

จากวิกฤติเศรษฐกิจไทย พ.ศ. 2540 ถึงวิกฤติเศรษฐกิจโลก พ.ศ. 2551: การศึกษาเปรียบเทียบความแตกต่างและผลกระทบ ต่อประเทศไทยในแง่มุมมองของเศรษฐกิจ ธุรกิจ และบริษัทภิบาล

เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์*

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้ศึกษาเปรียบเทียบความเหมือนและความแตกต่างระหว่างวิกฤติเศรษฐกิจไทย (พ.ศ. 2540) และวิกฤติเศรษฐกิจโลก (พ.ศ. 2551) ที่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจและธุรกิจไทย ทั้งภาคเศรษฐกิจจริง และภาคการเงิน จากการศึกษาเปรียบเทียบภาพรวม พบว่า วิกฤติ พ.ศ. 2540 ในประเทศไทยมีภาวะก่อน (Preconditions) หลายปัจจัย ได้แก่ การใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ซึ่งทำให้ค่าเงินบาทแข็งเกินความเป็นจริง ผลผลิตที่ตกต่ำ ความสามารถในการแข่งขัน และการส่งออกที่ตกต่ำ มีการเก็งกำไรมาก ทั้งในตลาดหุ้นและที่ดิน และไม่มีกลไกบรรษัทภิบาลที่ดีในการกำกับดูแลธุรกิจทั้งภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงิน ส่วนวิกฤติเศรษฐกิจโลก พ.ศ. 2551 ได้มีผลกระทบกับประเทศไทยในระยะเวลายาวนาน เศรษฐกิจและธุรกิจไทยกลับมาเข้มแข็งในปีถัดมา การศึกษา พบว่า ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจโลกรอบ ๆ ปี พ.ศ. 2551 กลไกของบรรษัทภิบาลมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลประกอบการและศักยภาพของธุรกิจ ธุรกิจที่มีบรรษัทภิบาลเข้มแข็งจะมีผลประกอบการและศักยภาพที่ดี อีกทั้งความเสี่ยงที่ค่อนข้างต่ำ การศึกษานี้ได้พบว่า ในปี พ.ศ. 2551 ซึ่งเป็นปีที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจโลก บริษัทที่อยู่ในกลุ่มของบริษัทที่มีความเข้มแข็งของบรรษัทภิบาลมีสถานะทางการเงิน (Financial Status) ดีกว่าบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มดังกล่าว ดังนั้น บรรษัทภิบาลจึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญที่ทำให้ธุรกิจเข้มแข็งและอยู่รอดได้ในภาวะวิกฤติเศรษฐกิจที่มีความตึงเครียดทางการเงิน (Financial Distress) การพัฒนาการกำกับดูแลกิจการหรือบรรษัทภิบาลจึงถือได้ว่าเป็นการปฏิรูปทางการเงิน (Financial Reform) ที่สำคัญในระบบเศรษฐกิจไทย ภายหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ทำให้ธุรกิจและเศรษฐกิจไทยมีภูมิคุ้มกันวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นตามมา ที่สำคัญดังเช่นในปี พ.ศ. 2551

คำสำคัญ: วิกฤติเศรษฐกิจ ศักยภาพธุรกิจ บรรษัทภิบาล

* รองศาสตราจารย์ ดร. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
เลขที่ 2 ถนนพระจันทร์ แขวงพระบรมมหาราชวัง เขตพระนคร กรุงเทพมหานคร 10200
เมล: disakse@tu.ac.th

From 'Thai Economic Crisis' of 1997 to 'Global Economic Crisis' of 2008: The Comparative Study of Their Differences and Impacts on Thailand in the Aspects of Economy, Business and Corporate Governance

Seksak Jumreornwong*

Abstract

This study compares and contrasts the Asian Financial Crisis (1997) and the Global Financial Crisis (2008) in the perspective of their effects on Thai economy and businesses. The study finds that, in macro view, the preconditions of 1997 crisis include the fixed exchange rate which overvalued Thai baht, poor productivity, low export, overspeculation in stock and real estate, and poor corporate governance in both real business sector and financial sector. The Global Financial Crisis or Subprime Crisis had little impact on Thai economy and business. This study finds that, in the years around 2008 Crisis, Corporate Governance has positive and significant relationship with firm's performance and viability. Firms with strong corporate governance perform better than those with poor corporate governance. Moreover, risk seems to be lower for firms with good governance. In particular, in the year of Global Financial Crisis 2008, companies in the strong corporate governance group outperform those not in the group. Therefore, corporate

* Associate Professor, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University
2 Prachan Road, Borommarachawang, Phra Nakhon District, Bangkok 10200 THAILAND.
E-mail: disaksek@tu.ac.th

governance is an important factor that strengthens business viability and makes firms survive in the year of Crisis and Financial Distress. The development of corporate governance in Thailand is therefore the significant 'Financial Reform' in Thai economy. The reform has resulted in the strong hedge against the crises that follow.

Keywords: *Economic Crisis, Business Viability, Corporate Governance*

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

วิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศไทย ปี พ.ศ. 2540 ถือได้ว่าเป็นวิกฤติการเงินที่ร้ายแรงครั้งหนึ่งของโลก (The Asian Crisis of 1997) ลักษณะของวิกฤติเป็นลักษณะที่เรียกว่าเป็น “วิกฤติแฝด” หรือ ‘Twin’ Crisis กล่าวคือ หลังจากที่เกิดตลาดการเงินในประเทศมีเสรี (Liberalization) มากขึ้น อีกทั้งตลาดการเงินในโลกมีการบูรณาการ (Global Financial Integration) มากขึ้น รูปแบบของวิกฤติจะเป็นการเกิดขึ้นพร้อม ๆ กันของปัญหาจากอัตราแลกเปลี่ยน และความล้มเหลวของระบบธนาคาร ซึ่งนำไปสู่อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น การเคลื่อนย้ายหนีของเงินทุน (Capital Flight) และการหดตัวอย่างรุนแรงของเศรษฐกิจจริง (Real Economy) โดยทั่วไปก่อนเกิดวิกฤติดังกล่าวจะมีเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นก่อนพร้อม ๆ กัน ได้แก่ การเปิดเสรีทางการเงินในช่วงก่อนวิกฤติ การใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (Fixed Exchange Rate) มีการไหลเข้ามาของเงินทุน (Capital Inflow) อย่างมากมายก่อนเกิดวิกฤติ ธนาคารและธุรกิจมีการกำกับดูแลที่อ่อนแอในช่วงก่อนเกิดวิกฤติ

สัญญาณของปัญหาที่พอสังเกตได้ก่อนเกิดวิกฤติ ได้แก่ ธนาคารและธุรกิจกู้เงินเป็นเงินตราต่างประเทศ (Foreign Currency) จำนวนมาก ระบบธนาคารมีหนี้เสีย (Non-performing Loan) มากขึ้น ทั้งธนาคารและธุรกิจมีระดับหนี้สิน (Leverage) สูงขึ้นมาก และการตัดสินใจลงทุนที่ล้มเหลว กล่าวคือ โครงการลงทุนไม่ประสบความสำเร็จ และผลผลิตภาพ (Productivity) ตกต่ำ เศรษฐกิจมีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว ซึ่งมักจะมาพร้อมกับความอ่อนแอในระบบกำกับดูแลธุรกิจหรือบรรษัทภิบาล การกำกับดูแลธนาคาร (Bank Supervision)

สิ่งที่เรียกว่าวิกฤติสมัยใหม่ (Modern Crisis) ดังที่กล่าวข้างต้น มีลักษณะการเกิดปัญหาขึ้นพร้อม ๆ กัน แล้วส่งแรงกดดันกระซอกให้สถานการณ์เลวร้ายลงเป็นวงจรเลวร้าย (Vicious Cycle) ซึ่งเป็นการยากที่จะเกิดเป็นดุลยภาพใหม่ได้

สำหรับวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในสหรัฐอเมริกา ปี พ.ศ. 2551 เกิดจากปัญหาที่เรียกว่า วิกฤติ Subprime ซึ่งเกิดมาจากกลุ่มพิเศษของตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัย (Mortgage Market) ในสหรัฐอเมริกา ที่เป็นตลาดสินเชื่อที่มีคุณภาพต่ำ (Subprime Loans) ในสมัยก่อนปี ค.ศ. 2000 ตลาดกลุ่มนี้เป็นกลุ่มเล็ก ๆ ที่ไม่ได้สำคัญอะไร คือ ให้สินเชื่อกับกลุ่มลูกค้าคุณภาพต่ำเป็นจำนวนน้อยกว่า 10% ของสินเชื่อที่อยู่อาศัยทั้งหมดในสหรัฐฯ ตลาดกลุ่มพิเศษนี้ค่อย ๆ ขยายตัวขึ้น ในช่วงปี ค.ศ. 2000-2006 ยอดรวมสินเชื่อต่อปีที่ให้กับกลุ่มลูกค้าคุณภาพต่ำนี้สูงถึง \$600 พันล้าน สัดส่วนของผู้กู้ยืมที่มีคุณภาพต่ำและความเสี่ยงสูงเพิ่มจาก 9% เป็น 20% ของผู้กู้ยืมเงินเพื่อที่อยู่อาศัยทั้งหมด ถึงแม้ว่าจำนวนลูกค้าชั้นดี (Prime) จะสูงขึ้นในช่วงเวลาเดียวกัน ในขณะที่เดียวกันราคาของอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ ได้พุ่งสูงขึ้น ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา โดยที่ราคาเพิ่มเป็น 2 เท่า ตลาดที่อยู่อาศัยได้ล่มสลายและได้ทำให้เศรษฐกิจถดถอยลงมาด้วย ธนาคารกลางของสหรัฐฯ ลดอัตราดอกเบี้ยอย่างรวดเร็ว ในขณะที่เดียวกันรัฐบาลสหรัฐฯ ได้เร่งรีบกระตุ้นเศรษฐกิจ แต่ดูเหมือนวิกฤติการเงิน

ยังคงพุ่งดิ่งลงไปเรื่อย ๆ ภาณินชธนกิจ (Investment Banker) ใหญ่ ๆ ได้ล้มลงเป็นทิวแถว ในรูปแบบต่าง ๆ กัน เช่น ถูกซื้อกิจการ ควบรวมกิจการ และหลายบริษัทถึงขั้นล้มละลาย สถาบันการเงินใหญ่ ๆ หลายแห่ง เช่น Fannie Mae, Freddie Mac และ AIG รัฐบาลต้องเข้าไปอุ้ม (Bail Out) ทำยัฐบาลสหรัฐฯ จำยอมที่จะต้องตั้งกองทุนอุ้มถึง \$700 พันล้าน วิกฤติการเงินได้ลุกลามอย่างรวดเร็วไปยังยุโรปและเอเชีย รัฐบาลประเทศต่าง ๆ ในโลกได้นำเงินภาษีอากรที่เก็บจากประชาชนมาอัดฉีดเศรษฐกิจกันมากมาย โดยมีความหวังว่าธุรกิจจะได้โปรด เศรษฐกิจและสังคมจะได้กลับฟื้นขึ้นมา รุ่งเรืองเหมือนเดิม Markus Brunmeir (2009) นักเศรษฐศาสตร์ที่มหาวิทยาลัย Princeton ได้กล่าวถึงสาเหตุของหายนะไว้ในบทความตรวจสอบลงใน Journal of Economic Perspectives ว่าจากการที่มีการเปลี่ยนรูปแบบธุรกิจธนาคาร (Banking Model) จากแบบดั้งเดิม (Classical) ซึ่งได้แก่ วิเคราะห์สินเชื่อและให้สินเชื่อที่มีความเสี่ยงต่ำมาเป็นแบบ “Originate and Distribute” ซึ่งได้แก่ สร้างสินเชื่อและจัดจำหน่ายสินเชื่อออกไป ทำให้เกิดการทำลายมาตรฐานการให้สินเชื่อของธนาคาร ส่งผลให้ราคาบ้านที่อยู่อาศัยสูงขึ้น มีการขยายสินเชื่ออย่างมาก

