

บทที่ 2

ทฤษฎี แนวคิดและทบทวนวรรณกรรม

การศึกษาครั้งนี้ว่าอิสระเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุน และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของหมวดบริการรับเหมาก่อสร้างและหมวดวัสดุก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้ศึกษาได้รวบรวมแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ต้นทุนเงินทุนและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน เนื้อหาในบทนี้ประกอบด้วย

1. ทฤษฎีตัวแทน
2. แนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการ
3. แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนเงินทุน
4. แนวคิดเรื่องผลตอบแทนจากการลงทุน
5. วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ได้ใช้อธิบายความสัมพันธ์ในทางธุรกิจว่าเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดจากความยินยอมพร้อมใจระหว่างบุคคลสองฝ่าย โดยที่บุคคลฝ่ายหนึ่งคือตัวแทน (Agent) ตกลงที่จะทำการในฐานะที่เป็นตัวแทนให้กับอีกฝ่ายหนึ่งซึ่งเรียกว่า ตัวการ (Principal) โดยที่แต่ละฝ่ายมีแรงจูงใจที่จะตัดสินใจที่จะก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัว ความขัดแย้งกันในผลประโยชน์อาจเกิดขึ้นเมื่อแต่ละฝ่ายดำเนินการเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ให้แก่ตนเอง (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2543)

ความขัดแย้งระหว่างตัวแทน (Agency Conflict) ใน 2 กลุ่ม

1. ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร

ปกติผู้บริหารได้รับค่าตอบแทนเป็นเงินเดือน โดยไม่ได้รับผลกำไรที่เกิดจากการบริหารงานแม้ว่าบริษัทจะมีผลกำไรมากเท่าไรก็ตาม อีกทั้งยังถูกประเมินผลงานโดยแบกภาระต้นทุนในการดำเนินงาน จึงเป็นเหตุจูงใจให้ผู้บริหารจะไม่ดำเนินงานตามวิธีในการทำงานของบริษัทเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น แต่ผู้บริหารจะพยายามหาหนทางในการสร้างมูลค่า

สูงสุดให้กิจการก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าหนทางนั้นอำนวยความสะดวกประโยชน์ให้กับตัวเอง เพื่อลดความขัดแย้งดังกล่าว บริษัทจึงมีการกำหนดนโยบายกู้เงินจากแหล่งภายนอกกิจการเพื่อเป็นการควบคุมผู้บริหารทางหนึ่ง เนื่องจากการกู้ยืมเงินจะสามารถลดกรรมสิทธิ์ความเป็นเจ้าของและอำนาจของผู้บริหารได้ อีกทั้งการกู้ยืมเงินจะมีการจ่ายเงินสดออกไปเพื่อชำระเงินต้นและดอกเบี้ยตามกำหนดที่ระบุไว้ในสัญญา ทำให้ผู้บริหารจะไม่สามารถนำกระแสเงินสดส่วนที่เหลือจากการดำเนินงานไปใช้จ่ายในทางที่ไม่เหมาะสมได้ อีกทั้งการใช้เงินทุนจากหนี้สินยังมีความเสี่ยงของต้นทุนการล้มละลาย ทำให้ผู้บริหารลงทุนในโครงการที่ไม่เสี่ยงมากเกินไป ซึ่งถ้าหากบริษัทประสบกับการล้มละลาย ผู้บริหารจะสูญเสียชื่อเสียงและต้องแบกรับต้นทุนการล้มละลายด้วย ดังนั้นการใช้แหล่งเงินทุนที่มาจากหนี้สินนั้นจะเป็นการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินงานในกิจกรรมที่สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ส่งผลต่อให้มูลค่าหุ้นสูงสุดและช่วยลดความเสี่ยงในการล้มละลาย

2. ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้

กิจการที่มีการกู้ยืมเงินภายนอกมาจำนวนมาก บริษัทจะมีแนวโน้มที่จะลงทุนโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเพราะโครงการที่มีความเสี่ยงสูงจะให้ผลตอบแทนที่สูง หากโครงการสำเร็จจะก่อให้เกิดผลตอบแทนที่สูงต่อผู้ถือหุ้น และเจ้าหนี้ได้รับเพียงผลตอบแทนที่เป็นอัตราคงที่ตามที่กำหนดในสัญญา ในทางตรงกันข้ามหากโครงการที่ลงทุนเกิดผลขาดทุนหรือไม่ประสบความสำเร็จ เจ้าหนี้จะต้องร่วมเฉลี่ยความสูญเสียนี้ เนื่องจากบริษัทอาจไม่สามารถชำระคืนเงินกู้ได้ และอาจต้องมีการเจรจาปรับโครงสร้างหนี้ทำให้มูลค่าเจ้าหนี้ลดลง (Jensen and Meckling, 1976)

