี Concentration อาจดำเนินการได้โดยการสนับสนุนให้ผู้ลงทุนลงทุนผ่านกองทุนรวม ซึ่งผู้ลงทุนสถาบันดังกล่าวจะทำหน้าที่เป็นผู้กำกับดูแลบริษัท หรืออาจทำโดยการส่งเสริมให้เกิดการรวมตัวกันของกลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อยในลักษณะที่เป็น Activism Group ให้มากขึ้น

ดังนั้นคณะกรรมการควรอำนวยความสะดวกโดยจัดกระบวนการประชุมผู้ถือหุ้นในลักษณะที่สนับสนุนให้มีการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกันในการเข้าประชุม และละเว้นการกระทำใดๆ ที่เป็นการจำกัดโอกาสการศึกษาสารสนเทศของบริษัทและการเข้าประชุมของผู้ถือหุ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549)

ค.3 ความโปร่งใส การเปิดเผยข้อมูล และการตรวจสอบได้กับมูลค่าของกิจการ

สุจิต บุษบงการ (2547) กล่าวถึง หลักการบรรษัทภิบาล (Good Corporate Governance) คือ การบริหารจัดการที่ดีเพื่อให้มีการใช้ทรัพยากรเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ โดยมีความโปร่งใส สามารถถูกตรวจสอบได้ โดยความโปร่งใส (Transparency) หมายถึง การตัดสินใจและการดำเนินงานของกิจการต้องเปิดเผยให้สาธารณชนเข้าถึงได้ การเปิดเผยข้อมูล (Disclosure) เป็นช่องทางสำคัญที่จะช่วยให้ผู้ถือหุ้นที่เป็นเจ้าของกิจการ ซึ่งไม่ได้มีส่วนร่วมในการบริหารงานของบริษัทสามารถติดตามการดำเนินงานของผู้บริหารได้ และการตรวจสอบได้ สุรศักดิ์ ไชยธนกิจ (2549) ได้อธิบายหลักการดังกล่าวว่า เงื่อนไขของกลไกการควบคุมที่สำคัญคือฝ่ายที่เกี่ยวข้องกันต้องยอมรับข้อตกลงในการตรวจสอบพฤติกรรม และยอมรับแนวทางในการประเมินผล การคานอำนาจทำได้ทั้งจากภายในและภายนอก ซึ่งไม่แตกต่างกันขึ้นอยู่กับสิทธิในทรัพย์สินของเจ้าของ นอกจากนี้ต้องมีกฎหมายบังคับที่เข้มแข็งอย่างเพียงพอ ซึ่งหมายความว่าต้องทำให้มีการเปิดเผยข้อมูลหรือมีความโปร่งใสเพียงพอสำหรับการตรวจสอบ โดยต้องไม่มีปัญหาเรื่องความไร้สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric of Information) ภายใต้เงื่อนไขสามประการ (Vishwanath and Kaufmann, 1999)

1. การเข้าถึงข้อมูล ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งรวมถึงผู้ถือหุ้นส่วนน้อยต้องสามารถเข้าถึงข้อมูลที่จำเป็นได้เท่ากับผู้บริหารในประเด็นต่างๆที่เกี่ยวข้องหรือกระทบต่อผู้ถือหุ้น

2. ขอบเขตทางด้านข้อมูล ข้อมูลที่เปิดเผย และเข้าถึงต้องตรงและเกี่ยวเนื่องกับผลกระทบที่มีต่อฝ่ายที่มีส่วนได้ส่วนเสีย

3. ระดับคุณภาพและความน่าเชื่อถือของข้อมูลเพียงพอ

ในส่วนของงานวิจัยที่เกี่ยวกับ ความโปร่งใส และการเปิดเผยข้อมูลกับผลที่มีต่อมูลค่ากิจการนั้น พบว่ามีจำนวนมาก ดังเช่น Middton Todd (2001) อธิบายถึงความจำเป็นที่กิจการต้องเปิดเผยข้อมูล เพื่อสร้างความไว้วางใจให้กับนักลงทุนภายนอก และเปิดเผยอย่างโปร่งใส ซึ่งจากผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า กิจการที่มีการเปิดเผยข้อมูล และโปร่งใส จะมีมูลค่ากิจการที่สูงกว่า ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Klein et al. (2005) ซึ่งได้สร้างแบบจำลองเพื่อทดสอบดัชนีวัดบรรษัท ภิบาล และค้นพบว่า กิจการที่มีความโปร่งใส เปิดเผยข้อมูลจะมีความน่าเชื่อถือและมีมูลค่าหุ้นสูงขึ้น