‘Securitization’ เป็นกุญแจเฉลยให้เห็นที่มาของวิกฤติ Friedman (1999) อธิบายไว้ว่า บรรดาภาณินชธนกิจ (Investment Banker) ได้เข้ามาทำการลงทุนซื้อสินเชื่อที่ธนาคารปล่อยไป ในตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัย แล้วนำมาสับย่อยเป็นตราสารหนี้ (Bond) ที่มี Face Value \$1,000 แล้วนำมาขายให้กับบุคคลทั่วไป กระบวนการนี้ คือ Securitization ในปี ค.ศ. 2006 มูลค่าของหลักทรัพย์ที่เกิดจากการทำ Securitization ของสินเชื่อที่อยู่อาศัยมีมูลค่าสูงถึง \$3 แสนล้าน ตามทฤษฎีแล้วดูเหมือนว่า Securitization น่าจะเป็นสิ่งที่ดี เพราะเป็นการกระจายความเสี่ยงไปตามความต้องการในการลงทุนของนักลงทุนรายย่อย แทนที่จะให้ผู้ปล่อยกู้รับความเสี่ยงในเงินให้กู้ก้อนใหญ่เกินไป ซึ่งน่าจะส่งผลดีต่อระบบตลาดการเงินโดยรวม

มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อที่ตกต่ำเพื่อทำให้ปล่อยสินเชื่อได้และมีผลตอบแทนสูงขึ้น เพื่อให้ตอบสนองความต้องการของ Securitization อีกทั้งระบบเศรษฐกิจที่ไม่มีผลิตภาพที่แท้จริง (Real Productivity) รายได้ประชาชาติตกต่ำจากผู้ที่มีคุณภาพต่ำ จึงกลายเป็นไม่มีคุณภาพและจ่ายคืนหนี้ธนาคารที่ปล่อยกู้ไม่ได้ธนาคารหยุดการปล่อยกู้เพิ่ม เหล่านี้เป็นสาเหตุที่มาของวิกฤติการเงินที่ขยายลุกลามเป็นวิกฤติการเงินโลก อันเกิดจากความโลภ (Greed) การกำกับดูแลที่ล้มเหลว (Failed Corporate Governance) และเกิดความไม่มีประสิทธิภาพของการบริหารความเสี่ยง (Failed Risk Management) John Kiff and Paul Mills (2007) นักเศรษฐศาสตร์ของ IMF (International Monetary Fund) กล่าวว่า การกำกับดูแลในการปล่อยสินเชื่ออย่างมีคุณภาพ (Prudent Lending) อ่อนแอ เป็นผลมาจากผลตอบแทนจากค่าธรรมเนียม (Fee-driven Remuneration) และผลประโยชน์ประกอบกระยะสั้นในธุรกิจ Securitization ที่สูง ทำให้เกิดความโลภซึ่งเป็นแรงผลักดันให้มีความเสี่ยง (Risk Taking) มากขึ้นและทำให้แรงจูงใจในการกำกับดูแล (Monitoring Incentive) อ่อนแอ Securitization ไม่ได้ทำให้ความเสี่ยงออกไปจากระบบธนาคาร (Banking

System) ธนาคาร รวมทั้งวานิชธนกิจทั้งหลายแท้จริงกลับเป็นผู้ลงทุนรายใหญ่ในผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (Financial Products) ที่เกิดจากการ Securitization เสียเอง ดังนั้น กระบวนการ Securitization ที่ขาดการกำกับดูแลจึงกลายเป็นวงจรเลวร้ายของความเสียหาย (Vicious Risk Circle) ที่ต้องได้รับการเยียวยาและจะต้องมีการมีการปฏิรูป (Financial Reform) การกำกับดูแลการบริหารความเสี่ยงองค์การรวมถึงระบบค่าตอบแทน (Compensation System)

วิกฤติเศรษฐกิจประเทศไทย ปี พ.ศ. 2540 ที่เกิดขึ้นได้แพร่กระจายออกไปทั่วทวีปเอเชีย (Outward Trouble) หลังจากนั้น 10 ปีถัดมาวิกฤติเศรษฐกิจโลกที่เกิดขึ้นในสหรัฐฯ ได้กระจายออกไปทั่วโลกและส่งผลกระทบต่อประเทศไทย (Inward Trouble) จากการวิเคราะห์ที่กล่าวมาข้างต้น ดูเหมือนว่าทั้งสองวิกฤติมีจุดอ่อนร่วม (Common Weakness) ที่คล้ายคลึงกัน คือ ความอ่อนแอในการกำกับดูแล หรือ บรรษัทภิบาล

ในประเทศไทยนับแต่เกิดวิกฤติครั้งแรกในปี พ.ศ. 2540 จนถึงวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2551 ได้มีการเปลี่ยนแปลงในการกำกับดูแลหรือระบบบรรษัทภิบาล[†] ทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ภาคการเงิน (Financial Sector) และภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector)

ในความเชื่อมโยงระหว่างวิกฤติเศรษฐกิจกับบรรษัทภิบาล (Blundell-Wignell, 2009) กล่าวว่า วิกฤติเศรษฐกิจและวิกฤติการเงินมักเกิดจากการบิดเบือน (Distortion) ความเป็นจริงของเศรษฐกิจ ในระบบการเงินของโลก (Global Financial System) เช่น ปัญหาพื้นฐานหนึ่ง คือ การที่อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราของประเทศในเอเชีย (Asian Exchange Rate) มีค่าของเงินที่ต่ำเกินจริง (Undervaluation) ซึ่งส่งผลให้เกิดภาวะขาดดุลการค้า (Trade Deficit) ในประเทศตะวันตก (Western Economy) ซึ่งส่งผลให้ประเทศเหล่านี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งสหรัฐอเมริกาเหลือทางเลือกเพียงสองทาง คือ ปล่อยให้ภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) หรือการจัดการนโยบายเศรษฐกิจมหภาค (Macro Economic Accommodation) ซึ่งจากการใช้ทางเลือกที่สองทำให้เกิดนโยบายผ่อนคลายทางการเงิน (Easy Money Policy) ส่งผลให้สภาพคล่องมากเกินไป (Excess Liquidity) ราคาสินค้าสูงขึ้น (Asset Bubbles) และหนี้สิน (Leverage) สูง ในระดับจุลภาคกฎเกณฑ์การกำกับดูแล (Regulatory) ภาษี (Tax) ความโลภ (Greed) ทำให้เกิดปัญหาของตัวแทน หรือ Principal-Agent Problem ซึ่ง Principal ได้แก่ ผู้เสียภาษี ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ และผู้ฝากเงิน ส่วน Agent ได้แก่ ธนาคารกลาง ผู้กำกับดูแล (Regulator) รัฐบาล (ที่เก็บภาษี) ผู้บริหารระดับสูง (CEO) และ

[†] ระบบบรรษัทภิบาล (Corporate Governance Model) ประกอบด้วย โครงสร้าง 4 รูปแบบ ได้แก่ 1) โครงสร้างความเป็นเจ้าของโดยรัฐ (State Ownership and Control) 2) โครงสร้างความเป็นเจ้าของโดยธุรกิจครอบครัว (Family Ownership and Control) 3) โครงสร้างความเป็นเจ้าของโดยธนาคาร (Bank-centered Control System) 4) โครงสร้างความเป็นเจ้าของโดยผู้ถือหุ้นที่กระจายหรือไม่จุกตัว (Control by dispersed Shareholder)

คณะกรรมการบริษัท ในภาวะที่เกิดวิกฤติ Agent เหล่านี้มีผลประโยชน์ขัดแย้งกับ Principal ทำให้นำไปสู่หนี้สินที่สูง ระดับเงินทุน (Capital) ที่ต่ำซึ่งทำให้เกิดความเสี่ยงที่สูงขึ้น เอาผลประโยชน์เข้าหาตัวเอง มีการเข้าเสี่ยง (Risk Taking) ในธุรกรรมมากเกินไป เพื่อหวังผลตอบแทนระยะสั้นที่สูง แต่ขณะเดียวกันพอเกิดผลเสียหายก็กระจายออกสู่สังคม (Socializing the Loss)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาที่มีในอดีต พบว่า โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท เป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้ในการกำกับดูแลกิจการ โดยโครงสร้างของคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพเป็นปัจจัยหนึ่งที่น่าคิดว่า จะช่วยลดปัญหาที่เกิดจากตัวแทนและเป็นผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งงานวิจัยในเรื่องดังกล่าว ประกอบด้วยงานวิจัย ดังนี้

Jensen and Meckling (1976) ได้ทำการศึกษาเรื่อง “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure” และเสนอว่า ปัญหาที่เกิดจากตัวแทนนั้นเกิดจากการแยกกันระหว่างเจ้าของกับการควบคุม กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นได้มอบหมายให้ผู้บริหารเป็นตัวแทนในการทำงานเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้น รวมถึงมอบหมายอำนาจในการตัดสินใจในบางเรื่องให้กับตัวแทนด้วย ซึ่งการให้อำนาจแก่ตัวแทนเช่นนี้ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่สามารถหลีกเลี่ยงปัญหาที่เกิดขึ้นจากตัวแทน (Agency Problem) ได้ และเมื่อความต้องการของผู้ถือหุ้นกับฝ่ายบริหารไม่ตรงกัน กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นต้องการให้การทำงานและการตัดสินใจต่าง ๆ ของฝ่ายบริหารเป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ในขณะที่ฝ่ายบริหารอาจมีความต้องการที่แตกต่างไปซึ่งความต้องการของฝ่ายบริหารนั้นอาจจะส่งผลที่ไม่ก่อประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น

Kole และ Lehn (1998) ได้ทำการศึกษาเรื่อง “Corporate Governance and Board Effectiveness” ซึ่งได้อธิบายถึงโครงสร้างของบรรษัทภิบาล ซึ่งประกอบด้วย โครงสร้างความเป็นเจ้าของขององค์กร ค่าตอบแทนของฝ่ายบริหาร และโครงสร้างคณะกรรมการของบริษัท ในส่วนของ Ogden และ O'Connor (2002) ได้ทำการศึกษาเรื่อง “The Firm's Environment, Governance, Strategy, Operations, and Financial Structure” และได้อธิบายถึงโครงสร้างบรรษัทภิบาล ซึ่งประกอบไปด้วยสองส่วน คือ กลไกกำกับดูแลที่มาจากภายนอกองค์กร ได้แก่ ข้อกำหนด กฎเกณฑ์ของภาครัฐ เพื่อใช้ในการควบคุมและตรวจสอบองค์กร และกลไกกำกับดูแลที่มาจากภายในองค์กรเอง ได้แก่ ผู้ถือหุ้นขององค์กร คณะกรรมการบริหารของบริษัท รวมทั้งแหล่งเงินทุนภายในบริษัท และ Chen, Tsao และ Wu (2004) ได้ทำการศึกษางานวิจัยเรื่อง “Building a Corporate Governance Index for Firms in Taiwan” ได้เสนอว่าโครงสร้างของบรรษัทภิบาลประกอบด้วย ผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริหาร โครงสร้างความเป็นเจ้าของขององค์กร (Ownership Structure) และ Leadership Structure

