

ทฤษฎีตัวแทน: ความท้าทายในการบริหารงานธุรกิจในประเทศไทย

ปณณวัฒน์ วังอนุสรณ์^{1*} ศิริกุล ตูลาสมบัติ² ภูษณิศ เทชเถกิง²

Received: April 25, 2022

Revised: May 30, 2022

Accepted: June 13, 2022

บทคัดย่อ

การดำเนินธุรกิจในบริบทของประเทศไทยซึ่งมีความหลากหลายทางด้านประชากร พื้นที่และทรัพยากรธรรมชาติ ตลอดจนโครงสร้างธุรกิจซึ่งมีลักษณะธุรกิจครอบครัวเป็นส่วนใหญ่ ถือเป็นความท้าทายอย่างหนึ่งที่ผู้ทำธุรกิจต้องเผชิญ นอกจากนี้ในการดำเนินธุรกิจให้ประสบความสำเร็จ การกำกับดูแลกิจการก็ถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีความสำคัญดังคำกล่าวที่ว่า “การกำกับดูแลกิจการมีบทบาทในการเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการ” ดังนั้น ในงานวิจัยชิ้นนี้จึงได้มีการศึกษาทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ คือ ทฤษฎีตัวแทนในด้านความเป็นมาและวิวัฒนาการ คำจำกัดความ ประเภท สาเหตุการเกิดและแนวทางแก้ไข ตลอดจนการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทนบริบทของประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ของตัวการ-ตัวแทน แบ่งออกเป็น 3 รูปแบบ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริบทของตลาดทุนไทยได้เน้นไปที่คู่ความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับเจ้าของ โดยผลการศึกษาส่วนใหญ่เน้นไปเรื่อง มูลค่ากิจการจากการวัดอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ตอบทบทวนของกรรมการในการกำกับดูแลของคณะกรรมการ ซึ่งพบว่ามีหลาย ๆ ปัจจัยที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานในทิศทางเดียวกัน แต่ก็มีบางปัจจัยที่ผลการศึกษา ยังให้ผลไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน

คำสำคัญ: ตัวการ-ตัวแทน ทฤษฎีตัวแทน ปัญหาตัวการ-ตัวแทน

¹ อาจารย์, คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้

² ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร., คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้

* Corresponding author Email: Payothust56@gmail.com

Agent Theory: Challenges of Business Administration in Thailand

Bhannawat Wanganusorn^{1*} Sirikul Tulasombat² Pusanisa Thechatakerng²

Abstract

Business operation in affected of Thailand, is mostly operated in business family mode. There are several factors affect the business performance. The most important one is corporate governance which is mainly about how to make an organization, including all internal parties, to be success and plays a role in adding value to the business. Agency theory widely accepted that it is one of the corporate governance theories used to understand the relationships between two parties (principals and agents). This study presents the scope of agency theory; which include background, development, definition, type, problem, solution, and applications in Thailand circumstance. The reveals that the principal-agent relationship is divided into three types. For Thai capital market, the relationship between manager and owner is mainly focus. Besides, the main result about the return on assets (ROA) on the role of supervisory board. There are several factors affecting business operations along with direction while some factors are excluded.

Keywords: Agency Problem, Agency Theory, Principle-Agent

¹ Lecturer, Faculty of Business Administration, Maejo University.

² Assistant Professor Dr., Faculty of Business Administration, Maejo University.

บทนำ

“การกำกับดูแลกิจการมีบทบาทในการเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการ” (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551) การดำเนินธุรกิจอย่างไรให้ประสบความสำเร็จ เป็นประเด็นที่มีการกล่าวถึงอย่างกว้างขวางโดยเฉพาะประเทศไทยที่มีความหลากหลายในเรื่องเชื้อชาติ ศาสนา วัฒนธรรม อีกทั้งยังเป็นฐานการผลิตสินค้าส่งออกที่สำคัญหลาย ๆ อย่าง ส่งผลต่อการกระจายตัวของรายได้ จึงทำให้ผู้ลงทุนเข้ามาแสวงหาผลตอบแทน การดำเนินธุรกิจเพื่อให้กิจการเกิดความมั่งคั่งระดับสูงสุดนั้น มีระดับความยากของการบริหารงานไม่เหมือนกัน กรณีที่ตนเองเป็นเจ้าของกิจการ อำนาจในการตัดสินใจทั้งในมิติการบริหารงาน และมิติของการควบคุมกิจการก็ดำเนินการไปได้ด้วยบุคคลเพียงคนเดียวในการตัดสินใจ ในทางกลับกัน หากกิจการมีการเติบโต ขยายขนาดทั้งในด้านเงินทุน เทคโนโลยี จำนวนสาขา จำนวนพนักงาน หรือแม้แต่ผลิตภัณฑ์และบริการ ซึ่งกิจการเจ้าของคนเดียวไม่สามารถดำเนินงานได้ครบทุกขั้นตอน จำเป็นจะต้องมีตัวแทนเข้ามาร่วมในการบริหารงาน ซึ่งตัวแทนดังกล่าวอาจจะมาจากผู้เชี่ยวชาญในการบริหารงาน หรือจะเป็นผู้ถือหุ้นเดิมเข้ามาบริหารงาน ทั้งนี้เมื่อผู้บริหารไม่ได้เป็นเจ้าของบริษัททั้งหมด (ไม่ได้มีหุ้นในบริษัท 100%) ก็ไม่มีความจำเป็นหรือแรงจูงใจให้ทำงานเกินขอบเขตภาระงานที่ได้รับมอบหมาย เพราะอย่างไรก็ตามแต่ผลประโยชน์สุดท้ายก็จะส่งกลับคืนไปยังเจ้าของที่แท้จริง (ผู้ถือหุ้น) อันสามารถนำไปสู่สาเหตุของการเกิดผลประโยชน์ทับซ้อนในการปฏิบัติงาน