ในการศึกษาของ Baha Circi (2005) ซึ่งทำการศึกษาผลของ Sarbanes and Oxley act of 2002 ที่มีต่อมูลค่าของกิจการ สำหรับ S&P 500 บริษัท ซึ่งส่วนหนึ่งของงานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าผลจากการออกกฎหมายดังกล่าว ได้เปลี่ยนแปลงรูปแบบและวิธีการการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจำกัดไปจากเดิม ซึ่งกิจการที่มีการเปลี่ยนแปลงแนวปฏิบัติของการเปิดเผยข้อมูลตามหลักบรรษัทภิบาลส่วนใหญ่จะมีผลประกอบการดีขึ้น

ในส่วนของการตรวจสอบ (Auditing) Li, Pincus and Rego (2004) ได้ทำการศึกษาผลของ Sarbanes and Oxley ที่มีต่อผลตอบแทนของหุ้น โดยมุ่งไปที่ระบบการบริหารค่าตอบแทน (Earning Management) และความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) และพบว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนของกิจการ แสดงว่ากิจการจะมีมูลค่าเพิ่มหากมีการกำกับและดูแลที่ดี ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Chhaochharia and Grinstein (2004) ที่ศึกษาเกี่ยวกับผลของ governance/disclosure rules ในปี 2002 ที่มีต่อมูลค่าของกิจการซึ่งพวกเขาพบว่า governance/disclosure rules มีผลเชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ

ค.4 กฎหมายการคุ้มครองนักลงทุนกับมูลค่าของกิจการ

สุจิต บุญบงการ (2547) กล่าวถึงการที่บริษัทจะมี Good Corporate Governance หรือไม่ ส่วนหนึ่งจะเกิดจากข้อกำหนดด้านกฎหมาย (mandatory approach) ซึ่งมักจะกำหนดขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ในเรื่อง Fairness โดยให้ผู้ถือหุ้นที่มีใช้ Controlling Shareholder ได้รับความคุ้มครองอย่างเพียงพอ การจะทำให้ปัจจัยทางกฎหมายมีผลในทางปฏิบัติจะต้องมีบทบัญญัติที่ให้ความคุ้มครองอย่างเพียงพอ มีการติดตามการปฏิบัติตามกฎหมาย ไม่ว่าจะโดยผู้ถือหุ้น หรือทางการ และมีกระบวนการลงโทษผู้กระทำผิดอย่างจริงจัง สุจิต บุญบงการ (2547) มีความเห็นว่า แนวทางทั้ง 3 ข้างต้น ควรได้รับการส่งเสริมให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นโดยการทบทวนในส่วนนี้จะครอบคลุม 4 ประเด็นหลัก คือ (1) การคุ้มครองผู้ถือหุ้นในเรื่องการใช้สิทธิออกเสียง (2) บทบาท และความรับผิดชอบของกรรมการ (3) การกำกับดูแลให้มีการปฏิบัติตามกฎหมาย และ (4) กระบวนการให้ความคุ้มครองเจ้าหน้าที่