การวิเคราะห์และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของธุรกิจและกลไกในการกำกับดูแลธุรกิจในประเทศมีค่อนข้างมาก ซึ่งโดยทั่วไปจะพบว่าคณะกรรมการของบริษัทช่วยลดปัญหาของตัวแทนและช่วยเพิ่มผลประกอบการของบริษัท (Fama and Jensen, 1983; Kole and Lehn, 1998) การศึกษาเหล่านี้ได้ผลการวิเคราะห์ว่า กรรมการที่เป็นอิสระจากภายนอกจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของคณะกรรมการบริษัท และช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารของบริษัทจะตั้งดวงเอาผลประโยชน์ส่วนตน ซึ่งทำให้ผลการดำเนินงานลดลง Morck and Vishny (1989) ซึ่งได้ศึกษาในงานวิจัยเรื่อง “Alternative Mechanisms of Corporate Control” พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัท มีความสัมพันธ์ในทางบวก เช่นเดียวกับกับงานวิจัยของ Bebchuk, Cohen และ Farrell (2004) ที่พบว่า องค์กรที่มีการกำกับควบคุมดูแลเป็นอย่างดีจะมีผลการดำเนินงานที่สูงตามไปด้วย ในส่วนของ Stulz (1988) เสนอว่าการที่บริษัทจะมีมูลค่าเพิ่มขึ้นหรือลดน้อยลงขึ้นอยู่กับระดับการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัทเท่านั้น

ในส่วนของงานวิจัยที่ขัดแย้งกับงานวิจัยดังกล่าวก็มีเช่นกัน ได้แก่ Lehman และ Weigand (2000) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างตัวแปรของบรรษัทภิบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัท นอกจากนี้แล้ว งานวิจัยของ Demsetz และ Lehn (1985) รวมทั้งงานวิจัยของ Demsetz และ Villalonga (2001) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและผลการดำเนินงานของบริษัท

นอกจากนี้แล้ว ยังมีงานวิจัยอื่น ๆ ที่แสดงให้เห็นความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างดัชนีบรรษัทภิบาลในการกำกับดูแลกับผลการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่ งานวิจัยของ Black, Jang และ Kim (2004) ที่ศึกษาข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของเกาหลี และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างดัชนีบรรษัทภิบาลในการกำกับดูแลกับผลการดำเนินงาน นอกจากนี้แล้วในงานวิจัยดังกล่าวยังพบว่า โครงสร้างของบรรษัทภิบาลที่นำมาสร้างเป็นดัชนีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้วยเช่นกัน ในส่วนงานวิจัยของ Wakasuki and Fukui (2003) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโครงสร้างของบรรษัทภิบาลแต่ละตัวแปร (ได้แก่ วัตถุประสงค์ขององค์กร และหน้าที่ความรับผิดชอบของกรรมการผู้จัดการ โครงสร้างและหน้าที่ของคณะกรรมการบริหารของบริษัท ระบบการบริหารงานและความโปร่งใสขององค์กร และการติดต่อหรือเชื่อมโยงของผู้ถือหุ้น) กับอัตราส่วนผลตอบแทนการลงทุนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (ROA) และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ในส่วนของ Chen, Tsao และ Wu (2004) ได้สร้างดัชนีบรรษัทภิบาลในการกำกับดูแล และพบว่า ดัชนีดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทเช่นกัน นอกจากนี้แล้ว พบว่า โครงสร้างของบรรษัทภิบาลที่นำมาสร้างเป็นดัชนีมีความสัมพันธ์กับ Market Model ภายใต้เงื่อนไขของ CAPM และงานวิจัยของ Thai Institute of Directors, IOD (2005) พบว่า ดัชนีของบริษัท-

ภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q Ratio[‡] ที่ใช้เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งหมายความว่าบริษัทที่มีระดับของดัชนีบรรษัทภิบาลในการกำกับดูแลที่สูงจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่มีระดับของบรรษัทภิบาลในการกำกับดูแลที่ต่ำ

เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์ (2549) ทำการศึกษาเรื่อง “บทบาทของบรรษัทภิบาลในการกำกับดูแลคุณภาพของทรัพยากรมนุษย์ในองค์กรธุรกิจไทย” การศึกษาสะท้อนภาพที่เกิดขึ้นกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2545-2547 ในเรื่องของดัชนีชี้วัดคุณภาพและความสามารถในการแข่งขันของทรัพยากรมนุษย์ รวมทั้งเรื่องของผลการดำเนินงานของบริษัทกับกลไกในการกำกับดูแลโดยหากมองภาพรวมทั้งหมดจากดัชนีบรรษัทภิบาลในการกำกับดูแลที่สร้างขึ้นในการศึกษานี้ ซึ่งได้แก่ ดัชนีวัดความเข้มข้นเหมาะสมของบรรษัทภิบาล ดัชนีวัดความมีส่วนร่วมของกลุ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในองค์กร และดัชนีวัดความโปร่งใสในองค์กร จะพบว่า มีความสัมพันธ์ที่น่าสนใจกับดัชนีชี้วัดคุณภาพต่าง ๆ รวมทั้งผลการดำเนินงานของบริษัท และเมื่อพิจารณาในรายละเอียดย่อยของโครงสร้างบรรษัทภิบาล อาทิเช่น จำนวนคณะกรรมการของบริษัทและสัดส่วนเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นต่าง ๆ ภายในบริษัท พบว่า กลไกในการกำกับดูแลต่าง ๆ เหล่านี้มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีความหมายกับดัชนีชี้วัดคุณภาพของทรัพยากรมนุษย์และผลการดำเนินงาน

จากรายงานของ OECD (2009) เรื่อง Practical Guide to Corporate Governance: Experiences from the Latin American Companies Circle ได้ศึกษาเปรียบเทียบบริษัทที่อยู่ในกลุ่มที่เรียกว่า Companies Circle ซึ่งเป็นผู้นำการกำกับดูแลธุรกิจหรือบรรษัทภิบาลมาใช้อย่างเข้มแข็งกับบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ทั่วไป การศึกษา พบว่า โดยทั่วไปบริษัทที่มีความเข้มข้นในบรรษัทภิบาล (Companies Circle) จะมีผลกำไรทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) ที่ดีกว่า มีราคาหุ้นที่ดีกว่า มี P/E ratio สูงกว่า ต้นทุนทางการเงินต่ำกว่า มีสภาพคล่องในการซื้อหลักทรัพย์ (Daily Volume of Share Trade) ที่สูงกว่า สำหรับ Companies Circle ตลาดตอบสนองต่อข่าวการประกาศใช้กลไกบรรษัทภิบาลที่สูง โดยมี Abnormal Return โดยถัวเฉลี่ย 8% การลงทุนในบริษัทกลุ่ม Companies Circles มีผลตอบแทนการลงทุนสูงกว่าบริษัทโดยทั่วไป และจากการศึกษาเฉพาะปี 2008 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจโลก OECD ยังรายงานว่า บริษัทในกลุ่ม Companies Circles มี ROE ที่สูงกว่า มี EBITDA Margin ที่สูงกว่า และ Current Ratio ที่ดีกว่าเล็กน้อย ในขณะที่ Solvency Ratio (EBIT/Interest expense), Debt Ratio (Total Debt/Total Asset) แข็งแรงกว่าบริษัทอื่น ๆ นอกกลุ่ม Companies Circles อย่างเห็นได้ชัด

[‡] Tobin's Q Ratio เป็นอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดของธุรกิจและมูลค่าทางบัญชีของธุรกิจ (Market Value of Assets / Book Value of Assets) การที่ Tobin's Q Ratio มีค่ามากกว่า 1 แสดงว่าในตลาดเห็นว่าธุรกิจมีศักยภาพสูง โดยออกมาว่ามูลค่าตลาดสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี

สมมติฐานการวิจัย

1) บรรษัทภิบาลทำให้ธุรกิจมีความเข้มแข็ง (บรรษัทภิบาลและผลประกอบการ/ศักยภาพธุรกิจ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก อีกทั้งบรรษัทภิบาลและความเสี่ยงมีความสัมพันธ์ในเชิงลบ) ในช่วงปีรอบ ๗ วิฤทธิเศรษฐกิจโลก คือ ระหว่าง ค.ศ. 2006-2010

2) ในปีที่มีวิฤทธิเศรษฐกิจ (2008) ธุรกิจที่มีความเข้มแข็งในบรรษัทภิบาลสูงจะมีสถานภาพทางการเงิน (Financial Status) เจริญผลประกอบการ (Performance) ศักยภาพทางธุรกิจ (Business Viability) ที่ดีกว่า และความเสี่ยง (Business Risk) ที่ต่ำกว่า ธุรกิจที่มีความเข้มแข็งในบรรษัทภิบาลต่ำกว่า

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลแบ่งข้อมูลออกเป็นสองส่วน คือ

1) **ข้อมูลทางเศรษฐกิจ** ได้แก่ อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP Growth Rate) อัตราเงินเฟ้อ (Inflation) อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน ดอลลาร์การค้า ดอลลาร์ชำระเงินจากแหล่งข้อมูลต่าง ๆ

2) **ข้อมูลของบริษัท** เป็นข้อมูลจากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกี่ยวกับสถานภาพทางการเงิน (Financial Status) ได้แก่ ผลประกอบการ (Performance) ระดับหนี้สิน (Leverage) และอื่น ๆ รวมถึงดัชนีบรรษัทภิบาล (Corporate Governance Index) ซึ่งได้จากฐานข้อมูล Datastream, Setsmart, Bankscope และ Thai Institution of Directors Association โดยแบ่งออกเป็นบริษัทในกลุ่ม Real Sector จำนวน 278 บริษัท และบริษัทในกลุ่มธนาคารจำนวน 9 ธนาคาร ทั้งนี้ด้วยข้อจำกัดของจำนวนข้อมูลในฐานข้อมูล การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงเปรียบเทียบระหว่างกลุ่ม Real Sector และ Financial Sector ผู้วิจัยเลือกใช้ฐานข้อมูล Datastream สำหรับกลุ่ม Real Sector และ Bankscope สำหรับกลุ่ม Financial Sector เนื่องจากมีความครอบคลุมของข้อมูล และตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาแตกต่างกัน

ผลการศึกษา

1) ภาพรวมการศึกษาเปรียบเทียบความเหมือนและความแตกต่าง (Compare and Contrast) ผลกระทบของทั้งสองวิฤทธิ: ปี พ.ศ. 2540 (ค.ศ. 1997) และปี พ.ศ. 2551 (ค.ศ. 2008) ที่มีต่อระบบเศรษฐกิจไทย

จากการเปรียบเทียบตัวเลขสถิติที่สำคัญของเศรษฐกิจโดยรวมของทั้งสองวิฤทธิ (ค.ศ. 1997 และ 2008) พบว่า วิฤทธิในปี ค.ศ. 1997 ส่งผลต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

หรือ Real GDP ในทางลบรุนแรงมากกว่าวิกฤติในปี ค.ศ. 2008 ในปี ค.ศ. 1997 อัตราดังกล่าวของประเทศไทยติดลบ 1.4% และมากถึง -10.5% ในปีถัดมา ในขณะที่ในปี ค.ศ. 2008 อัตราเปลี่ยนแปลงดังกล่าวลดลงจาก 5% ในปีก่อนหน้าเป็น 2.5% ในปี 2008 และลดลง -2.3% ในปีถัดมา อีกทั้งจะเห็นการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วในปี ค.ศ. 2010 คือ มีการเพิ่มขึ้นของอัตราดังกล่าว ซึ่งส่งผลในอัตราการว่างงานของวิกฤติในปี ค.ศ. 1997 มีสูงถึง 4.4% และ 4.2% ในปีต่อ ๆ มา สำหรับวิกฤติ ค.ศ. 2008 ส่งผลให้มีอัตราการว่างงาน 1.5% และ 1.0%

จากการเปรียบเทียบอัตราเงินเฟ้อก่อนสองวิกฤติ จะพบว่า ก่อนวิกฤติ ค.ศ. 1997 จะมีอัตราเงินเฟ้อโดยเฉลี่ยสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อก่อนวิกฤติ ค.ศ. 2008 โดยเฉพาะในปี ค.ศ. 1997 มีอัตราเงินเฟ้อสูงถึง 7.7% และ 4.3% ในปีถัดมา