บริษัทจดทะเบียน (listed company) ในตลาดทุนประเทศไทย ถือเป็นองค์ประกอบที่สำคัญอย่างหนึ่งของระบบเศรษฐกิจ มีบทบาทในการผลิตสินค้าและบริการออกสู่ระบบเศรษฐกิจ ทำให้เกิดการจ้างงานในประเทศ ช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจ ก่อให้เกิดการลงทุน ตลอดจนพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศให้สูงขึ้น หากบริษัทจดทะเบียนมีความแข็งแกร่ง สามารถเติบโตอย่างยั่งยืนก็จะช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศให้ก้าวหน้าไปได้ จากผลการสำรวจสถานะของวิสาหกิจในประเทศไทย (กระทรวงอุตสาหกรรม, 2559) พบว่ามากกว่าร้อยละ 80 จัดเป็นธุรกิจครอบครัว และอีกร้อยละ 20 องค์กรจัดอยู่ในกลุ่ม SET 50 สะท้อนถึงโครงสร้างวัฒนธรรมในการทำธุรกิจที่มีการใช้ความสัมพันธ์เชิงเครือญาติในการบริหารงาน ซึ่งอาจจะก่อให้เกิดข้อขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ที่พึงได้ระหว่างตัวการและตัวแทน สร้างความไม่พอใจให้เกิดขึ้นกับกลุ่มผู้ปฏิบัติงาน ทำให้เกิดความตึงเครียดในการปฏิบัติงาน ส่งผลทำให้มูลค่ากิจการไม่สามารถเพิ่มขึ้น จากเหตุผลดังกล่าวผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาทฤษฎีตัวแทนภายใต้บริบทของประเทศไทย

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)
2. เพื่อศึกษาการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทนในประเทศไทย

1. ความเข้าใจเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

1.1 วิวัฒนาการของ Agency Theory

Smith (1937) ได้มีการกล่าวถึงทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ว่าหากองค์กรบริหารงานโดยไม่ใช่เจ้าของแท้จริง ก็มีโอกาสที่ผู้บริหารจะแสวงหาผลประโยชน์เข้าตัวเอง ในขณะที่ (Arrow, 1971; Wilson, 1968) มองว่า ทฤษฎีตัวแทนเป็นเรื่องทัศนคติด้านความเสี่ยงของกลุ่มคนในองค์กร โดยได้แยกออกเป็น 2 กลุ่ม กลุ่มแรกคือ ตัวการหรือเจ้าของ ยอมเสี่ยงเพื่อให้ได้มาซึ่งผลตอบแทนทางธุรกิจ ในขณะที่อีกกลุ่มซึ่งเรียกว่า ตัวแทน หรือคนที่ทำหน้าที่บริหารงานของหน่วยงาน เช่น ผู้จัดการของหน่วยงานเป็น คนไม่ชอบความเสี่ยงโดยที่เป้าหมายหลักที่ตัวแทนตระหนักคือเรื่องของการสร้างผลประโยชน์แก่ส่วนตนเป็นหลัก ซึ่งเห็นได้ว่า การที่ทัศนคติด้านความเสี่ยงไม่ตรงกันจะส่งผลให้เกิดข้อขัดแย้งตามมา อย่างไรก็ตามได้มีการให้ความหมายของ ทฤษฎีตัวแทนในมุมที่ต่างกันออกไปอีกเช่น ทฤษฎีตัวแทนตามความหมายของ Alchain and Demsetz (1972) และ Jensen and Meckling (1976) ได้เสนอมุมมองที่ว่า หน่วยธุรกิจ ที่จริงแล้วคือกลุ่มของการทำสัญญาว่าจ้างระหว่างเจ้าของปัจจัยการผลิตกับผู้ว่าจ้าง โดยความสัมพันธ์สำหรับตัวแทนก็เป็นหนึ่งในสัญญาระหว่างตัวการและตัวแทน ซึ่งทั้งสองฝ่ายก็จะดำเนินการหรือทำตามความสนใจของตนเองเป็นหลัก ก่อให้เกิดปัญหาระหว่าง 2 ฝ่าย ภายใต้บริบทของการเป็น ตัวการ (principal) จะดำเนินการหลากหลายในมิติการเฝ้าติดตามดูแล เพื่อที่จะกระตุ้นให้เกิดการสัมฤทธิ์ผลของ ตัวแทน และเพื่อควบคุมต้นทุนตัวแทน (agency cost) ให้ลดลง ในเรื่องสัญญาตัวการ-ตัวแทน โครงสร้างการจ่ายค่าตอบแทน ตลาดแรงงาน ความสมมาตรของข้อมูล (การรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่เท่าเทียมกัน) มีบทบาทที่สำคัญ โดยช่วยในการกำหนด ทฤษฎีโครงสร้างของความเป็นเจ้าของ อีกมุมมองที่น่าสนใจสำหรับการอธิบาย (Mitnick, 1975; Ross, 1973) โดยที่ Ross มองว่าปัญหาตัวแทน (agency problem) นี้เป็นเรื่องของ แรงจูงใจหรือเงินสนับสนุนต่าง ๆ ในขณะที่ Mitnick มองว่าการเกิดปัญหาตัวแทนมาจากโครงสร้างขององค์กรเป็นหลัก โดยได้มีการขยายความเพิ่มเติมว่าการเกิดขึ้นขององค์กร ไม่ได้ถูกสร้างขึ้นมาโดยเดี่ยว ๆ การตั้งขึ้นขององค์กร มีตัวแทนอยู่รายล้อมรอบ และมีการเจริญเติบโตไปด้วยกัน ซึ่งภายหลังได้พัฒนากลายเป็นส่วนประกอบหลักของทฤษฎีตัวแทน ต่อมา Fama and Jensen (1983) ได้มีการศึกษาถึงกระบวนการตัดสินใจ โดยแบ่งการตัดสินใจออกเป็น 2 ประเภทคือ การตัดสินใจทางด้านบริหารจัดการ และการตัดสินใจในเรื่องการควบคุม ซึ่งตัวแทนเป็นผู้รับบทบาทสำคัญในกระบวนการนี้ หากเป็นหน่วยงานหรือบริษัทที่ไม่มีความซับซ้อน พบว่าไม่มีความต่างระหว่างการตัดสินใจในเรื่องการบริหารจัดการและการตัดสินใจทางด้านการควบคุม ในขณะที่บริษัทที่มีความซับซ้อนสูง ปัญหาตัวแทนจะเกิดในเรื่องการตัดสินใจทางด้านการบริหารจัดการ ทั้งนี้เพราะคนที่ตัดสินใจไม่ใช่เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นที่แท้จริงซึ่งจะได้รับผลกระทบตามมาหลังการตัดสินใจภายใต้ตัวเลือกต่าง ๆ เช่น การระดมทุนโดยการเลือกออกหุ้นเพิ่มทุน แทนที่การก่อหนี้ เมื่อผลการดำเนินงานปรากฏกำไรในส่วนของผู้ถือหุ้นก็จะได้รับผลกระทบจากสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น (dilution effect) เป็นต้น ซึ่งจะส่งผลต่อความอยู่รอดของหน่วยงาน

1.2 ความหมายของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

จากวิวัฒนาการของทฤษฎีตัวแทนข้างต้น สามารถสรุปได้ว่า ทฤษฎีตัวแทนคือ กลไกการกำกับดูแลการบริหารจัดการภายในองค์กรธุรกิจ โดยมุ่งเน้นการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสองฝ่าย ฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวการ (principal) หรือเจ้าของ กับอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวแทน (agent) หรือผู้บริหารโดยตัวการเป็นผู้ที่มอบอำนาจในการทำงานแทนให้กับตัวแทน ดำเนินงานให้บรรลุเป้าหมายรวมขององค์กร ซึ่งตราบไต่ที่ตัวแทนทำงานและตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับตัวการแล้ว ความสัมพันธ์ระหว่างตัวการกับตัวแทนยังมีประสิทธิภาพที่ดี แต่หากวัตถุประสงค์และผลประโยชน์ของตัวการกับตัวแทนไม่สอดคล้องกันแล้วจะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน

1.3 ประเภทของ ปัญหาตัวการตัวแทน (Agency Problem)