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

แนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการ

ในการค้นคว้าอิสระนี้จะกล่าวถึงรายละเอียดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ โดยแบ่งเนื้อหาออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

1. ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นความสัมพันธ์อย่างหนึ่งระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่นในการกำหนดทิศทางและสอดคล้องดูแลผลประโยชน์ของบริษัท โดยถือเป็นกระบวนการภายในที่จัดขึ้นเพื่อให้มั่นใจว่าคณะกรรมการจะ

สามารถประเมินผลงานของฝ่ายจัดการของบริษัทอย่างตรงไปตรงมาและอย่างมีประสิทธิภาพ (สังเวียน อินทรวิชัย, 2548) และเนื่องจากมีผู้ให้คำจำกัดความของการกำกับดูแลกิจการ ไข่มุกมากมาย ผู้ศึกษาจึงใช้นิยามตามคำจำกัดความของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากประชากรในการศึกษาครั้งนี้คือ บริษัทบริการรับเหมาก่อสร้างและขายวัสดุก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) คือ การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557)

2. แนวคิดเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย (ศิลาพร ศรีจันเพชร, 2551) มีดังนี้

บทบาท หน้าที่ และโครงสร้างของคณะกรรมการ เนื่องจากคณะกรรมการบริษัท มีบทบาทสำคัญการควบคุมดูแลการดำเนินงานของผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการให้บรรลุตามเป้าหมายของบริษัท และต้องรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและบุคคลภายนอก ดังนั้นคณะกรรมการจึงเป็นบุคคลสำคัญที่มีส่วนช่วยในการผลักดันให้เกิดการปฏิบัติที่เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งคณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีความรู้ ความสามารถ และมีประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจอย่างเพียงพอ เพราะคณะกรรมการมีหน้าที่ในการกำหนดนโยบายและกำกับควบคุมดูแล ให้ข้อชี้แนะในการประกอบธุรกิจแก่ฝ่ายจัดการ รวมทั้งตรวจสอบการทำงานของฝ่ายจัดการให้เป็นไปตามนโยบายที่กำหนดไว้จากองค์ประกอบของคณะกรรมการตามข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียน จะเห็นได้ว่าคณะกรรมการเป็นกลุ่มบุคคลที่ได้รับมอบหมายให้เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการดูแลรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ทำหน้าที่กำกับดูแลกิจการบริหารงานของบริษัทให้เป็นอย่างถูกต้องและมีประสิทธิผล สามารถสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงความโปร่งใสและเป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ ดังนั้น คณะกรรมการที่มีองค์ประกอบที่ดี มีคุณภาพประกอบด้วยผู้ที่มีความรู้และความสามารถปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการได้อย่างมีประสิทธิภาพ จึงเป็นหัวใจสำคัญของการสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความสำเร็จของกิจการ (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ, 2558)

คณะกรรมการตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2557 มีหลักการดังนี้ คณะกรรมการเป็นผู้มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท อีกทั้งยังมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ เพราะฉะนั้นคณะกรรมการควรมีภาวะผู้นำ วิสัยทัศน์ และมีความเป็นอิสระในการตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้น โดยรวม คณะกรรมการควรจัดให้มีระบบแบ่งแยกบทบาท

หน้าที่ความรับผิดชอบระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายจัดการที่ชัดเจน และดูแลให้บริษัทมีระบบงานที่ให้ความเชื่อมั่นได้ว่ามีกิจกรรมต่าง ๆ ของบริษัทได้ดำเนินไปในลักษณะที่ถูกต้องตามกฎหมายและมีจริยธรรม อีกทั้งคณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลายทั้งในด้านทักษะ ประสบการณ์ ความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์กับบริษัท รวมทั้งการอุทิศเวลาและความพยายามในการปฏิบัติหน้าที่เพื่อเสริมสร้างให้บริษัทมีคณะกรรมการที่เข้มแข็ง กระบวนการสรรหาผู้ดำรงตำแหน่งกรรมการบริษัทเพื่อให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นผู้แต่งตั้งควรโปร่งใสปราศจากอิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือฝ่ายจัดการ และสร้างความมั่นใจให้กับบุคคลภายนอก เพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล รวมไปถึงกรรมการทุกคนควรเข้าใจเป็นอย่างดีถึงหน้าที่ความรับผิดชอบของกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท พร้อมทั้งจะแสดงความคิดเห็นของตนอย่างเป็นอิสระและปรับปรุงตัวเองให้ทันสมัยอยู่ตลอดเวลา ทั้งยังควรปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต ระมัดระวังและรอบคอบ โดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของบริษัทและเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกคน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557)