Fiscal Balance หรือดุลงบประมาณของรัฐบาลเป็นอัตราเปอร์เซ็นต์ของ GDP ติดลบ -3.7% และ -9.4% ในปี ค.ศ. 1997 และ 1998 ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ตัวเลขดังกล่าวในปี ค.ศ. 2008 และ 2009 ติดลบเช่นกัน คือ -0.2% และ -6.2% ตามลำดับ รายละเอียดดังตารางที่ 1 ในหน้าถัดไป

ตารางที่ 1: Selected Real Economic Indicator

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
GDP	85.6	96.2	109.4	121.8	144.3	168.0	181.9	150.9	111.9	122.6	122.7	115.5	126.9	142.6	161.3	176.4	207.1	247.0	272.6	263.7	318.9	345.6	
US\$ billion																							
GDP per capita	1,521	1,689	1,894	2,088	2,442	2,826	3,027	2,481	1,820	1,989	1,983	1,854	2,020	2,261	2,603	2,825	3,296	3,918	4,300	4,151	4,992	5,394	
US\$ billion																							
Real GDP	11.1	8.5	8	8.3	8.9	9.2	5.8	-1.4	-10.5	4.4	4.8	2.2	5.3	7.1	6.3	4.6	5.1	5	2.5	-2.3	7.8	0.1	
Annual % change																							
Unemployment rate	3.8	2.1	2.8	2.6	2.6	1.7	1.5	1.5	4.4	4.2	3.6	3.3	2.4	2.2	2.08	1.9	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.0	0.7
% of total labour force																							
Inflation (end of period consumer prices)	6.4	4.7	3.1	4.4	4.7	7.5	4.7	7.7	4.3	0.6	1.5	0.7	1.7	1.7	3.0	5.8	3.5	3.2	0.4	3.5	3.0	3.5	
Annual % change																							
Fiscal balance **	4.5	3.9	1.6	0.9	1.6	2.6	2.7	-3.7	-9.4	-11.6	-4.5	-2.7	-5.4	2.9	0.5	1.8	0.3	0.7	-0.2	-6.2	-0.3	-	
% of GDP																							
Central government debt *	13.6	9.9	8.0	6.2	4.3	3.4	3.8	5.1	10.8	20.7	22.2	24.6	30.7	28.9	26.1	27.3	26.1	24.5	24.0	28.6	28.8	-	
% of GDP																							
Gross domestic capital formation**	40.5	40.9	38.9	39.1	40.1	41.4	41.7	34.7	22.2	20.4	21.6	22.5	22.0	23.1	24.9	27.8	27.0	25.6	26.6	23.4	23.6	-	
% of GDP																							
Gross domestic savings	31.6	32.6	35.2	34.4	35.0	34.7	34.1	33.8	32.9	33.3	30.7	30.4	28.5	27.5	28.3	28.5	27.1	29.4	32.8	29.9	29.5	30.1	
% of GDP																							
Manufacturing production index **	52.6	57.7	65.5	73.4	79.2	83.7	91.4	91.9	93.7	100.0	103.4	98.6	110.9	138.5	148.5	153.4	163.3	185.5	149.0	195.1	188.4	140.7	
2000 = 100																							

Source: Bank of Thailand, ADB, IMF, *Jaimovich and Panizza (2006) **Bank of Thailand

ข้อมูลการเปรียบเทียบตัวเลขสถิติของภาพรวมทางเศรษฐกิจของสองวิกฤติ (ค.ศ. 1997 และ 2008) จะเห็นได้ว่า แตกต่างกันในเรื่องอัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ย และผลผลิตอุตสาหกรรม และมี **สภาวะก่อน (Preconditions)** ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ ดัชนีราคาที่ดิน การกู้เงินจากต่างประเทศที่สูงมากกว่าปกติ

ทั้งนี้สาเหตุของวิกฤติปี ค.ศ. 1997 เกิดจาก 1) นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ทำให้ค่าเงินบาทแข็งเกินความเป็นจริง และคงที่ไม่ยืดหยุ่น 2) ผลผลิต (Productivity) ที่ตกต่ำ มีความสามารถในการแข่งขัน (Competitiveness) ต่ำ การส่งออกต่ำ 3) มีการเก็งกำไรมากทั้งในตลาดหุ้นและที่ดิน มีความโลภ (Greed) 4) ไม่มีกลไกในการกำกับดูแลหรือมีกลไกที่อ่อนแอ

เมื่อวิกฤติแฮมเบอร์เกอร์แพร่กระจายผลกระทบต่อประเทศไทยดูเหมือนจะเกิดแต่ในระยะสั้นกับราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ ดัชนีที่ต่ำลงในปี ค.ศ. 2008 แต่กลับขึ้นมาในปีถัดมา สำหรับทางด้านอื่น เช่น ผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) ได้รับผลกระทบในปีเดียว (ปี ค.ศ. 2008) และกลับมาเข้มแข็งในปีถัด ๆ มา อีกทั้งการส่งออก (ได้รับผลกระทบเพียงปีเดียว) รวมถึงดุลการค้าและดุลการชำระเงินที่ได้รับผลกระทบระยะสั้น แล้วกลับมาเข้มแข็งในปีต่อมา

จากการเปรียบเทียบภาพรวมของลักษณะผลกระทบจากทั้งสองวิกฤติ พบว่า มีทิศทางเดียวกันคือ ส่งผลในเชิงลบต่อภาวะเศรษฐกิจและธุรกิจ แต่วิกฤติ พ.ศ. 2540 มีผลกระทบรุนแรงกว่าวิกฤติ พ.ศ. 2551 ซึ่งเกิดจากสภาวะก่อน (Preconditions) ที่มีในระบบเศรษฐกิจไทย ก่อนวิกฤติเศรษฐกิจไทย พ.ศ. 2540 มีการเปลี่ยนแปลงในสภาวะก่อนดังกล่าวในระบบเศรษฐกิจไทยก่อนวิกฤติเศรษฐกิจโลก พ.ศ. 2551 ซึ่งน่าจะส่งผลในเชิงบวกกับเศรษฐกิจและธุรกิจไทย ทำให้ผลกระทบจากเศรษฐกิจโลกเบาบางลง นอกเหนือจากความแตกต่างในศูนย์กลางของวิกฤติ ซึ่งหากไม่มีการเปลี่ยนแปลง (Reform) ในระบบเศรษฐกิจไทย ผลกระทบอาจจะรุนแรงเหมือนกับที่เกิดในประเทศยุโรป เช่น กรีซ (Greece) และโปรตุเกส (Portugal) เป็นต้น ซึ่งวิกฤติแฮมเบอร์เกอร์ (วิกฤติเศรษฐกิจโลก) ได้ส่งผลทำให้เกิดวิกฤติหนี้สิน (Debt Crisis) ในยุโรป ที่ส่งผลยาวนานกว่า และมีความตึงเครียดทางการเงินรุนแรงกว่า

2) สรุปผลการสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารระดับสูงที่เกี่ยวข้องกับสองวิกฤติเศรษฐกิจ (ต้มยำกุ้งและแฮมเบอร์เกอร์) และบรรษัทภิบาล

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการสำรวจความคิดเห็นผู้บริหารระดับสูงสุด (CEO) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อเป็นการยืนยันผลการวิเคราะห์เชิงปริมาณอีกครั้งหนึ่ง ซึ่งจากแบบสอบถามที่ส่งไปทั้งสิ้น 451 ฉบับ ได้รับแบบสอบถามคืนกลับทั้งสิ้น 71 ฉบับหรือคิดเป็นร้อยละ 15.74 ของจำนวนตัวอย่างข้างต้น ได้ผลสรุป ดังนี้

(1) สาเหตุของปัญหาวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศไทย (ปี พ.ศ. 2540)

ผู้บริหารระดับสูงส่วนใหญ่เชื่อว่า สาเหตุของวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศไทยหรือวิกฤติต้มยำกุ้งในปี พ.ศ. 2540 มีสาเหตุมูลฐานจากขาดการกำกับดูแล (Corporate Governance) ที่อ่อนแอของธุรกิจและสถาบันการเงิน ซึ่งสะสมมาอย่างมากกว่าอนวิกฤติ (ร้อยละ 33.77) ซึ่งปัญหาดังกล่าวได้ก่อให้เกิดปัญหาอื่น ๆ ตามมา ได้แก่ มีการไหลเข้ามาของเงินทุน ซึ่งมีการถอนออกอย่างรวดเร็วในช่วงวิกฤติ (ร้อยละ 29.03) และอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในปีก่อนวิกฤติและค่าเงินที่แข็งเกินจริง (ร้อยละ 28.81) ตามลำดับ ดังตารางที่ 2 ด้านล่าง

ตารางที่ 2: จำนวนผู้ตอบความคิดเห็นเกี่ยวกับวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศไทย (วิกฤติต้มยำกุ้ง, 2540) โดยเรียงลำดับตามความสำคัญของปัญหา

ความสำคัญของปัญหาในสภาวะก่อนวิกฤติ	ความสำคัญลำดับที่ (จำนวนผู้ตอบ)						รวม	ไม่ตอบ
	1	2	3	4	5	6		
มีการเปิดเสรีทางการเงินในปีก่อนวิกฤติ	18	12	12	6	10	1	59	12
อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในปีก่อนวิกฤติและค่าเงินที่แข็งเกินจริง	17	11	17	12	8	-	65	6
มีการไหลเข้ามาของเงินทุน ซึ่งมีการถอนออกอย่างรวดเร็วในช่วงวิกฤติ	8	18	14	11	12	-	63	8
มีผลประกอบการ/ประสิทธิภาพ/ผลิตภาพที่ไม่ดีจริง	8	9	7	19	14	-	57	14
มีการกำกับดูแล (Corporate Governance) ที่อ่อนแอของธุรกิจและสถาบันการเงิน ซึ่งสะสมมาอย่างมากกว่าอนวิกฤติ	26	12	9	7	10	1	65	6

(2) ผลกระทบต่อธุรกิจ

ผู้บริหารส่วนใหญ่เชื่อว่า ธุรกิจได้รับผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจโลก (ปี พ.ศ. 2551) น้อยกว่าวิกฤติต้มยำกุ้ง (ปี พ.ศ. 2540) คือ ร้อยละ 91.5 และ ร้อยละ 7.1 ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3: แสดงจำนวน ร้อยละ และค่าเฉลี่ยของผู้ตอบเกี่ยวกับผลกระทบของวิกฤติเศรษฐกิจใน 2 ช่วงเวลาต่อธุรกิจของตน

ช่วงเวลาวิกฤติเศรษฐกิจ	ผลกระทบต่อธุรกิจของตน					ค่าเฉลี่ย	S.D.
	มากที่สุด	มาก	ปานกลาง	น้อย	น้อยที่สุด		
วิกฤติต้มยำกุ้ง (พ.ศ. 2540)	23	27	13	6	2	3.89	1.049
วิกฤติเศรษฐกิจโลก (พ.ศ. 2551)	1	12	34	21	3	2.82	.816

และเมื่อให้ทำการเปรียบเทียบในภาพรวมว่าวิกฤติใดส่งผลกระทบต่อธุรกิจของตนมากกว่า พบว่า

วิกฤติต้มยำกุ้ง	วิกฤติแฮมเบอร์เกอร์	ไม่ตอบ
65 (91.5%)	5 (7.1%)	1 (1.4%)

(3) สาเหตุที่ทำให้ธุรกิจได้รับผลกระทบจากวิกฤติทั้งสองแตกต่างกัน

เมื่อได้สอบถามถึงเหตุผลที่เชื่อว่า ธุรกิจได้รับผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2551 น้อยกว่าวิกฤติเศรษฐกิจในปีพ.ศ. 2540 ผู้บริหารส่วนใหญ่ให้ความเห็นว่า เนื่องจากมีระบบการบริหารจัดการภายในที่เข้มแข็ง (ร้อยละ 76.47) รองลงมา คือ การมีระบบกำกับดูแล/บรรษัทภิบาล (Corporate Governance) ที่เข้มแข็งมากขึ้น (ร้อยละ 50.00) และการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยมีนโยบายการเงินที่ระมัดระวัง (ร้อยละ 40.35) ตามลำดับ ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4: แสดงจำนวนผู้ตอบความคิดเห็นเกี่ยวกับปัจจัยที่ทำให้ธุรกิจสามารถต้านกระแสวิกฤติเศรษฐกิจโลกไปได้