หน่วยธุรกิจหรือบริษัท อยู่ภายใต้สัญญาที่เป็นแบบสัญญากำหนดความสัมพันธ์ และสัญญาลักษณะไม่จำกัดความสัมพันธ์ระหว่างคน 2 ฝ่าย (Jensen & Meckling, 1976) คือ ตัวการและตัวแทน โดยที่ตัวการ (principal) คือคนที่เป็นเจ้าของบริษัทโดยแท้จริง ซึ่งก็คือผู้ถือหุ้นในขณะที่ตัวแทน (agent) ก็คือคนที่ทำหน้าที่บริหารธุรกิจในนามของตัวการ ซึ่งทั้งสองฝ่ายอยู่ภายใต้บริษัทเดียวกัน แต่มีเป้าหมายและความสนใจที่ต่างกัน จึงเกิดข้อขัดแย้งตามมา ในนามของ ปัญหาตัวการ-ตัวแทน (Agency Problem) ซึ่งปัญหาดังกล่าวไม่ได้เกิดขึ้นเฉพาะตัวการกับตัวแทนเท่านั้น ยังรวมไปถึง บุคคลภายนอกเช่น เจ้าหนี้ และ/หรือ กลุ่มผู้ถือหุ้นส่วนน้อยด้วย ซึ่งสามารถแบ่งได้สามประเภท ดังภาพ



ภาพที่ 1 ชนิดของ Agency Problem (Panda & Leespa, 2017)

จากภาพแสดงความสัมพันธ์ของปัญหาตัวการ-ตัวแทนในสามรูปแบบ สามารถอธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

1.3.1 โดยรูปแบบที่ 1 (Type I): ความสัมพันธ์ระหว่างตัวการกับตัวแทน เกิดขึ้นเนื่องมาจาก (Jensen & Meckling, 1976; Ross, 1973) ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (asymmetry information) และมุมมองที่มีต่อความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ซึ่งสามารถอธิบายเพิ่มเติมดังนี้คือ ตัวแทนหรือผู้จัดการจะมีข้อมูลทุกอย่างในเรื่องการบริหารจัดการบริษัท ซึ่งเป็นส่วนที่เจ้าของอาจจะมีข้อมูลไม่ทั้งหมด นำมาสู่การตัดสินใจทางธุรกิจ เช่น ปีนี้บริษัทมีผลประกอบการดี (กำไรสูง) ผู้บริหารบริษัทจะมีลู่วางในการจัดการ

ค่าใช้จ่ายบางรายการที่เอื้อประโยชน์ต่อตนเอง แต่ผู้ถือหุ้นเสียประโยชน์ เช่น อาจจะมีเงินประจำตำแหน่ง หรือมีการจ้างเจ้าหน้าที่หรือเลขานุการมาเพิ่มเพื่อลดงานตัวเอง เป็นต้น นอกจากนี้เมื่อกิจการเริ่มมีขนาดใหญ่ ปัญหาตัวการตัวแทนเกิดขึ้น เนื่องจากการแยกอำนาจการบริหารออกจากการควบคุม (Freeman, 2016)

1.3.2 รูปแบบที่ 2 (Type II): ความสัมพันธ์ระหว่างตัวการกับตัวการ สมมติฐานการเกิดปัญหาเนื่องจากความต่างของสัดส่วนความเป็นเจ้าของ โดย Demetz and Lehn (1985) หากกิจการมีลักษณะเป็นบริหารงานเป็นบริษัทครอบครัว การจะรักษาไว้ซึ่งความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย จะทำได้ยากดังผลการศึกษาของ Fama and Jensen (1983a) ผู้ที่ถือหุ้นรายใหญ่ (มีสัดส่วนการถือครองหุ้นสูงกว่าอีกฝ่าย) เมื่อมีการพิจารณาในประเด็นต่าง ๆ ก็สามารถลงมติ (voting) ด้วยเสียงข้างมากในขณะที่บางเรื่องไม่ได้เกิดประโยชน์ต่อกลุ่มถือหุ้นรายย่อย (ส่วนน้อย) ในทางกลับกันบางเรื่องที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ประโยชน์แต่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่เห็นด้วย ก็ไม่สามารถดำเนินการต่อได้

1.3.3 รูปแบบที่ 3 (Type III): ความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ-เจ้าหนี้ สมมติฐานการเกิดปัญหาข้อนี้ผู้วิจัยมองว่า เกิดจากทัศนคติในการรับความเสี่ยง โดยทัศนคติทางด้านการรับความเสี่ยงของผู้บริหารเช่นว่าผู้บริหารที่ชอบความเสี่ยง เมื่อเห็นโอกาสในการสร้างผลตอบแทนก็พร้อมจะลงมือทำถึงแม้ผลลัพธ์อาจจะไม่เป็นไปตามที่คาดหวัง เช่นอาจจะขาดทุนสูงก็ได้ ฉะนั้นเมื่อมีการลงทุนย่อมต้องมีการจัดหาเงินทุน มุมมองของผู้บริหารที่ชอบความเสี่ยงมองว่า การจัดหาเงินทุนจากแหล่งของหนี้สิน หรือก็คือ การกู้ยืมเงินในรูปแบบต่าง ๆ หากกิจการสามารถทำสำเร็จผลตอบแทนที่ได้ไม่ต้องนำมาแบ่งกับเจ้าหนี้ สำหรับต้นทุนที่ต้องจ่ายแก่เจ้าหนี้ก็เป็นเฉพาะค่าดอกเบี้ยจ่ายเท่านั้น โครงการจะล้มเหลวหรือสำเร็จเจ้าหนี้ก็ไม่มีส่วนได้เสียเพิ่มเติม ในทางกลับกันสิ่งที่เจ้าหนี้ได้รับกลับเป็นความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น ดังผลการศึกษาของ Damodaran et al. (2005)