La porta et al (2002) ซึ่งได้ศึกษาถึงความสำคัญและความจำเป็นที่จะต้องมีการคุ้มครอง นักลงทุน ภายนอกและผู้ถือหุ้นรายย่อยรวมถึงผลกระทบที่มีต่อมูลค่าของกิจการจากการคุ้มครองดังกล่าว ซึ่ง La porta และคณะ พบว่าการให้การคุ้มครองนักลงทุน ภายนอกและนักลงทุนรายย่อยจากการเอาเปรียบโดยนัก ลงทุนภายใน หรือผู้ถือหุ้นเสียงข้างมากจะช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการในตลาดได้ ซึ่งสอดคล้องกับ Senbet and John (1998) และ Klapper and Love (2006) ซึ่งได้อธิบายเพิ่มเติมถึงมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในทางกฎหมายว่าเป็นสิ่งสำคัญที่จะทำให้เกิบบรรษัทภิบาล กระจายไปทั่วโลก ซึ่งก็สอดคล้องกับงานวิจัยอีกจำนวนมาก ที่ได้ทำการศึกษาผลของการออกกฎหมายคุ้มครอง นักลงทุน ดังเช่นผลการศึกษาของ Circi (2005) ซึ่งได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบที่เกิดจาก Sarbanes and Oxley act ในปี 2002 ซึ่งเป็นกฎหมายที่เกี่ยวกับการควบคุมและปกป้องนักลงทุนในประเทศแคนาดา พบว่าภายหลังจากกฎหมายฉบับนี้มีการบังคับใช้ ได้ทำให้ ความมีบรรษัทภิบาลของกิจการธุรกิจในประเทศแคนาดา เพิ่มสูงขึ้น และยังมีผลทำให้มูลค่าตลาดของกิจการ ธุรกิจ เหล่านั้นเพิ่มสูงตามไปด้วย ในขณะที่ Dyck and Zingales (2004)

Klapper and Love (2006) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการบังคับใช้กฎหมายคุ้มครองนักลงทุนในประเทศต่างๆ รวมถึงบทบัญญัติที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการธุรกิจ เช่น สิทธิของผู้ถือหุ้น บทบาทของคณะกรรมการบริหาร ที่มีผลต่อศักยภาพในการปฏิบัติงานและคุณภาพขององค์กร และนอกจากนั้นแล้ว Klapper and Love ยังมีข้อค้นพบจากการศึกษาที่สำคัญคือ ประเทศที่มีบทบังคับในการปกป้องผู้ถือหุ้นที่ด้อยประสิทธิภาพจะมีอำนาจในทางธุรกิจและมูลค่าขององค์กรต่ำกว่าประเทศที่มีกฎหมายที่เข้มแข็ง

อย่างไรก็ดี มีผลการศึกษาอีกหลายเรื่องที่ได้ศึกษาถึงผลของกฎหมายที่มีต่อมูลค่าขององค์กร เช่น ผลการศึกษาของ Doidge, Karolyi and Stulz ซึ่งชี้ให้เห็นว่าในประเทศที่ไม่มีกฎหมายควบคุมผู้ถือหุ้นอาจจะทำให้เกิดการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ La porta et al (1998, 1999, 2000) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับกิจกรรมทางการเงินที่มีผลต่อโครงสร้างผู้ถือหุ้น รวมถึงการปกป้องผู้ถือหุ้นและนักลงทุน พบว่า การมีกฎหมายคุ้มครองผู้ถือหุ้น และกำหนดโครงสร้างของเจ้าของที่ดีแล้ว จะช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กร รวมถึงช่วยพัฒนาตลาดการเงินในประเทศให้ดีขึ้นด้วย ซึ่ง La Porta et al. (2002) ได้ทำการศึกษาต่อไปด้วยการเปรียบเทียบ