ปัจจัยที่ทำให้ธุรกิจต้านกระแสวิกฤติเศรษฐกิจโลกได้	ความสำคัญลำดับที่ (จำนวนผู้ตอบ)					รวม	ไม่ตอบ
	1	2	3	4	5		
การบริหารจัดการภายในที่เข้มแข็ง	52	10	5	2	-	69	2
ธุรกิจที่ทำอยู่ไม่ได้มีความเกี่ยวข้องกับวิกฤติเศรษฐกิจโลก	6	6	12	19	3	46	25
นโยบายการเงินที่ระมัดระวังของธนาคารแห่งประเทศไทย	2	15	23	15	1	56	15
การกำกับดูแล/บรรษัทภิบาล (Corporate Governance) ที่เข้มแข็งมากขึ้น	8	31	17	9	-	65	6

3) การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการ/ศักยภาพของธุรกิจ/ความเสี่ยงกับความเข้มแข็งของบรรษัทภิบาลในช่วงเวลาหลังจากธุรกิจใช้หลักเกณฑ์ของบรรษัทภิบาลตามแนวทางของ OECD และเป็นช่วงเวลารอบ ๆ วิกฤติเศรษฐกิจโลก (ปี ค.ศ. 2008) คือ ระหว่างปี ค.ศ. 2006-2010

จากการวิเคราะห์ข้อมูลในส่วนที่ 1 ซึ่งชี้ให้เห็นว่า ความเสียหายอย่างหนักต่อธุรกิจไทยในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจ ค.ศ. 1997 กลับเกิดผลกระทบต่อธุรกิจไทยน้อยลงและปรับตัวขึ้นได้อย่างรวดเร็วจากวิกฤติเศรษฐกิจ ค.ศ. 2008 ซึ่งข้อสมมติฐานของผู้วิจัยเชื่อว่า เกิดจากผลของการที่ธุรกิจไทยมีบรรษัทภิบาลที่เข้มแข็ง โดยผู้ที่สืบบทบาทสำคัญ คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งได้นำข้อพึงปฏิบัติจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อที่ได้ประกาศใช้เมื่อปี พ.ศ. 2545 (ค.ศ. 2002) มาปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมให้เทียบเคียงกับการกำกับดูแลกิจการของ The Organization for Economic Co-operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปี ค.ศ. 2004)

และข้อเสนอแนะของธนาคารโลกจากการเข้าร่วมโครงการ Corporate Government – Reports on the observance of standards and Codes (CG-Rosc) ข้อพึงปฏิบัติดังกล่าวมีผลในปี พ.ศ. 2549 (ค.ศ. 2006) โดยให้คณะกรรมการและฝ่ายจัดการของบริษัทจดทะเบียนพัฒนาระดับการกำกับดูแลกิจการตามข้อพึงปฏิบัติที่กำหนดไว้

ดังนั้น ในการศึกษานี้ได้ใช้ปี ค.ศ. 2006 เป็นเกณฑ์แบ่งการมีบรรษัทภิบาลอย่างเข้มแข็งในภาคธุรกิจของไทย โดยใช้ตัวชี้วัดความเข้มข้นของบรรษัทภิบาลในแต่ละบริษัทของกลุ่มตัวอย่าง มีสมมติฐานว่าบรรษัทภิบาลช่วยเพิ่มความเข้มแข็งของผลประกอบการและศักยภาพของธุรกิจ และช่วยลดความเสี่ยง

ตารางที่ 5: การวิเคราะห์หัตถถอยปัจจัยที่มีผลต่อผลประกอบการ ศักยภาพ/ประสิทธิภาพองค์การในช่วงเวลารอบ ๆ วิกฤติเศรษฐกิจโลก ค.ศ. 2008 ภายหลังการประกาศหลักเกณฑ์บรรษัทภิบาล ปี พ.ศ. 2549 (ค.ศ. 2006) Panel Data (ค.ศ. 2006-2010)

ตัวแปรอิสระ	ROA	ROE	Tobin's Q	Altman's Z Score
ค่าคงที่	.035 (1.585)	-.019 (-.473)	-.038 (-.131)	2.312 (2.063)**
Ln(Sale)	.008 (2.777)***	.024 (4.409)***	.145 (3.842)***	.627 (4.312)***
Current ratio	.003 (2.255)**	.000 (-.083)	-.016 (-1.042)	.026 (.436)
P/E	.000 (-5.592)***	.000 (-5.140)***	.002 (2.880)***	.003 (1.009)
Debt ratio	-.108 (-8.175)***	-.043 (-1.772)*	-.572 (-3.286)***	.206 (.304)
Ln(TA)	-.006 (-1.831)*	-.016 (-2.870)***	-.082 (-2.086)**	-.577 (-3.786)***
CG Score	.006 (1.852)*	.013 (2.062)**	.087 (1.957)*	-.080 (-.459)
Altman's Z Score	.002 (2.682)***	.006 (4.000)***	.048 (4.741)***	
	R ² = .195, F = 22.473, Sig = .000	R ² = .123, F = 13.011, Sig = .000	R ² = .112, F = 11.587, Sig = .000	R ² = .030, F = 3.302, Sig = .003

หมายเหตุ: * = significant .10, ** = significant .05, *** = significant .01, ค่า t อยู่ใน ()

สูตรการคำนวณ: ROA : Return on asset = กำไรสุทธิ / สินทรัพย์ทั้งหมด, ROE : Return on equity = กำไรสุทธิ / ส่วนของเจ้าของทั้งหมด, Tobin's Q = (มูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น + มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน) / มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ทั้งหมด, Ln(Sale) = ค่า log ของยอดขายรวม, Current Ratio = สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน, P/E Ratio = ราคาตลาดของหุ้นสามัญ / กำไรต่อหุ้น (EPS), Debt Ratio = หนี้สินทั้งหมด / สินทรัพย์ทั้งหมด, Ln(TA) = ค่า log ของสินทรัพย์ทั้งหมด, CG Score = ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของ IOD, Altman's Z Score = $Z = 0.012X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5$

โดยที่ Net Working Capital/Total Assets (X_1) เป็นตัวที่บอกสภาพคล่องของกิจการ ใช้ Current and acid test ratios มาเป็นตัด Retained Earnings/Total Assets (X_2) โดยดูจากกำไรสะสมเพื่อบอกถึงอายุของกิจการ (อายุของบริษัทอาจชี้ถึงภาวะการณ์อยู่รอดได้)

Earnings Before Interest and Income Taxes/Total Assets (X_3) เป็นการดูผลประกอบการของบริษัทที่แท้จริง หากไม่มีการก่อหนี้ ซึ่งเป็นตัวที่วัดศักยภาพของกิจการ โดยไม่นำดอกเบี้ยมาคิดรวมด้วย Market Value of Equity/Book Value of Debt (X_4) และ Sales/Total Assets (X_5) เป็นการวัดความมีประสิทธิภาพของธุรกิจ

จากตารางที่ 5 จะเห็นได้ว่าผลประกอบการ ศักยภาพของธุรกิจ หรือความเข้มแข็งมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับระดับของการกำกับดูแลธุรกิจ โดยภาพรวมของทั้ง ROA, ROE และ Tobin's Q มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับระดับคะแนนของบรรษัทภิบาล (CG Score) ซึ่งหมายความว่า บริษัทที่มีความเข้มแข็งของบรรษัทภิบาลสูงจะทำให้มีความเข้มแข็งทางธุรกิจสูง

การวิเคราะห์ถดถอยนี้มีตัวแปรคุม (Control Variables) เป็นลักษณะเฉพาะของกิจการ (Firm Specific Attributes) ได้แก่ Ln(Sale), Current Ratio, P/E Ratio, Debt Ratio, Ln(TA) ตัวแปรที่สนใจ (Variables of Interest) ได้แก่ ROA, ROE, Tobin's Q, CG Score และ Altman's Z Score

ในส่วนของภาคอุตสาหกรรมจริง (Real Sector) ตามตารางที่ 6 ผลที่ได้จะสอดคล้องกับภาพรวม คือ บริษัทที่มีการกำกับดูแลธุรกิจดีจะทำให้มีผลประกอบการที่ดี ผลประกอบการที่ดีจะส่งผลให้บริษัทมีกระแสเงินสดที่มั่นคง มีศักยภาพที่ดี นักลงทุนมีความมั่นใจ (มี Tobin's Q ที่สูง) สิ่งเหล่านี้ทำให้ธุรกิจสามารถต้านกระแสของวิกฤติเศรษฐกิจปี ค.ศ. 2008 ไปได้และฟื้นตัวอย่างรวดเร็วทั้งนี้ทั่วโลก บรรษัทภิบาลไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับดัชนีวัดความเสี่ยง การศึกษานี้ใช้ Altman's Z Score เป็นดัชนีวัดความเสี่ยง ซึ่งบอกถึงความเสี่ยงที่บริษัทจะล้มละลาย เมื่อมีความตึงเครียดทางการเงินในช่วงวิกฤติ

ตารางที่ 6: การวิเคราะห์ถดถอยปัจจัยที่มีผลต่อผลประกอบการ ศักยภาพ/ประสิทธิภาพ และความเสี่ยงขององค์กรในช่วงเวลารอบ ๆ วิกฤติเศรษฐกิจโลก ค.ศ. 2008 ภายหลังจากประกาศหลักเกณฑ์บรรษัทภิบาล ปี พ.ศ. 2549 (ค.ศ. 2006) Real Sector (ค.ศ. 2006-2010)

ตัวแปรอิสระ	ROA	ROE	Tobin's Q	Altman's Z Score
ค่าคงที่	.024 (1.039)	-.042 (-.983)	-.238 (-.798)	.608 (.524)
Ln(Sale)	.008 (2.779)***	.023 (4.316)***	.147 (3.856)***	.628 (4.291)***
Current ratio	.002 (1.447)	-.001 (-.519)	-.019 (-1.226)	.022 (.365)
P/E	.000 (-6.024)***	.000 (-5.524)***	.003 (3.429)***	.003 (.788)
Debt ratio	-.108 (-8.062)***	-.045 (-1.784)*	-.535 (-3.014)***	.019 (.028)
Ln(TA)	-.005 (-1.490)	-.014 (-2.472)**	-.070 (-1.762)*	-.476 (-3.093)***
CG Score	.006 (1.714)*	.013 (1.987)**	.079 (1.766)*	-.057 (-.329)
Altman's Z Score	.002 (2.122)**	.005 (3.375)***	.043 (4.186)***	
	R ² = .191, F = 21.066, Sig = .000	R ² = .131, F = 13.430, Sig = .000	R ² = .118, F = 11.828, Sig = .000	R ² = .032, F = 3.406, Sig = .003

หมายเหตุ: * = significant .10, ** = significant .05, *** = significant .01, ค่า t อยู่ใน ()

จากการศึกษาในภาคการเงิน (Financial Sector) ตามตารางที่ 7 จะไม่เห็นความสัมพันธ์ที่ชัดเจนระหว่าง CG Score และผลประกอบการ/ความเข้มแข็งของธุรกิจธนาคารยกเว้นความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's Q Ratio และความเข้มแข็งของบรรษัทภิบาล ซึ่งพบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ผลการศึกษาที่ไม่ค่อยชัดเจนในตัวแปรที่ใช้ (CG Score) อาจเป็นเพราะธุรกิจประเภทธนาคารมีกลไกอื่นในการเสริมสร้างความเข้มแข็งของธุรกิจอยู่แล้ว เช่น กฎระเบียบ ข้อบังคับต่าง ๆ โดยธนาคารแห่งประเทศไทย ดังนั้น บทบาทของบรรษัทภิบาลที่วัดโดย IOD จึงลดลงไป