1.4 สาเหตุการเกิดปัญหาและวิธีการแก้ไข

ในงานวิจัยของ Chowdhury (2004) ได้มีการชี้ให้เห็นถึงสาเหตุของการเกิดปัญหาตัวการ-ตัวแทน พบว่า เหตุผลหลักของการเกิดปัญหามาจาก การแยกความเป็นเจ้าของออกจากอำนาจการควบคุม ความแตกต่างของมุมมองหรือทัศนคติที่มีต่อความเสี่ยงระหว่างตัวการและตัวแทน ระยะเวลาที่ดำเนินงานร่วมกันระหว่างตัวการและตัวแทน โครงสร้างการจ่ายผลตอบแทนหรือแรงจูงใจที่ไม่น่าพอใจซึ่ง Panda and Leepsa (2017) ได้แบ่งรูปแบบของปัญหาความสัมพันธ์ออกเป็น 3 กลุ่มได้แก่ 1. ความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของกับผู้บริหาร 2. ความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของกับเจ้าหนี้ และสุดท้าย 3. ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยพบว่าในต่างประเทศส่วนใหญ่มีการศึกษาปัญหาตัวแทนรูปแบบที่ 1 ซึ่งเกิดขึ้นระหว่างเจ้าของกับผู้บริหาร ในสาเหตุของการแยกความเป็นเจ้าของออกจากการควบคุม ระยะเวลาที่ทำงานกับองค์กร ผลประโยชน์คงที่ ความไม่เท่าเทียมของข้อมูล และปัญหาจริยธรรม ได้มีการเสนอแนวทางการแก้ไข โดยใช้บทบาทของกรรมการ และวิธีการกำกับดูแลเช่น การออกแบบระบบเพื่อช่วยในการทำงานเพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และใช้วิธีการจูงใจให้เกิดความรักใน

องค์กรเพื่อช่วยส่งเสริมให้ผลการดำเนินงานขององค์กรดีขึ้น ในส่วนปัญหาตัวแทนรูปแบบที่ 2 และ 3 การศึกษาแนวทางแก้ไขยังมีน้อยอยู่ ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 สาเหตุของปัญหา คำอธิบายลักษณะ และแนวทางการแก้ไข

รูปแบบ ของ ปัญหา	สาเหตุของปัญหา	คำอธิบายลักษณะของปัญหา	แนวทางการแก้ไข
Type I	การแยกความเป็น เจ้าของออกจากการ ควบคุม	การสูญเสียอำนาจการควบคุม ทำให้ ผู้จัดการหรือตัวแทนมีช่องใน การใช้ประโยชน์จาก ทรัพย์สินของ บริษัทมาใช้ส่วนตน	เพิ่มจำนวนกรรมการอิสระจาก ภายนอกมาคอยกำกับดูแลการ ดำเนินงานของผู้จัดการ (Rosenstein & Wyatt, 1990)
	ระยะเวลาที่ทำงานกับ องค์กร	เจ้าของทำงานอยู่กับองค์กร ไม่ทิ้ง องค์กรในขณะที่พนักงานจะ พยายามหาผลประโยชน์จาก องค์กรให้ได้มากที่สุดก่อนที่จะมี การโยกย้ายหรือเปลี่ยนบริษัท	ใช้วิธีการจูงใจให้ขวัญและ กำลังใจให้ผู้จัดการเห็นเสมือน หนึ่งว่าองค์กรคือบ้าน (Core, Holthausen, & Larcker, 1999) และในทางกลับกัน ก็ทำ ให้เห็นว่าถ้าผู้จัดการไม่มี คุณภาพ องค์กร ก็จะสามารถ หาคนใหม่มาทดแทนได้จาก ตลาดแรงงาน (Fama, 1980)
	ผลประโยชน์คงที่	ความเสี่ยงที่ได้รับ ไม่สอดคล้องกับ ผลตอบแทน เมื่อต้องรับความเสี่ยง ที่เพิ่มขึ้น แต่ผลตอบแทนไม่ได้ เพิ่มขึ้นตามความเสี่ยง	(Frierman & Viswananth, 1994) ให้มีการจัดทำข้อมูล การเงินในเรื่องจ่ายชำระคืนหนี้ อย่างละเอียดเพื่อที่ผู้จัดการจะ ได้เห็นปัญหาความเสี่ยงที่จะ เกิดขึ้น
	ความไม่เท่าเทียมกัน ของข้อมูล	การรับรู้ข้อมูลที่ไม่เท่าเทียม ระหว่างฝ่ายที่เป็นผู้จัดการและ เจ้าของกิจการ	Eisenhardt (1989) ได้เสนอ ให้มีการออกแบบ การเข้าถึง โครงสร้างข้อมูลเพื่อลดความ เหลื่อมล้ำของข้อมูลที่ไม่เท่ากัน