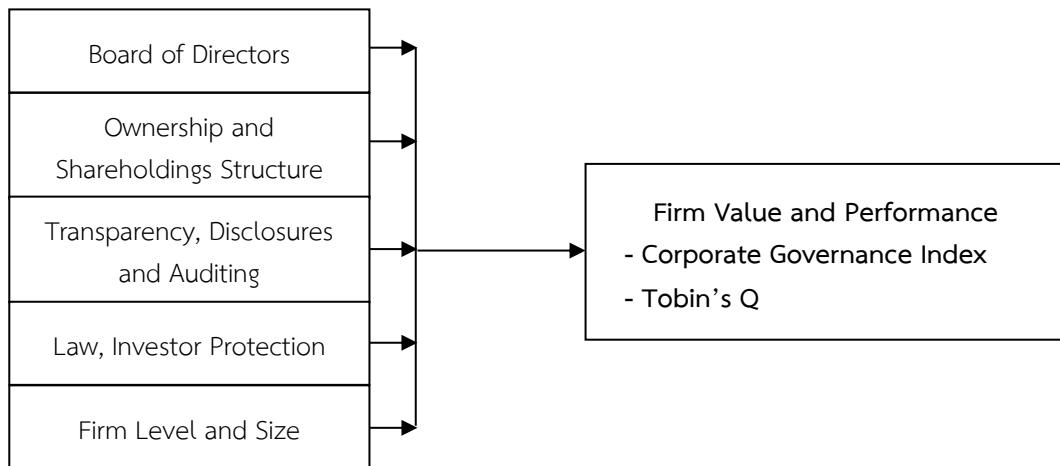
ลักษณะของกฎหมายที่แตกต่างกันระหว่างกฎหมายแพ่งและกฎหมายจารีต ซึ่งพบว่ารูปแบบของกฎหมายก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อการปกป้องนักลงทุน รวมถึง การเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการ เช่นกัน

ดังนั้นจึงเป็นสิ่งสำคัญที่จะต้องสร้างเป็นสิ่งจูงใจให้เกิดกฎหมายที่มีประสิทธิภาพต่อการบังคับใช้ในทางปฏิบัติเพื่อก่อให้เกิดบรรษัทภิบาล อันจะนำมาซึ่งประโยชน์สูงสุดต่อกิจการและการเติบโตของตลาดการเงินในแต่ละประเทศต่อไป

ค.5 ระดับของกิจการ ขนาดของกิจการ และมูลค่าของกิจการ

นอกเหนือจากตัวแปรหลักๆที่กล่าวมาแล้ว ผลจากการทบทวนวรรณกรรมในส่วนของการประเมินมูลค่ากิจการตามหลักบรรษัทภิบาลนั้น ยังพบปัจจัยบางอย่างที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ ได้แก่ ขนาดและระดับของกิจการ (Kumar, Rajan and Zingales, 1999; Kuwenberg, 2006, Klapper et al., 2005; Chong and Florencio Lopez-de-silanes, 2006)

ผู้เขียนได้ค้นพบชุดปัจจัยภายใต้หลักการบรรษัทภิบาลที่มีต่อมูลค่าของกิจการได้เพียงจำนวนหนึ่ง สรุปเป็นภาพกรอบแนวคิดดังภาพที่ 2



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดแสดงปัจจัยที่มีต่อมูลค่าของกิจการ

ผลจากการทบทวนวรรณกรรมทั้งหมดนี้ อาจจะ เป็นเพียงบางส่วนของปัจจัยที่ชี้วัดความเป็นบรรษัทภิบาล เพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนาบรรษัทภิบาลที่ดี อันนำมาซึ่งการพัฒนาตัวกิจการเอง รวมถึงการพัฒนาระบบตลาด

และอาจส่งเสริมความเข้มแข็งทางเศรษฐกิจและความน่าเชื่อถือของประเทศจากความเป็นรัฐธรรมาภิบาล