ทั้งนี้กลไกของบริษัทภิบาลไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับความเสี่ยงของธุรกิจธนาคาร
ซึ่งใช้ Loan loss provision to total loans เป็นตัววัดความเสี่ยง การศึกษานี้ใช้อัตราส่วนหนี้สูญ
(Loan Loss Provision) เป็นดัชนีวัดความเสี่ยงที่วัดความสูญเสียจากการปล่อยกู้ ซึ่งเป็นธุรกิจหลัก
ของธนาคาร หนี้สินเป็นความเสี่ยงของธุรกิจธนาคาร ซึ่งเกิดขึ้นมากเมื่อมีความตึงเครียดทางการเงิน
ในช่วงวิกฤติ

**ตารางที่ 7: การวิเคราะห์หัตถดอยปัจจัยที่มีผลต่อผลประกอบการ ศักยภาพ/ประสิทธิภาพ และความเสี่ยง
ขององค์กรในช่วงเวลารอบ ๆ วิกฤติเศรษฐกิจโลก ค.ศ. 2008 ภายหลังการประกาศหลักเกณฑ์
บริษัทภิบาล ปี พ.ศ. 2549 (ค.ศ. 2006) Financial Sector (ค.ศ. 2006-2010)**

ตัวแปรอิสระ	ROAA	ROAE	Tobin's Q	Loan loss provision to total loans
ค่าคงที่	-5.188 (-2.615)**	-228.477 (-1.744)*	.571 (.593)	.095 (2.065)**
Asset Quality	.006 (.161)	-3.356 (-1.437)	.030 (1.730)*	.000 (.454)
Capital Adequacy	.073 (.458)	.076 (.007)	.034 (.436)	.003 (.691)
Net Interest Margin	.519 (3.527)***	-7.392 (-.760)	-.048 (-.668)	-.002 (-.583)
Net Loans / Dep&ST Funding	.008 (.321)	-.048 (-.029)	-.014 (-1.113)	.000 (-.620)
Liquid Assets / Dep& ST Funding	.027 (1.940)*	1.771 (1.909)*	-.015 (-2.187)**	.000 (-.343)
Book value of equity to total assets	-.005 (-.032)	5.701 (.516)	-.018 (-.225)	-.004 (-.866)
Loans to total earning assets	.486 (.163)	254.982 (1.292)	.853 (.588)	.091 (1.263)
Retail deposits to total assets	1.281 (.845)	114.280 (1.142)	.072 (.098)	.013 (.359)
Ln(TA)	-106.867 (-15.116)***	-2204.653 (-4.722)***	.270 (.079)	-.005 (-1.676)

ตารางที่ 7: การวิเคราะห์ถดถอยปัจจัยที่มีผลต่อผลประกอบการ คักยภาพ/ประสิทธิภาพ และความเสี่ยงขององค์กรในช่วงเวลารอบ ๆ วิกฤติเศรษฐกิจโลก ค.ศ. 2008 ภายหลังจากประกาศหลักเกณฑ์บรรษัทภิบาล ปี พ.ศ. 2549 (ค.ศ. 2006) Financial Sector (ค.ศ. 2006-2010) (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	ROAA	ROAE	Tobin's Q	Loan loss provision to total loans
CG Score	.076 (.640)	-.832 (-.106)	.004 (.065)	-.003 (-.760)
Loan loss provision to total loans	.159 (.942)	-7.313 (-.657)	.199 (2.435)**	
	R ² = .948, F = 53.319, Sig = .000	R ² = .874, F = 9.381, Sig = .000	R ² = .375, F = 1.745, Sig = .108	R ² = .339, F = 1.694, Sig = .124

หมายเหตุ: * = significant .10, ** = significant .05, *** = significant .01, ค่า t อยู่ใน ()

สูตรการคำนวณ: ROAA = Return on Average Assets, ROAE = Return on Average Equity, Asset Quality = เงินสำรองสินเชื่อ / สินเชื่อรวม (Loan Loss Reserves / Gross Loans), Capital Adequacy = อัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง, Return on Average Asset = กำไรสุทธิ / สินทรัพย์ทั้งหมด (เฉลี่ย), Return on Average Equity = กำไรสุทธิ / ส่วนของเจ้าของทั้งหมด (เฉลี่ย), Net Loans / Dep& ST Funding = เงินให้กู้ยืม / เงินฝาก + หนี้สินจ่ายคืนเมื่อทวงถาม + เงินกู้ยืม, Liquid Assets / Dep&ST Funding = สินทรัพย์สภาพคล่อง / เงินฝาก + หนี้สินจ่ายคืนเมื่อทวงถาม + เงินกู้ยืม, Book value of equity to total assets = มูลค่าตามบัญชีของส่วนผู้ถือหุ้น / สินทรัพย์ทั้งหมด, Loans to total earning assets = หนี้สิน / สินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้, Retail deposits to total assets = หนี้สิน / สินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้, Retail deposits to total assets = เงินฝากรายย่อย / สินทรัพย์ทั้งหมด, Loan loss provision to total loans = หนี้สูญ / เงินให้สินเชื่อและดอกเบี้ยค้างรับ, Net Income/ Average Total Assets% = รายได้รวม / สินทรัพย์รวม (เฉลี่ย), Tobin's Q = (มูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น + มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน) / มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ทั้งหมด, CG Score = ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของ IOD, Ln(TA) = ค่า log ของสินทรัพย์ทั้งหมด

โดยที่ตัวแปรคุม (Control Variables) คือ ลักษณะเฉพาะของกิจการ (Firm Specific Attributes) ได้แก่ *Asset Quality, Capital Adequacy, Net Interest Margin, Net Loans / Dep&ST Funding, Liquid Assets / Dep& ST Funding, Book value of equity to total assets, Loans to total earning assets, Retail deposits to total assets, Ln(TA), Loan loss provision to total loans* และตัวแปรที่สนใจ ได้แก่ *ROAA, ROAE, Tobin's Q, Loan loss provision to total loans*

4) การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการ/ศักยภาพของธุรกิจ/ความเสี่ยง/กับความเข้มแข็งของบรรษัทภิบาลในปีที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจโลก (ค.ศ. 2008)

ในส่วนนี้เป็นการศึกษาเฉพาะปีที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจโลก (ค.ศ. 2008) โดยศึกษาถึงความเข้มแข็งของบรรษัทภิบาลกับผลประกอบการของธุรกิจและความเสี่ยงธุรกิจ โดยในส่วนนี้จะศึกษาได้แต่เฉพาะธุรกิจในภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector) เนื่องจากข้อมูลจากตัวอย่างของภาคการเงิน (ธนาคาร) มีจำกัด และการศึกษาใช้การวิเคราะห์ถดถอยตลอดทุกบริษัท (Crosssectional Regression Analysis) และให้บริษัทที่มี CG Score (Corporate Governance Score ที่จัดโดย IOD) ไม่ว่าจะเป็น 3 หรือ 4 หรือ 5 คะแนนมีค่าตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) = 1 ส่วนบริษัทที่เหลืออยู่ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (ได้คะแนนต่ำกว่า 3 คะแนน) มีค่าตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) = 0

จากตารางที่ 8 ด้านล่างในส่วนของ ROA และ ROE พบความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับตัวแปรหุ่น ซึ่งหมายความว่า บริษัทที่ได้มีการ Rating ให้มีความเข้มแข็งของบรรษัทภิบาล (หรืออยู่ในกลุ่มของบรรษัทภิบาล) จะมีผลประกอบการที่ดี หรือมีความเข้มแข็งในทางธุรกิจ ถึงแม้จะมีภาวะวิกฤติเศรษฐกิจ (ปี ค.ศ. 2008) แต่สำหรับ Tobin's Q Ratio พบความสัมพันธ์ในเชิงบวกเช่นกัน แต่ไม่มีนัยสำคัญ สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยง ซึ่งใช้ Altman's Z Score กับตัวแปรหุ่นบรรษัทภิบาลที่พบไม่มีนัยสำคัญ อาจจะเป็นไปได้ว่ากลไกของบรรษัทภิบาลยังไม่ครอบคลุมเรื่องความเสี่ยง (Risk Sensitive) พอ (Reavis, 2012)

ตารางที่ 8: การวิเคราะห์ถดถอยปัจจัยที่มีผลต่อผลประกอบการ ศักยภาพ/ประสิทธิภาพ และความเสี่ยงขององค์การในปีที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจโลก (ปี ค.ศ. 2008)

ตัวแปรอิสระ	ROA	ROE	Tobin's Q	Altman's Z Score
ค่าคงที่	.031 (.445)	.052 (.403)	.773 (1.816)*	.477 (1.324)
ln(Sale)	.009 (.553)	.026 (.860)	.142 (1.418)	1.087 (24.592)***
Current ratio	.003 (.746)	.001 (.118)	-.029 (-1.357)	.027 (1.503)
P/E	.000 (-2.555)**	-.001 (-2.439)**	.003 (1.953)*	-.001 (-1.019)
Debt ratio	-.109 (-3.081)***	-.121 (-1.844)*	-.080 (-.365)	.408 (2.221)**
Ln(TA)	-.006 (-.362)	-.020 (-.661)	-.124 (-1.251)	-1.044 (-22.136)***
CG Score	.032 (2.490)**	.059 (2.476)**	.091 (1.137)	.008 (.122)
Altman's Z Score	-.009 (-.719)	-.032 (-1.363)	-.063 (-.796)	
	R ² = .118, F = 4.272, Sig = .000	R ² = .087, F = 3.051, Sig = .004	R ² = .051, F = 1.718, Sig = .106	R ² = .740, F = 106.357, Sig = .000

หมายเหตุ: * = significant .10, ** = significant .05, *** = significant .01, ค่า t อยู่ใน ()

ตารางที่ 9 ในหน้าถัดไป ได้แสดงถึงการเปรียบเทียบความแตกต่างในสถานภาพทางการเงิน (Financial Status) หรืออีกนัยหนึ่งเป็นความเข้มแข็งทางการเงินระหว่างบริษัทที่มี CG Score กับบริษัทที่ไม่มี CG Score ในปีวิกฤติ (ค.ศ. 2008) ดังตารางหน้าถัดไป พบว่า บริษัทที่มี CG จะมี ROA และ ROE ที่สูงกว่าอย่างมีนัยสำคัญ มีระดับของความสามารถในการชำระดอกเบี้ยที่สูงกว่า Time Interest Earned Ratio

**ตารางที่ 9: การเปรียบเทียบสถานภาพทางการเงิน (Financial Status) ระหว่างบริษัทที่อยู่ในกลุ่มที่มี
บรรษัทภิบาลเข้มข้นและบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มในปีวิกฤติ (ค.ศ. 2008)**

อัตราส่วนทางการเงิน	ความแตกต่าง	Mean	Std. Deviation	t
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio)	มีบรรษัทภิบาลเข้มข้น	2.0237	2.0127	.817
	ไม่อยู่ในกลุ่ม	1.7977	1.6950	
อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ถาวร (Fixed Asset Turnover)	มีบรรษัทภิบาลเข้มข้น	8.2490	35.0508	.333
	ไม่อยู่ในกลุ่ม	6.8006	14.3399	
อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio)	มีบรรษัทภิบาลเข้มข้น	.2500	.1786	-1.568
	ไม่อยู่ในกลุ่ม	.2913	.1919	
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity Ratio)	มีบรรษัทภิบาลเข้มข้น	29.5950	20.1435	-1.457
	ไม่อยู่ในกลุ่ม	33.8942	20.9297	
ความสามารถในการชำระคืนดอกเบี้ย (Time Interest Earned Ratio)	มีบรรษัทภิบาลเข้มข้น	719.8911	4980.0005	1.071
	ไม่อยู่ในกลุ่ม	80.7912	403.5060	
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA)	มีบรรษัทภิบาลเข้มข้น	.0652	.0663	2.901***
	ไม่อยู่ในกลุ่ม	.0268	.1327	
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE)	มีบรรษัทภิบาลเข้มข้น	.1119	.1376	2.361***
	ไม่อยู่ในกลุ่ม	.0537	.2294	
อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E Ratio)	มีบรรษัทภิบาลเข้มข้น	10.3071	19.7348	-.691
	ไม่อยู่ในกลุ่ม	12.6863	31.2612	
Ln(TA)	มีบรรษัทภิบาลเข้มข้น	15.5574	1.5044	3.676***
	ไม่อยู่ในกลุ่ม	14.8096	1.1828	
Ln(Sale)	มีบรรษัทภิบาลเข้มข้น	15.5162	1.5190	3.483***
	ไม่อยู่ในกลุ่ม	14.793	1.3526	
Tobin's Q	มีบรรษัทภิบาลเข้มข้น	.9582	.4780	-.651
	ไม่อยู่ในกลุ่ม	1.0115	.7296	
Altman's Z Score	มีบรรษัทภิบาลเข้มข้น	1.2361	.9493	.019
	ไม่อยู่ในกลุ่ม	1.2336	.7847	