ตารางที่ 1 สาเหตุของปัญหา คำอธิบายลักษณะ และแนวทางการแก้ไข (ต่อ)

รูปแบบของปัญหา	สาเหตุของปัญหา	คำอธิบายลักษณะของปัญหา	แนวทางการแก้ไข
	ปัญหาด้านจริยธรรม	ผู้จัดการทำงานให้กับเจ้าของโดยสุจริต ในขณะที่เจ้าของเน้นรับทำโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่งผู้จัดการไม่ได้ตระหนักถึงความเสี่ยงที่แนบมากับการตัดสินใจลงทุนที่บริษัทประสบ กรณีที่เกิดความล้มเหลวผู้ที่จะต้องเผชิญกับความเสียหายอันดับแรกก็คือผู้จัดการ	
Type II	การตัดสินใจ	การตัดสินใจใช้เสียงข้างมากเป็นหลัก ซึ่งบางครั้ง เสียงข้างน้อยก็ไม่สามารถสะท้อนสิ่งที่ต้องการได้ ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยก็ต้องทำตามเสียงข้างมากในการตัดสินใจ	
	การกันสำรองกำไร	ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ตัดสินใจนำกำไรไปลงทุนต่อในโครงการที่มีความเสี่ยงแทนที่จะจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	
Type III	ความเสี่ยง และผลตอบแทน	การจัดหาเงินทุนเพิ่มเติมจากแหล่งของหนี้ ในขณะที่กิจการเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เพราะคาดการณ์ผลตอบแทนที่สูง แต่ใช้เงินจากแหล่งของหนี้เพราะมองว่าหากประสบผลสำเร็จกิจการไม่ต้องแบ่งกำไรแก่เจ้าหนี้ จ่ายเฉพาะค่าดอกเบี้ยเท่านั้น หากล้มเหลว ก็มาร่วมแบ่งปันความเสี่ยงไปด้วยกัน	

ที่มา: จากการสรุปงานของผู้วิจัย

2. การประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทนในประเทศไทย

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้รวบรวมงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทน ในบริบทของตลาดทุนไทย โดยคัดเลือกจากงานในช่วง 15 ปีที่ผ่านมา นำมาสังเคราะห์โดยคัดเลือกงานที่มีการศึกษาทฤษฎีตัวแทนในการทบทวนงานวิจัย โดยคัดเลือกงานที่มีการพัฒนาสมมติฐานงานวิจัยจากทฤษฎีตัวแทน นำมาประมวลผลการใช้ทฤษฎีตัวแทนในประเทศไทย ซึ่งจำนวนงานที่ผ่านการคัดเลือกประกอบด้วยงานที่ศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 8 งานวิจัยและงานที่ศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จำนวน 7 งานวิจัย โดยผลการศึกษาพบว่างานวิจัยส่วนใหญ่มุ่งเน้นการอธิบาย บทบาทหรือองค์ประกอบของกรรมการเป็นหลัก (ตัวแปรอิสระ) เช่น ขนาดของกรรมการ องค์ประกอบของกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ การควมรวมตำแหน่ง จำนวนการเข้าประชุม การจ่ายค่าตอบแทน เป็นต้น ที่ส่งผลต่อตัวแปรผลการดำเนินงาน (ตัวแปรตาม Y) อย่างไรก็ตาม พบว่าผลวิจัย (นันทิยา พรหมทอง, 2563; ประภัศร โปรงวิทย์ และคณะ, 2560; ปิยะณัฐ ฤณพุทธม และคณะ, 2563) ให้ผลในทิศทางตรงกันข้าม โดยสรุปเป็นตารางได้ดังนี้

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทน

ที่	ชื่องานวิจัย/ ผู้วิจัย	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา		ผลการศึกษา
		ตัวแปรอิสระ/ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม	
1	ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อความระมัดระวังทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย (อนุวัฒน์ ภักดี, และคณะ, 2564)	ตัวแปรอิสระ โครงสร้างผู้ถือหุ้น 1. การถือหุ้นโดยสถาบัน 2. การถือหุ้นโดยชาวต่างชาติ 3. การถือหุ้นโดยรัฐบาล 4. การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น ตัวแปรควบคุม 1. อัตราส่วนหนี้สิน 2. อัตราการเติบโตของกิจการ 3. ขนาดของกิจการ 4. ความสามารถในการทำกำไร	ความระมัดระวังทางบัญชี	การถือหุ้นโดยรัฐบาล และการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับความระมัดระวังทางบัญชี

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทน (ต่อ)

ที่	ชื่องานวิจัย/ ผู้วิจัย	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา		ผลการศึกษา
		ตัวแปรอิสระ/ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม	
2	ลักษณะการ จ่ายค่าตอบแทน กรรมการ กับผลการ ดำเนินงานของ บริษัท: หลักฐานเชิง ประจักษ์จาก บริษัทจดทะเบียน ในตลาด หลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย (อรุณี ยศบุตร, 2564)	ตัวแปรอิสระ 1. ค่าตอบแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหาร 2. ค่าตอบแทนกรรมการอิสระ 3. ค่าตอบแทนคณะกรรมการบริหาร 4. การจ่ายค่าตอบแทนเป็นหุ้นหรือสิทธิ ในการซื้อหุ้น 5. ค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน ตัวแปรควบคุม 1. ขนาดของบริษัท 2. กลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัท	ผลการดำเนินงาน 1. อัตราผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์ 2. อัตราผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น	การจ่ายค่าตอบแทนกรรมการ อิสระของบริษัทมี ความสัมพันธ์เชิงบวกกับผล การดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทยและ พบว่าขนาดของบริษัทซึ่งเป็น ตัวแปรควบคุมมีความสัมพันธ์ เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน ของบริษัท จากผลการศึกษา ดังกล่าวสามารถอธิบายได้ว่า ลักษณะการจ่ายค่าตอบแทน กรรมการบริษัทมีผลต่อผลการ ดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย
3	คะแนนการ ประเมินการ กำกับดูแล กิจการและการ ส่งสัญญาณ เกี่ยวกับ นโยบายเงินปัน ผลในการลด ปัญหาตัวแทน (ดาร์ตัน สุขแก้ว, 2563)	ตัวแปรอิสระ 1. คะแนนประเมินการกำกับ 2. การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา 3. กระแสเงินสดอิสระ ตัวแปรควบคุม 1. ความสามารถในการทำกำไร 2. อัตราส่วนหนี้สิน 3. ขนาดของกิจการ 4. อายุของกิจการ	การจ่ายเงิน ปันผล	คะแนนการประเมินการกำกับ ดูแลกิจการ กระแสเงินสด อิสระ การจ่ายเงินปันผลในปี ที่ผ่านมา ความสามารถในการ ทำกำไร ขนาดของกิจการ และ ภาระหนี้สินมีผลอย่างมี นัยสำคัญกับนโยบายจ่ายเงิน ปันผลในการลดปัญหาตัวแทน

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทน (ต่อ)

ที่	ชื่องานวิจัย/ ผู้วิจัย	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา		ผลการศึกษา
		ตัวแปรอิสระ/ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม	
4	ผลกระทบของ โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผล การดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ปิยะณัฐ คุณพุทธม และ คณะ, 2561)	ตัวแปรอิสระ 1. โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน 2. โครงสร้างผู้ถือหุ้นกระจุตัว ตัวแปรควบคุม 1. ขนาด 2. หนี้สินต่อสินทรัพย์รวม 3. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	อัตรา ผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์ (ROA)	สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบัน มี ผลกระทบทางลบอย่างมี นัยสำคัญต่อผลการดำเนินงาน โครงสร้างผู้ถือหุ้นกระจุตัวมี บทบาทต่อผลการดำเนินงาน
5	การบริหารกำไร เชิงฉวยโอกาส หรือ ผลประโยชน์ ของกิจการที่มี ระดับคะแนน การกำกับดูแล กิจการที่ดีของ ประเทศไทย (วาสุกาญจน์ งามโณม, 2563)	ตัวแปรอิสระ ประสิทธิภาพคณะกรรมการบริษัท 1. ขนาดคณะกรรมการบริษัท 2. สัดส่วนของกรรมการที่เป็นอิสระ 3. การควมตำแหน่งระหว่างประธาน กรรมการและผู้บริหารสูงสุด 4. สัดส่วนคณะกรรมการที่มีความรู้ ความสามารถด้านการเงินบัญชี 5. จำนวนครั้งของการประชุม คณะกรรมการบริษัท 6. สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ 7. สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบที่มี ความรู้ความชำนาญด้านการเงินบัญชี 8. จำนวนครั้งของการประชุม คณะกรรมการตรวจสอบ โครงสร้างผู้ถือหุ้น 1. สัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 2. สัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ	ค่าสัมบูรณ์ของ รายการคงค้าง โดยใช่ ดุลยพินิจของ ผู้บริหาร	สัดส่วนกรรมการบริษัทที่มี ความรู้ความชำนาญทางด้าน การเงินและการบัญชี รวมถึง จำนวนครั้งของการประชุม คณะกรรมการบริษัททำให้การ บริหารกำไรเพิ่มขึ้น ในขณะที่ สัดส่วนคณะกรรมการ ตรวจสอบที่มีความรู้ความ ชำนาญทางการเงินและ บัญชีทำให้การบริหารกำไร ลดลง และการบริหารกำไรใน ประเทศไทยเป็นการบริหาร กำไรเชิงฉวยโอกาส (opportunistic earning management) เนื่องจาก รายการคงค้างที่อยู่กับ ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผล ใน