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

แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนเงินทุน

ต้นทุนของเงินทุน หมายถึง ราคาของเงินทุนที่ต้องจ่ายให้กับเจ้าของเงิน จากการนำเงินมาให้กิจการกู้หรือนำมาลงทุนในกิจการ ในมุมมองของธุรกิจ ต้นทุนของเงินทุน หมายถึง ค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่ธุรกิจจ่ายให้เจ้าของเงินทุนเพื่อเป็นการตอบแทน ส่วนในมุมมองของเจ้าของเงินหรือผู้

ลงทุน ต้นทุนของเงินทุน หมายถึง ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวัง (สุภาสินี ตันติศรีสุข, 2557) โดยคำนวณมาเป็นอัตราส่วนร้อยละของเงินทุนที่ธุรกิจได้รับจริง

แนวคิดเรื่องต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) มีความสำคัญเป็นอย่างยิ่ง เนื่องจากต้นทุนของเงินทุนจะเป็นอัตราผลตอบแทนอ้างอิงในการตัดสินใจทางการเงิน (Hurdle Rate) หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ต้นทุนของเงินทุนเป็นอัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดที่บริษัทสามารถยอมรับได้จากการลงทุน เมื่อกิจการลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูงกว่าต้นทุนของเงินทุนจะทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นซึ่งจะส่งผลให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นสามัญเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากธุรกิจจัดหาเงินทุนมาจากแหล่งต่าง ๆ เช่น จากการกู้ยืม หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นสามัญ และกำไรสะสม ซึ่งเงินทุนจากแต่ละแหล่งนี้ จะมีต้นทุนที่แตกต่างกัน ดังนั้นการคำนวณต้นทุนของเงินทุนต้องใช้ต้นทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุนเพื่อเป็นการเฉลี่ยต้นทุนของเงินทุนทั้งจำนวน จึงคำนวณ โดยใช้ต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ซึ่งมูลนิธิสถาบันวิจัยนโยบายเศรษฐกิจการคลัง ได้อธิบายแนวคิดการคำนวณต้นทุนเงินทุนไว้ในเอกสารประกอบการบรรยายพิเศษ (บริษัท กสท โทรคมนาคม จำกัด (มหาชน), 2549) โดยสามารถสรุปได้ดังนี้

อัตราต้นทุนเงินทุนสำหรับองค์กร คือ ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของต้นทุนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนเงินกู้หลังภาษีเงินได้ ซึ่งถ่วงน้ำหนักตามอัตราส่วนทุนหรือเงินกู้ต่อเงินทุนทั้งหมด ซึ่งแสดงเป็นสมการได้ดังนี้

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

โดยที่

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

ต้นทุนของหนี้สิน (K_d) ได้แก่ ดอกเบี้ยจ่ายที่เกิดจากหนี้สินในรูปแบบต่าง ๆ เช่น เงินกู้และพันธบัตร และเนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายสามารถใช้หักภาษีได้ จึงต้องใช้ต้นทุนเงินทุนของหนี้สินหลังหักภาษี (After-tax Cost of Debt) ในการคำนวณอัตราต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ย

ต้นทุนส่วนผู้ถือหุ้น (K_e) หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง สามารถประมาณค่าได้จากทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) ที่แสดงความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่าง

ความเสี่ยงและผลตอบแทน กล่าวคือเมื่อการลงทุนมีความเสี่ยงสูงขึ้น ผลตอบแทนที่ต้องการจะสูงขึ้นด้วยเช่นกัน โดยคำนวณได้จาก

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

โดยที่

R_f คือ อัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) ไม่ว่าจะเป็นความเสี่ยงในด้านความสามารถในการชำระหนี้ สภาพคล่อง อายุของหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนในกรณีอัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น