สรุปและข้อเสนอแนะ

บรรษัทภิบาล (Corporate Governance) ถือเป็นประเด็นที่ได้รับการกล่าวถึงและได้รับความสำคัญมากขึ้นทั้งจากภาครัฐและภาคเอกชน โดยเฉพาะในสถานการณ์ปัจจุบันที่มีเหตุการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นในเรื่องของการทุจริต การคอร์รัปชัน การจงใจบิดเบือนข้อมูลข่าวสาร หรือการบริหารจัดการที่ผิดพลาดของบริษัทขนาดใหญ่เกิดขึ้น และได้รับการเปิดเผยออกมาเป็นระยะ ซึ่งส่งผลให้เกิดการล้มละลายของธุรกิจ คิดเป็นมูลค่ามหาศาล อีกทั้งยังไม่มีสิ่งที่สามารถบ่งบอกได้ว่าเหตุการณ์ในลักษณะดังกล่าวจะไม่เกิดขึ้น ในอนาคตอันใกล้ ยิ่งเป็นสิ่งที่ย้ำให้เห็นความสำคัญของบรรษัทภิบาลมากขึ้น ดังนั้นบทความนี้จึงมุ่งอธิบายถึงความหมาย และความสำคัญของการมีบรรษัทภิบาลกับการเพิ่มมูลค่ากิจการกล่าวคือ การมีหลักบรรษัทภิบาลที่ดีย่อมเป็นรากฐานขององค์กรที่มั่นคง ดังนั้นผู้มีส่วนได้เสียกับองค์กรทั้งคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการบริหาร ผู้ถือหุ้น ตลอดจนพนักงานต้องให้ความสนใจยึดและพึงปฏิบัติตามหลักบรรษัทภิบาล นอกจากนั้นกระบวนการของการมีธรรมาภิบาล อันได้แก่ หลักการมีส่วนร่วม และ หลักความโปร่งใส ซึ่งเป็นกระบวนการภายในที่มีประสิทธิภาพ น่าเชื่อถือ และตรวจสอบได้ จะเป็นสิ่งที่ช่วยให้องค์กรอยู่อย่างยั่งยืน ในขณะที่มีหลักความรับผิดชอบต่อหน้าที่ ปกป้องคุ้มครององค์กรและผู้มีส่วนได้เสียให้ยังคงอยู่กับองค์กรด้วยความอยู่เย็นเป็นสุขอย่างยั่งยืน และที่สำคัญที่สุดคือการทำให้องค์กรจะต้องมีระเบียบ ข้อบังคับ หรือบรรทัดฐานที่ยึดปฏิบัติร่วมกัน เพื่อสร้างค่านิยมและสังคมของการอยู่ร่วมกันภายใต้หลักบรรษัทภิบาล ซึ่งกระบวนการทั้งหมดที่กล่าวมาล้วนส่งผลต่อความมีประสิทธิภาพขององค์กร และช่วยสร้างความมั่นคงให้กับองค์กร ดังนั้น องค์กรที่มีหลักบรรษัทภิบาลที่ดีแล้วย่อมเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กรของตนเองและยังประโยชน์ต่อองค์กร รวมถึงเศรษฐกิจและสังคมโดยรวมต่อไป

เอกสารอ้างอิง

เดือนเด่น นิคมบริรักษ์. การสัมมนาวิชาการประจำปี 2542 เรื่องบรรษัทภิบาลกับเศรษฐกิจพอเพียง, สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียน, มกราคม 2541.

- บ้านเมืองที่ดี (Good Governance) เอกสารประกอบการบรรยายหลักสูตรนักปกครองระดับสูง (นปส.) รุ่น 45 ประจำปีงบประมาณ 2547 วิทยาลัยมหาดไทย ในหัวข้อเรื่อง “ยุทธศาสตร์เพื่อเสริมสร้างและพัฒนาการบริหารกิจการบ้านเมืองที่ดี” วันจันทร์ที่ 24 พฤษภาคม 2547.
- ปราโมทย์ ลิ้มปิผล และ พยอม วงศ์สารศรี. 2552. การพัฒนาแผนยุทธศาสตร์การบริหารทรัพยากรของการรถไฟแห่งประเทศไทย กรณีศึกษาทรัพยากรภายในพื้นที่กรุงเทพมหานคร. วารสารวิชาการบัณฑิตวิทยาลัยสวนดุสิต. 5(3): 257-269.
- พรอนงค์ บุษราตระกูล. 2552. การตรวจสอบภายในและบรรษัทภิบาลสำหรับธุรกิจ (Online). สืบค้นจาก <http://www.theiiat.or.th/km/newsdes.php?n=90210151935> 7.
- มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต. 2551. การกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือบรรษัทภิบาลหรือธรรมาภิบาล: คำที่เขียนต่างกัน แต่นิยามไม่แตกแยก (Online). <http://www.dpu.ac.th/macc/article.php?id=159> 6.
- ศิลปพร ศรีจันทเพชร. 2553. เปิดมุมมองบรรษัทภิบาล (Online). http://hqsrvst-s08.pttplc.com/internet_test/Files/Document/energy_mag/53_1/04_TowardsSustainability.pdf
- สุจิต บุญบงการ. 2547. ยุทธศาสตร์ (Strategy) เพื่อเสริมสร้างการพัฒนาและการบริหารกิจการ อ้างถึงใน ปราโมทย์ ลิ้มปิผล และ พยอม วงศ์สารศรี. 2552.
- อัจฉรา โยมสินธุ์. (2544, - กรกฎาคม - กันยายน). "บรรษัทภิบาล กลยุทธ์ธุรกิจแบบยั่งยืน" นักบริหาร. 21(3): 33-38.
- Arya, A., J. Glover and S. Sunder. 1998. Earnings Management and the Revelation Principle. Review of Accounting Studies, 3(1 – 2), 7-34.
- Barnea, A., Haugen, R., Senbet, L. 1985. Agency Problems and Financial Contracting, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