หมายเหตุ: * = significant .10, ** = significant .05, *** = significant .01

5) การวิเคราะห์ทางเลือกอื่น ๆ (Alternative Model) เพื่อใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการ/ศักยภาพของธุรกิจ/ความเสี่ยง/กับความเข้มแข็งของบรรษัทภิบาล

นอกเหนือจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการ/ศักยภาพของธุรกิจ/ความเสี่ยง/กับความเข้มแข็งของบรรษัทภิบาลที่แสดงในหัวข้อ 3) และ 4) แล้ว ผู้วิจัยได้ทดสอบสมมติฐานเพิ่มเติมเพื่อให้เกิดความชัดเจนมากยิ่งขึ้นโดย

- 1) ใช้ค่าความเปลี่ยนแปลง (Δ) ของผลประกอบการ/ศักยภาพของธุรกิจ/ความเสี่ยงซึ่งแทนด้วย ROA ROE และ Tobin's Q เพื่อให้เห็นถึงผลกระทบที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงได้ชัดเจนยิ่งขึ้น
- 2) ใช้ค่า dummy = 1 แทนปีที่เกิดวิกฤติ (ปี ค.ศ. 2008 และ 2009) และให้ค่าเท่ากับ 0 ในปีอื่น ๆ ควบคู่ดัชนีวัดความเข้มแข็งของบรรษัทภิบาล (CG Score) เพื่อดูปฏิสัมพันธ์ของดัชนีวัดความเข้มแข็งของบรรษัทภิบาลกับวิกฤติเศรษฐกิจ และผลกระทบที่มีต่อผลประกอบการ
- 3) ใช้ค่า CG Score ในปีก่อนหน้า หรือ $CG\ Score_{t-1}$ เพื่อดูผลกระทบของดัชนีวัดความเข้มแข็งของบรรษัทภิบาลต่อผลประกอบการ ศักยภาพ และประสิทธิภาพองค์กรในปีถัดไป
- 4) ใช้ค่า dummy = 1 แทนปีที่มีการปฏิวัติ/รัฐประหาร (ปี ค.ศ. 2006 และ 2008) และให้ค่าเท่ากับ 0 ในปีอื่น ๆ เพื่อดูว่าปัจจัยแทรกซ้อนทางการเมืองมีผลต่อความสัมพันธ์ของบรรษัทภิบาลกับผลประกอบการ ศักยภาพ และประสิทธิภาพองค์กรหรือไม่

**ตารางที่ 10: การวิเคราะห์ถดถอยปัจจัยทางเลือกที่มีผลต่อผลประกอบการ ศักยภาพ และประสิทธิภาพ
ขององค์กรในช่วงเวลารอบ ๆ วิกฤติเศรษฐกิจโลก ค.ศ. 2008 ภายหลังการประกาศ
หลักเกณฑ์บรรษัทภิบาล ปี พ.ศ. 2549 (ค.ศ. 2006) Panel Data (ค.ศ. 2006-2010) -- Δ
และ CG Score x Crisis**

ตัวแปรอิสระ	Δ ROA	Δ ROE	Δ Tobin's Q
ค่าคงที่	.033 (1.425)	-.034 (-.773)	-.066 (-.269)
ln(Sale)	.006 (1.945)*	.017 (3.023)***	.138 (4.339)***
Current ratio	.000 (-.640)	.000 (-.557)	.007 (1.805)*
P/E	.000 (-4.857)***	-.001 (-4.355)***	.003 (4.324)***
Debt ratio	-.104 (-8.822)***	-.050 (-2.250)**	-.304 (-2.418)**
Ln(TA)	-.002 (-.714)	-.007 (-1.114)	-.060 (-1.835)*
CG Score x Crisis	.003 (1.929)*	.003 (.955)	-.022 (-1.463)
Altman's Z Score	.003 (3.771)***	.006 (3.758)***	.043 (4.468)***
	R ² = .130, F = 19.183, Sig = .000	R ² = .070, F = 9.718, Sig = .000	R ² = .098, F = 13.959, Sig = .000

หมายเหตุ: * = significant .10, ** = significant .05, *** = significant .01, ค่า t อยู่ใน ()

จากตารางที่ 10 พบว่า ดัชนีวัดความเข้มแข็งของบรรษัทภิบาล (CG Score) คู่กับตัวแปร
หุ่น ซึ่งแทนวิกฤติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลประกอบการ ซึ่งวัดด้วย ROA กล่าวคือ บริษัทที่มี
บรรษัทภิบาลที่ดี ถึงแม้จะเป็นในปีวิกฤติก็ยังมีผลประกอบการ ซึ่งวัดด้วย ROA ที่ดีขึ้น ขณะที่ ROE
และ Tobin's Q ไม่พบความสัมพันธ์ ผลดังกล่าวพอแสดงให้เห็นว่า บรรษัทภิบาลช่วยเสริมให้ธุรกิจ
มีความเข้มแข็ง ผลประกอบการไม่ได้รับผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจ

ตารางที่ 11: การวิเคราะห์ถดถอยปัจจัยทางเลือกที่มีผลต่อผลประกอบการ คักยภาพ และประสิทธิภาพขององค์กรในช่วงเวลารอบ ๆ วิฤติเศรษฐกิจโลก ค.ศ. 2008 ภายหลังการประกาศหลักเกณฑ์บริษัทภิบาล ปี พ.ศ. 2549 (ค.ศ. 2006) Panel Data (ค.ศ. 2006-2010) – CG Score_{t-1}

ตัวแปรอิสระ	Δ ROA	Δ ROE	Δ Tobin's Q
ค่าคงที่	.037 (1.680)*	-.015 (-.357)	-.020 (-.070)
ln(Sale)	.009 (3.002)***	.025 (4.651)***	.152 (3.937)***
Current ratio	.003 (2.380)**	.000 (.076)	-.015 (-.950)
P/E	.000 (-5.554)***	-.001 (-5.100)***	.002 (2.890)***
Debt ratio	-.107 (-7.989)***	-.039 (-1.601)	-.556 (-3.174)***
Ln(TA)	-.006 (-2.098)**	-.018 (-3.164)***	-.090 (-2.226)**
CG Score _{t-1}	.006 (1.851)*	.013 (2.063)**	.087 (1.956)*
Altman's Z Score	.002 (2.306)**	.005 (3.540)***	.046 (4.463)***
	R ² = .194, F = 22.249, Sig = .000	R ² = .121, F = 12.727, Sig = .000	R ² = .109, F = 11.280, Sig = .000

หมายเหตุ: * = significant .10, ** = significant .05, *** = significant .01, ค่า t อยู่ใน ()

จากตารางที่ 11 เมื่อทดลองใช้ค่า CG Score ในปีก่อนหน้า หรือ CG Score_{t-1} เพื่อดูผลกระทบของดัชนีวัดความเข้มขันของบริษัทภิบาลต่อผลประกอบการ คักยภาพ และประสิทธิภาพองค์กรในปีถัดไป ผลการศึกษาที่ได้ พบว่า ดัชนีวัดความเข้มขันของบริษัทภิบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อทั้งผลประกอบการ คักยภาพ และประสิทธิภาพองค์กรในปีถัดไป ผลดังกล่าวชี้ให้เห็นถึงการมีบริษัทภิบาลที่ดีว่าจะส่งผลกระทบระยะยาวที่ดีต่อองค์กร

**ตารางที่ 12: การวิเคราะห์ถดถอยปัจจัยทางเลือกที่มีผลต่อผลประกอบการ คักยภาพ และประสิทธิภาพ
ขององค์กรในช่วงเวลารอบ ๆ วิกฤติเศรษฐกิจโลก ค.ศ. 2008 ภายหลังการประกาศ
หลักเกณฑ์บรรษัทภิบาล ปี พ.ศ. 2549 (ค.ศ. 2006) Panel Data (ค.ศ. 2006-2010) –
ค่า Dummy ด้านการเมือง**

ตัวแปรอิสระ	Δ ROA	Δ ROE	Δ Tobin's Q
ค่าคงที่	.037 (1.698)*	-.013 (-.326)	-.004 (-.015)
ln(Sale)	.009 (3.072)***	.026 (4.783)***	.162 (4.218)***
Current ratio	.003 (2.364)**	-.013 (.049)	-.015 (-1.006)
P/E	.000 (-5.623)***	-.001 (-5.245)***	.002 (2.606)***
Debt ratio	-.106 (-7.927)***	-.037 (-1.512)	-.526 (-3.017)***
Ln(TA)	-.007 (-2.161)**	-.013 (-3.278)***	-.099 (-2.456)**
CG Score	.007 (1.930)*	.014 (2.207)**	.099 (2.235)**
Altman's Z Score	.002 (1.849)*	.004 (2.778)***	.035 (3.172)***
Political Dummy	-.006 (-1.015)	-.018 (-1.756)*	-.239 (-3.308)***
	R ² = .196, F = 19.597, Sig = .000	R ² = .126, F = 11.558, Sig = .000	R ² = .113, F = 11.391, Sig = .000

หมายเหตุ: * = significant .10, ** = significant .05, *** = significant .01, ค่า t อยู่ใน ()

จากตารางที่ 12 เมื่อทดลองใช้ค่า Dummy เพื่อดูผลกระทบของการเมืองว่ามีผลอย่างไร
ต่อผลประกอบการ คักยภาพ และประสิทธิภาพองค์กรหรือไม่ ผลการศึกษาที่ได้ พบว่า ในปีที่มีการ-
เปลี่ยนแปลงทางการเมือง จะมีผลในเชิงลบต่อผลตอบแทน (ROE) และคักยภาพธุรกิจ (Tobin's Q)
ในขณะที่ดัชนีวัดความเข้มขันของบรรษัทภิบาลยังคงมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อทั้งผลประกอบการ
คักยภาพ และประสิทธิภาพองค์กร ผลดังกล่าวชี้ให้เห็นถึงการมีบรรษัทภิบาลที่ดีจะทำให้องค์กร
สามารถเผชิญกับภาวะและปัจจัยเสี่ยงภายนอกได้เป็นอย่างดี