R_m คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Rate)

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

β คือ ค่า Beta หรือค่าสัมประสิทธิ์ผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของธุรกิจ โดยค่าเบต้าเป็นค่าสัมประสิทธิ์เปรียบเทียบระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นตัวใดตัวหนึ่งเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของอนาคต

จากทฤษฎีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนของ CAPM จะเห็นได้ว่าค่าเบต้า (β) มีความสัมพันธ์โดยตรงต่อต้นทุนส่วนผู้ถือหุ้น (K_u) หากค่าเบต้าเท่ากับ 1 แสดงว่าหุ้นนั้นมีอัตราการเปลี่ยนแปลงเร็วกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ หากมากกว่า 1 แสดงว่าหุ้นนั้นมีอัตราการเปลี่ยนแปลงเร็วกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ หากน้อยกว่า 1 แสดงว่าหุ้นนั้นมีอัตราการเปลี่ยนแปลงช้าหรือลงช้ากว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์สัมพันธ์ และหากค่านี้น้อยกว่า 0 แสดงว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นผกผันกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

แนวคิดเรื่องผลตอบแทนจากการลงทุน

ผลตอบแทนจากการลงทุนซึ่งประกอบด้วย 2 ส่วน คือ

1. กระแสเงินสดหรือรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาลงทุน อาจอยู่ในรูปของเงินสดปันผลหรือดอกเบี้ยที่ผู้ออกสารหรือหลักทรัพย์จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น หรือเรียกว่า Yield

2. กำไรหรือขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้น หรือต่ำลงกว่าราคาซื้อ หรือการเปลี่ยนแปลงของราคาของหลักทรัพย์ ในกรณีผู้ลงทุนอยู่ในภาวะซื้อเพื่อรอขาย ผลตอบแทนส่วนนี้ ได้แก่ ค่าความแตกต่างระหว่างราคาขายหลักทรัพย์กับราคาซื้อ หรือเรียกว่า Capital gain หรือ Loss (จิรรัตน์ สังข์แก้ว, 2540, หน้า 155-156)

โดยผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ จะเป็นผลรวมของผลตอบแทนจากกระแสเงินสด ระหว่างงวดกับการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดหลักทรัพย์ สำหรับการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของการลงทุน จะคำนวณจากการเปรียบเทียบผลตอบแทนรวมจากการลงทุนกับเงินทุนต้นงวด คือ

$$\text{อัตราผลตอบแทน} = \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + (\text{มูลค่าปลายงวด} - \text{มูลค่าต้นงวด})}{\text{มูลค่าต้นงวด}}$$

หรือ

$$R = \frac{D + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

โดยที่

- R คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน
- D คือ เงินปันผลรับ
- P_t คือ ราคาหุ้นสามัญปลายงวด (ราคาขาย)
- P_{t-1} คือ ราคาหุ้นสามัญต้นงวด (ราคาซื้อ)

เมื่อตัดสินใจที่จะลงทุนแล้วนั้น ควรทำความเข้าใจถึงปัจจัย 2 ประการที่สำคัญ ก็คือ ความเสี่ยงและผลตอบแทน เพราะไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนประเภทใด ต่างก็มุ่งหวังในสิ่งเดียวกันก็คือ “ผลตอบแทนจากการลงทุน” ในอัตราที่น่าพอใจและคุ้มค่ากับการลงทุน เพื่อจะได้นำเงินลงทุนและดอกผลที่เกิดขึ้นไปใช้ในการอุปโภคบริโภคตามเป้าหมายในอนาคต ซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนที่ผู้ลงทุนจะได้รับนั้นสามารถจำแนกออกเป็น 4 ประเภท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553) ดังต่อไปนี้

1. เงินสด

เมื่อผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินสดแล้ว ควรนำเงินไปลงทุนต่อเพื่อให้เกิดผลตอบแทนเพิ่มเติม โดยอาจนำไปลงทุนในหลักทรัพย์เดิมหรือหลักทรัพย์อื่นๆ แต่ไม่ควรเก็บไว้เป็นเงินสด เพราะเงินสดไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้