- Baysinger, B. and Butler, H. 1985. Corporate governance and board of directors: performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organization* 1, 101-124.
- Berglof, E. 1994. The governance structure of the Japanese financial kiereitsu. *Journal of Financial Economics* 36, 259-284.
- Berle, A. and G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, Chicago: Commercial Clearing House.
- Brickley, J., Coles, J. and Terry, R.L. 1994. Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*. 35, 371-390.
- Brown, L.D. and M.L. Caylor. 2006. Corporate Governance and Firm Valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*. 25, 409-434.
- Coghlan, A.T. and R. M. Schmidt. 1985. Executive Compensation, Management Turnover, and firm Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Economics*. 7, 43-66.
- Coombes, P. and S. Wong. 2004. Why Codes of Governance Work. in *A New Ara in Governance*. 4 8-53. McKinsey Quarterly.
- Cremers, K.J.M. and V.B. Nair. 2005. Governance mechanisms and Equity Prices. *Journal of Finance*. 60, 2859-2894.
- Demski, J. and H. Frimor. 1999. Performance Measures Garbling under Renegotiation in Multi-Period Agencies. *Journal of Accounting Research (Suppl.)*. 37, 187-214.
- Easternbrook, F., Fischel, D. 1991. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Engel, E., R. M. Hayes and X.Wang. 2004. *The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going Private Decisions*". University of Chicago Working Paper.
- Gaughan, P.A. 2002. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 3rd edition, John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Gompers, P, J. Ishii and A. Metrick. 2003. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*. 118, 107-155.
- Grossman, S.J. and O. Hart. 1980. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics*. 11, 42-64.
- Haugen, R. and Senbet, L. 1988. Bankruptcy and agency costs: Their significance to the theory of optimal capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 23, 27-38.
- Hermalin, B., Weisbach, M. 1991. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 101-112.
- Hirshleifer, D. and Thakor, A. 1994. Managerial performance, boards of directors and takeover bidding. *Journal of Corporate Finance*. 1, 63-90.
- Holmstrom, B.R. and S.N. Kaplan. 2003. *The State of US Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?* ECGI Finance Working Paper 23/2003. www.ecgi.org/wp.
- Holmstrom, B.R. and S.N. Kaplan. 2001. Corporate Governance and Merger Activity in the US: Making Sense of the 1980s and the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*. 15, 121-144.
- Klapper, Leora F., Laeven, Luc A. and Love, Inessa, "What Drives Corporate Governance Reform? Firm-Level Evidence from Eastern Europe" (May 2005). World Bank Policy Research Working Paper No. 3600. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=749424>.
- Kaplan, S. 1994. Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and

- the US. *Journal of Political Economy*. 102, 510-546.
- Lemmon, Michael L. and Lins, Karl V., "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis" (April 2001). William Davidson Institute Working Paper No. 393; 3rd Annual Fin. Mkt. Dev.
- Li, H., M. Pincus and S.O. Rigo. 2004. Market Reactions to Events surrounding the Sarbanes-Oxley Act of 2002. Working Paper University of Iowa.
- Myers, S. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 11-41.
- Rajan, R.G. 1992. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *Journal of Finance*. XLVII, 1367-400.
- Shleifer, A. and Vishny, R. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*. 94, 461-488.
- Stulz, R. 1988. Managerial control of voting rights. *Journal of Financial Economics*. 20, 25-59.