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

สำหรับประเทศไทยจากวิกฤติเศรษฐกิจไทย พ.ศ. 2540 (ค.ศ. 1997) ถึงวิกฤติเศรษฐกิจโลก พ.ศ. 2551 (ค.ศ. 2008) ได้มีการเปลี่ยนแปลงในกลไกทางเศรษฐกิจที่สำคัญ ได้แก่ 1) กลไกอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (Fixed Exchange Rate) มาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวที่จัดการได้ (Managed Float) 2) กลไกในการกำกับดูแลธุรกิจ (Corporate Governance) ในปี พ.ศ. 2549 (ค.ศ. 2006) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นำข้อพึงปฏิบัติจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ที่ประกาศใช้เมื่อปี พ.ศ. 2545 (ค.ศ. 2002) มาปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมให้เทียบเคียงกับการกำกับดูแลกิจการของ OECD สิ่งเหล่านี้ทำให้บริษัทมหาชนจำกัด ต้องมีระบบบรรษัทภิบาล เพื่อให้มีการกำกับดูแลธุรกิจ ให้ดำเนินการอย่างมีประสิทธิภาพ มีความโปร่งใส (Transparency) ในข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีสิทธิมีเสียงในการตรวจสอบบริษัท ซึ่งกลไกเหล่านี้ ได้แก่ การให้มีคณะกรรมการบริษัทที่ต้องการมีความรับผิดชอบในการกำกับดูแลกิจการ มีคณะกรรมการตรวจสอบที่มีความรับผิดชอบในการตรวจสอบการปฏิบัติงาน และความเสียงของบริษัทให้ได้มาตรฐาน และมีผลดีกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder) ทุกฝ่าย กลไกบรรษัทภิบาลดังกล่าวไม่ได้มีอยู่แต่ในเฉพาะธุรกิจภาคอุตสาหกรรม (Real Sector) เท่านั้น แต่ยังพบในภาคธุรกิจการเงิน (Financial Sector) ซึ่งได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ที่มีระบบบรรษัทภิบาลเช่นกัน โดยมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้กำกับดูแลการปล่อยสินเชื่อการให้กู้การลงทุนต่าง ๆ ด้วยความระมัดระวัง ธนาคารพาณิชย์ต้องมีการดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงอย่างพอเพียง

สาเหตุ (Cause) และอาการ (Symptom) ของทั้งสองวิกฤติ (วิกฤติต้มยำกุ้งที่เกิดขึ้นในประเทศไทย และวิกฤติแฮมเบอร์เกอร์ที่เกิดขึ้นในสหรัฐอเมริกา) มีความคล้ายคลึงกันหลายอย่าง เช่น วิกฤติทั้งสองเกิดจากปัญหาคุณธรรมวิบัติ (Moral Hazard) อันเกิดจากความโลภ (Greed) และ/หรือมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric information) การปล่อยกู้โดยธนาคารพาณิชย์เกินควรอย่างไม่ระมัดระวัง (Imprudent Lending) การกำกับดูแลที่อ่อนแอ (Regulatory Oversight) การลงทุนที่มากเกินไป (Excessive Investment) การเกิดฟองสบู่ในราคาของทรัพย์สิน (Asset Bubble) และที่สำคัญ คือ ผลผลิตตกต่ำ (Poor Productivity) (Reavis, 2009) สำหรับผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจโลกปี ค.ศ. 2008 ดูจะมีผลกระทบต่อประเทศไทยไม่มากนัก เนื่องจากระบบเศรษฐกิจไทยได้มีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญ (Reform) ได้แก่ การมีระบบบรรษัทภิบาลหรือการกำกับดูแลที่มีมาตรฐาน ซึ่งช่วยลดผลกระทบของวิกฤติเศรษฐกิจโลกที่มีต่อเศรษฐกิจและธุรกิจไทย เศรษฐกิจไทยหลังปี ค.ศ. 2008 ได้มีการฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว ซึ่งจากการศึกษาทั้งภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector) และภาคธุรกิจการเงิน (Financial Sector) ของกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า บรรษัทภิบาลช่วยเพิ่มความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจไทย

การศึกษาวิจัยนี้ในภาพรวมของเศรษฐกิจ พบว่า อัตราดอกเบี้ยทั้ง Lending Rate และ Deposit จะสูงมากก่อนวิกฤติเศรษฐกิจปี ค.ศ. 1997 อัตราเงินเฟ้อที่สูงมากในช่วงก่อนวิกฤติ ค.ศ. 1997 และอีกสองปีถัดมา ในช่วงก่อนปี ค.ศ. 1997 ประเทศไทยขาดดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดสูงมา โดยตลอด ในช่วงก่อนวิกฤติปี ค.ศ. 2008 ประเทศไทยเกินดุล ทั้งดุลการค้า และดุลบัญชีเดินสะพัด ในช่วงก่อนปี ค.ศ. 1997 อัตราส่วน P/E ratio มีอัตราสูงมาก สำหรับก่อนวิกฤติ ค.ศ. 2008 ทั้ง SET index และ P/E ratio มีเสถียรภาพ (Stable) ด้านอสังหาริมทรัพย์ดูจาก Land Price Index พบว่า สูงมากในช่วงก่อนวิกฤติปี ค.ศ. 1997 ด้านการกู้เงินจากต่างประเทศ ก่อนปี ค.ศ. 1997 ประเทศไทยมีการกู้เงินจากต่างประเทศสูง ก่อนปี ค.ศ. 1997 อัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมาก ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) ของไทยต่ำในช่วงก่อนวิกฤติปี ค.ศ. 1997 เมื่อเทียบกับช่วงก่อนปี ค.ศ. 2008 โดยสรุปก่อนปีวิกฤติปี ค.ศ. 1997 สภาพเศรษฐกิจจะแสดงถึงสภาวะก่อน (Precondition) ซึ่งได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ ดัชนีราคาที่ดิน และการกู้เงินจากต่างประเทศที่สูงมากกว่าปกติ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) ที่ตกต่ำ

จากการเปรียบเทียบสถานะภาพทางการเงิน (Financial Status) โดยภาพรวมของธุรกิจ ซึ่งวัดจากอัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio) พบว่า ธุรกิจไทยมีสถานะภาพทางการเงิน ซึ่งได้แก่ ผลประกอบการ/ศักยภาพของธุรกิจที่แข็งแกร่งขึ้นมากในช่วงวิกฤติครั้งที่สอง (ค.ศ. 2008) ในกลุ่มของ Turnover Ratio หรืออัตราส่วนความมีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ในช่วงรอบ ๆ วิกฤติ ค.ศ. 2008 จะสูงกว่าช่วงวิกฤติปี ค.ศ. 1997 ด้าน Leverage ratio หรือ อัตราการใช้หนี้สิน จะพบว่ามีการใช้หนี้สินน้อยลง ในปี ค.ศ. 2008 อัตราส่วนกำไรรอบ ๆ วิกฤติปี ค.ศ. 2008 จะดีกว่าช่วงวิกฤติปี ค.ศ. 1997

การศึกษาถึงความสัมพันธ์ของกลไกบรรษัทภิบาลที่ดีต่อผลประกอบการ/ศักยภาพของธุรกิจ/ความเสี่ยง/ความเข้มแข็งของธุรกิจ รอบปีวิกฤติเศรษฐกิจโลกในปี ค.ศ. 2008 พบว่า โดยรวมบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่เข้มแข็งจะมีผลประกอบการ/ศักยภาพของธุรกิจที่สูงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสามารถสรุปได้ว่าบรรษัทภิบาลเป็นภูมิคุ้มกันผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจ และจากการศึกษาเฉพาะในปีวิกฤติเศรษฐกิจ (ปี ค.ศ. 2008) พบว่า บริษัทที่ได้รับการจัดกลุ่มที่ (CG Circle) จะมีผลประกอบการ/ศักยภาพของธุรกิจที่ดีกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับการจัดกลุ่มว่ามีบรรษัทภิบาล แสดงให้เห็นชัดว่า ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจซึ่งธุรกิจโดยทั่วไปมีความตึงเครียดทางการเงิน (Financial Distress) บรรษัทภิบาลเป็นกลไกในการสร้างความเข้มแข็งและความอยู่รอดให้กับธุรกิจ อย่างไรก็ตาม การศึกษา พบว่า บรรษัทภิบาลดูเหมือนจะยังมีความสัมพันธ์น้อยกับความเสี่ยง (Risk Insensitive) ซึ่งเป็นเรื่องที่จะต้องมีการคิดพัฒนาระบบบรรษัทภิบาลกันต่อไปว่า จะให้มีการกำกับดูแลความเสี่ยงอย่างเป็นรูปธรรมมากขึ้นได้อย่างไร

การศึกษานี้ได้แสดงถึงกลไกบรรษัทภิบาล ซึ่งเป็นกลไกในการกำกับดูแลธุรกิจที่ช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูล ช่วยลดปัญหาคุณธรรมวิบัติ ลดต้นทุนของตัวแทน (Agency Cost) ลดต้นทุน

ของข่าวสาร (Information Cost) ทำให้เพิ่มมูลค่าให้กับกิจการ และทำให้ธุรกิจมีความเข้มแข็งถึงแม้เศรษฐกิจจะอยู่ในภาวะวิกฤติ

เอกสารอ้างอิง

- เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์. 2549. *บทบาทของบรรษัทภิบาลในการกำกับดูแลคุณภาพของทรัพยากรมนุษย์ในองค์กรธุรกิจไทย*. กรุงเทพฯ: สถาบันทรัพยากรมนุษย์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Bebchuk, L.A., Cohen, A., & Ferrell, A. (2004). "What Matters in Corporate Governance". *Working Paper No: 491*. Harvard Law School.
- Black, B., Jang, H., Kim, W., (2004). Does corporate governance affect firm market value? Evidence from Korea. *Working paper*. Stanford University.
- Blundell-Wignall, A., Atkinson, P. & Lee, S. (2009). Dealing with the Financial Crisis and Thinking about the Exit Strategy. *Financial Market Trends*. 1(1): 11-28.
- Brunnermeier, M.K. (2009). "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008". *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 77-100.
- Chen, A., Tsao, M., & Wu, C. (2004). "Building a Corporate Governance Index for Firms in Taiwan". In the proceeding of the 12th annual conference on Pacific Basin Finance, Economics, Accountings and Business, 2004, Bangkok, Thailand.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*. 93: 1155-1177.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). "Ownership structure and corporate performance". *Journal of Corporate Finance*. 7: 209-233.
- Fama, E.F., & Jensen, M.C. (1983). "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*. 26: 301-349.
- Friedman, T. (1999). *The Lexus and the Olive Tree*. New York: Anchor Books.
- Jaimovich, D. & Panizza, U. (2006). *Public Debt around the World: A New Dataset of Central Government Debt*. Working Paper 561. Research Department, Inter-American Development Bank.
- Jensen, M.C. & W.H. Meckling. (1976). "Theory of the firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*. 3(5): 305-360.

- John, K. and Paul, M. (2007). Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets. *International Monetary Fund Working Paper*, 7-8.
- Kole, J. & Lehn, S. (1998). Corporate Governance and Board Effectiveness. *Journal of Banking and Finance*. 22(4): 371-403.
- Lehman, E. & Weigand, J. (2000). "Does the governed corporation perform better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany". *European Finance Review*. 4(2): 157-195.
- Morck, R., Shleifer A. & Vishny R. (1989). "Alternative Mechanisms of Corporate Control". *American Economic Review*. 27: 842-852.
- Ogden, J., & O'Connor. (2002). The Firm's Environment, Governance, Strategy, Operations, and Financial Structure. In *Advanced Corporate Finance Policies and Strategies* (pp. 226-269). USA: Prentice-Hall.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2009). *Practical Guide to Corporate Governance: Experiences from the Latin American Companies Circle*. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Reavis, Cate. (Revised 2012). The Global Financial Crisis of 2008: The Role of Greed, Fear and Oligarchs. *MITSloan Management*. Paper No. 09-093.
- Stulz, Rene M. (1988). "Managerial Control of Voting Rights". *Journal of Financial Economics*, 20: 25-59.
- Thai Institution of Directors. (2005). Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2005. *Paper presented at the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2005 Seminar, Conrad Hotel, Bangkok*.
- Wakasuki, T., Ahmadjian, C., Okamura, A., Inoue, K., & Fukui, K. (2003). *Report on the 2003 Corporate Governance Index Survey*. Japan: Corporate Governance Research Institute.

Translated Thai References

- Jumreornvong, S. (2006). *The Role of Corporate Governance in Monitoring Human Resource's Quality in Thai Enterprise*. Bangkok: Human Resource Institute, Thammasat University. (In Thai)