2. รายได้จากการนำเงินสดที่ได้รับไปลงทุนต่อ

ต้องมีเงิน ในที่นี้ไม่ได้หมายถึงเงินเก็บหรือเงินออมทั่วไป แต่หมายถึงเงินที่ไม่มีควมจำเป็นต้องเบิกออกมาใช้ หรือนำออกมาใช้ในช่วงระยะเวลาเกินกว่า 1 ปี เพราะการลงทุนในตลาด

หุ้นนั้นไม่แน่นอน อาจจะได้ว่ามาว่าหุ้นตัวนั้นตัวนี้จะขึ้นภายในวันสองวัน สัปดาห์หรือสองสัปดาห์หากโชคดี

3. กำไรจากการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์หรือกำไรจากส่วนต่างของราคา

ผลกำไรในที่นี้เป็นผลตอบแทนที่ได้รับจากการที่ผู้ลงทุนสามารถขายหลักทรัพย์ไปได้ ในราคาที่สูงกว่าราคาที่ซื้อเข้ามาเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาการลงทุน โดยผู้ลงทุน ไม่ต้องเสียภาษีจากกำไรส่วนต่างของราคา ถ้าหลักทรัพย์นั้นเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนประเภทนี้จะไม่แน่นอนและไม่สามารถคาดการณ์ได้ขึ้นอยู่กับสภาพการณ์ของตลาดในขณะนั้น

4. สิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่กำหนดไว้ก่อนเป็นการล่วงหน้า

ในกรณีนี้จะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อบริษัทมีการจดทะเบียนออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ซึ่งโดยทั่วไปแล้ว ผู้ถือหุ้นเดิมจะได้รับการจัดสรรหุ้นก่อนผู้ถือหุ้นรายใหม่ โดยจะกำหนดเป็นสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาด ส่วนการที่ผู้ถือหุ้นเดิมจะใช้สิทธิหรือไม่นั้น ย่อมขึ้นอยู่กับผลประโยชน์ที่ได้รับ ทั้งในแง่ของผลต่างระหว่างราคาใช้สิทธิกับราคาตลาดในขณะนั้น และความต้องการรักษาสัดส่วนการถือครองหุ้นในบริษัท

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนกับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2549 ถึงปี พ.ศ.2551 ที่คำนวณโดยใช้ต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ย กับปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการ โดยเน้นเรื่องของโครงสร้างคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยตัวแปรที่นำมาใช้ในการศึกษา ได้แก่ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนหุ้นที่ถือโดยผู้บริหารและคณะกรรมการ การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่เกินร้อยละ 5 และสัดส่วนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก ผลของการศึกษาพบว่าขนาดของคณะกรรมการ และสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก มีความสัมพันธ์ทางลบกับต้นทุนเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่การถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันที่เกินร้อยละ 5 ที่แทนค่าด้วยตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) นั้นมีความสัมพันธ์ทางบวกกับต้นทุนเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งยังพบว่าตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวมและความเสี่ยงในการดำเนินการซึ่งวัดจากอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์ทางลบกับต้นทุนเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ (นพธิรา ก้อนสมบัติ, 2553) การศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุนของบริษัทในประเทศออสเตรเลียที่มีมูลค่าราคาตลาดของหุ้นทุน (Market Capitalization) สูงสุด 150 อันดับแรก ระหว่างปี ค.ศ. 1994-2003 โดยตัวแปรที่ใช้แทนการ

กำกับดูแลกิจการ ได้แก่ ขนาดและควมมีอิสระของคณะกรรมการ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายนอกที่ไม่ใช่ นักลงทุนสถาบัน การคำนวณต้นทุนเงินทุน ใช้ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ผลจากการวิเคราะห์ สมการถดถอยพบว่า ตัวแปรที่มีผลต่อต้นทุนเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และความเป็นอิสระของคณะกรรมการ โดยมีความสัมพันธ์ทางลบกับต้นทุนเงินทุน ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทางบวกกับต้นทุนเงินทุน อีกทั้งยังพบว่าตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนในการก่อหนี้ (Leverage Ratios) มีความสัมพันธ์ทางลบกับต้นทุนเงินทุน (Pham et al., 2007) และการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี ค.ศ. 1996-2002 ใน 4 ด้าน ได้แก่ คุณภาพข้อมูลทางการเงิน โครงสร้างของเจ้าของ สิทธิของผู้ถือหุ้น และโครงสร้างของคณะกรรมการ ผลการศึกษาพบว่าต้นทุนเงินทุนของเจ้าของมีความสัมพันธ์ทางบวกกับคุณภาพข้อมูลทางการเงินในเรื่องของรายการคงค้างที่ผิดปกติ และด้านโครงสร้างการเป็นเจ้าของในสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นเกินร้อยละ 5 อีกทั้งมีความสัมพันธ์ทางลบกับตัวแปรการกำกับดูแลด้านคุณภาพข้อมูลทางการเงินในเรื่องความโปร่งใสทางการเงิน และจำนวนคณะกรรมการตรวจสอบอิสระ ด้านโครงสร้างของเจ้าของในสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ด้านสิทธิของผู้ถือหุ้น ด้านโครงสร้างคณะกรรมการในเรื่องความมีอิสระของคณะกรรมการและการถือหุ้นของคณะกรรมการ และยังพบว่าตัวแปรควบคุม ได้แก่ ค่าสัมประสิทธิ์ผลตอบแทนความเสี่ยงของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับต้นทุนส่วนของเจ้าของ ในขณะที่ขนาดของกิจการซึ่งวัดจากราคาตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นมีความสัมพันธ์ทางลบกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น (Ashbaugh et al., 2005)

การศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับโครงสร้างเงินลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปารีสระหว่างปี ค.ศ. 2002 – 2005 โดยใช้การสุ่มตัวอย่างบริษัทจำนวน 58 บริษัทมาศึกษาการกำกับดูแลกิจการโดยพิจารณาขนาดและความเป็นอิสระของคณะกรรมการ การควมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ สัดส่วนการถือหุ้นของบุคคลภายใน และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ตัวแปรควบคุมใช้ขนาดของกิจการซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวม และความสามารถทำกำไรซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ผลการศึกษาพบว่าขนาดของคณะกรรมการและการถือหุ้น โดยบุคคลภายในมีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ในขณะที่การถือหุ้นโดยสถาบันมีความสัมพันธ์ทางบวก อีกทั้งไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญในการควมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธาน

กรรมการ และความเป็นอิสระของคณะกรรมการ สำหรับตัวแปรควบคุมนั้น พบว่าขนาดกิจการมี ความสัมพันธ์ทางบวกกับ โครงสร้างเงินทุน และความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทาง ลบกับ โครงสร้างเงินทุน (Hasan and Butt, 2009)

การศึกษาความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้น กับมูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ (EVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET50) ระหว่างปี พ.ศ. 2547 – 2549 โดยตัวแปรที่ใช้แทนความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท และ โครงสร้างของผู้ถือหุ้น ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ความ เป็นอิสระของประธานกรรมการ จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนการ กระจุกตัวของผู้ถือหุ้น และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัท ซึ่งผล การศึกษาพบว่าความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ (ศิลาพร ศรีจันเพชร, 2551) และการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่ม เศรษฐศาสตร์ของกิจการกับบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทในการกำกับดูแลกิจการที่ดีใน มุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โดยให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ของกิจการ เป็นตัวแปรตาม และกำหนดตัวแปรอิสระ 3 ตัว เพื่อเป็นตัวแทนของบทบาท หน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทในการกำกับดูแลกิจการที่ดีในมุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบ ของคณะกรรมการบริษัท ได้แก่ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท จำนวนครั้งของการ ประชุมคณะกรรมการบริษัท และความเป็นอิสระในด้านการบริหารของประธานกรรมการบริษัท โดยศึกษาเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2547 ถึงปี พ.ศ.2549 พบว่าตัวแปรอิสระทั้ง 3 ตัว ได้แก่ ความเป็นอิสระ ของคณะกรรมการบริษัท จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท และความเป็นอิสระใน ด้านการบริหารของประธานกรรมการบริษัท ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของ กิจการอย่างมีนัยสำคัญ (สุภางค์ ลือกิตินันท์, 2551)

การศึกษาองค์ประกอบของคณะกรรมการ การกำกับดูแลกิจการ และความสัมพันธ ะหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ.2548 ผลการศึกษาองค์ประกอบของคณะกรรมการ พบว่า บริษัทจดทะเบียนที่ทำการศึกษามีขนาดของคณะกรรมการ โดยเฉลี่ย 11 คน สัดส่วนกรรมการที่เป็น ผู้บริหาร โดยเฉลี่ย 35.04% ของกรรมการทั้งคณะ สัดส่วนกรรมการอิสระ โดยเฉลี่ย 34.39% ของ กรรมการทั้งคณะ และบริษัทร้อยละ 86.51 มีการแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับ กรรมการผู้จัดการ สำหรับผลการศึกษาการกำกับดูแลกิจการ พบว่า บริษัทจดทะเบียนที่ทำการศึกษา มีคะแนนการเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยเฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 67.82

ส่วนผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการและการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน พบว่าสัดส่วนกรรมการที่เป็นผู้บริหาร สัดส่วนกรรมการอิสระ และการรวมหรือแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับกรรมการผู้จัดการ มีความสัมพันธ์กับการเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีเพียงขนาดของคณะกรรมการบริษัทเท่านั้นที่ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ชาริณี จวงมูทิตา, 2550)

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2547 ถึงปี พ.ศ.2549 เป็นการศึกษาหลักการกำกับดูแลกิจการ โดยเน้นศึกษาในด้าน โครงสร้างคณะกรรมการ ซึ่งตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย ขนาดคณะกรรมการของบริษัท สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริหาร และการควมรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการในคนเดียวกัน ซึ่งในการศึกษาได้ใช้ตัวแปรอิสระในปีปัจจุบัน (t วันสิ้นปีที่ t) โดยคาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต ($t+1$ วันสิ้นปีที่ $t+1$) โดยตัวแปรที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงาน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปีที่ $t+1$ และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปีที่ $t+1$ โดยมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปีที่ t อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปีที่ t ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท และประเภทอุตสาหกรรม เป็นตัวแปรควบคุม ผลการศึกษาพบว่าตัวแปรที่ใช้แทนการกำกับดูแลกิจการมีเพียงขนาดคณะกรรมการของบริษัทเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปีที่ $t+1$ ในปี พ.ศ.2549 โดยทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปในทางลบ และยังพบว่าขนาดของกิจการซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปีที่ $t+1$ ในปีเดียวกัน โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก (สุชลธา บุปการะกุล, 2551) และการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพการตรวจสอบบัญชีกับต้นทุนของหนี้สินซึ่งคำนวณจากดอกเบี้ยเฉลี่ยของกิจการในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของฝรั่งเศสระหว่างปี ค.ศ. 1999-2001 พบว่ามีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญ โดยใช้ตัวแปรคืออัตราส่วนกรรมการอิสระ สัดส่วนของคณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร และสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันที่ถือหุ้นเกินร้อยละ 5 อีกทั้งยังพบว่าตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการซึ่งคำนวณจากสินทรัพย์รวม ความสามารถชำระหนี้ (Interest Coverage Ratio) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

และอัตราส่วนในการก่อหนี้ (Leverage Ratios) มีความสัมพันธ์ทางลบกับต้นทุนของหนี้สิน (Piot and Missonier-Piera, 2007) และการศึกษาทั่วโลกการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลประกอบการของบริษัทขนาดใหญ่จำนวน 1,500 บริษัทตั้งแต่ปีค.ศ. 1990-1998 โดยนำหลักการของการกำกับดูแลกิจการในหมวดสิทธิของผู้ถือหุ้นจำนวน 24 ข้อมาสร้างเป็น Governance Index (G-Index) โดยผลการศึกษพบว่าบริษัทที่มี G-Index ต่ำ (มีสิทธิของผู้ถือหุ้นสูง) จะมีมูลค่าของกิจการสูง มีกำไร มีการเติบโตของยอดขายสูง และมีค่าใช้จ่ายในเงินลงทุนต่ำ (Gompers, Ishii and Metrick, 2003)

การศึกษาลงงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุน และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนพบว่า มีผลการศึกษาที่แตกต่างกันในแต่ละหมวดธุรกิจ เพราะในแต่ละหมวดธุรกิจมีการดำเนินกิจการที่มีความแตกต่างกัน และมีการจัดหาแหล่งเงินทุนเพื่อนำมาดำเนินกิจการด้วยวิธีที่แตกต่างกันออกไป นอกจากนี้ผลกระทบจากปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอกจะส่งผลกระทบต่อหมวดธุรกิจแต่ละหมวดแตกต่างกัน ผลกระทบจากปัจจัยดังกล่าวอาจส่งผลกระทบในด้านลบหรือด้านบวกก็ขึ้นอยู่กับประเภทของธุรกิจ