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทน (ต่อ)

ที่	ชื่องานวิจัย/ ผู้วิจัย	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา		ผลการศึกษา
		ตัวแปรอิสระ/ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม	
		3. สัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นสถาบัน ค่าตอบแทนผู้บริหาร		ทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่า กิจการ
		1. การให้สิทธิซื้อหุ้น 2. ค่าตอบแทนผู้บริหาร		
		ตัวแปรควบคุม		
		1. ผลการดำเนินงานวัดจากผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์		
		2. ความเสี่ยงทางการเงิน วัดจากหนี้สิน ต่อสินทรัพย์		
		3. ขนาดของกิจการ		
		4. การเจริญเติบโตของบริษัท		
		5. ปีที่ใช้ในการศึกษา		
		6. ตัวแปรเทียมของกลุ่มอุตสาหกรรม		
6	โครงสร้าง บรรษัทภิบาล กับราคาหุ้น กรณีศึกษา บริษัทในตลาด หลักทรัพย์ใน ประเทศไทย (รลิตา สังข์บุญนาถ และ วันชัย ประเสริฐศรี, 2560)	1. โครงสร้างกรรมการ 1.1 ขนาดของคณะกรรมการ 1.2 คณะกรรมการอิสระ 1.3 ผู้บริหารเป็นกรรมการ 1.4 เงินเดือน CEO 1.5 ความถี่ของการประชุม 1.6 เพศ	ผลตอบแทน ของหุ้น	องค์ประกอบของการกำกับ ดูแลกิจการ (ขนาดคณะ กรรมการ, การคว่ำตำแหน่ง ประธานกรรมการกับ CEO., สัดส่วนกรรมการอิสระ) ไม่มี ผลกระทบในระดับสูงที่ส่งผล ต่อผลตอบแทนหุ้นในประเทศไทย
		2. ตัวแปรควบคุม		
		3. โครงสร้างความเป็นเจ้าของ		

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทน (ต่อ)

ที่	ชื่องานวิจัย/ ผู้วิจัย	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา		ผลการศึกษา
		ตัวแปรอิสระ/ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม	
7	บทบาทของ คณะกรรมการ ต่อผลการ ดำเนินงานด้าน การเงินของ บริษัทจดทะเบียน ในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ประภัสสร โพธิ์วิทยากร และคณะ, 2560)	ตัวแปรอิสระ บทบาทของคณะกรรมการ 1. ความมีอิสระเต็มที่ของประธาน กรรมการ 2. สัดส่วนกรรมการอิสระ 3. ขนาดของกรรมการ 4. จำนวนครั้งของการประชุมกรรมการ 5. จำนวนครั้งของการประชุมกรรมการ ตรวจสอบ 6. การมีคณะกรรมการสรรหา หรือการมี คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน ตัวแปรควบคุม 1. ขนาดบริษัท 2. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น 3. ความเสี่ยงของบริษัท	ผลการ ดำเนินงาน ด้านการเงิน 1. อัตราส่วน คิ่ว	บทบาทของ คณะกรรมการวัด จากสัดส่วนกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ และ จำนวนครั้งของการประชุม คณะกรรมการมีความสัมพันธ์ ทางลบอย่างมีนัยสำคัญทาง สถิติกับผลการดำเนินงานด้าน การเงิน ซึ่งวัดมูลค่าทาง การตลาดด้วยอัตราส่วนคิ่ว (Tobin's Q) และพบว่าขนาด ของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้นและความ เสี่ยงของบริษัทมีความสัมพันธ์ ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทาง สถิติกับมูลค่าทางการตลาด
8	ขนาดและ องค์ประกอบ คณะกรรมการ บริษัทกับมูลค่า กิจการ: หลักฐานจาก บริษัทจดทะเบียน ในประเทศไทย (วรพงศ์ แก้วคำ, 2557)	1. ขนาดของคณะกรรมการ 2. องค์ประกอบคณะกรรมการบริษัท 2.1 สัดส่วนกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 2.2 สัดส่วนกรรมการอิสระ 2.3 การควรวรมหรือแยกตำแหน่ง ระหว่างประธานกรรมการกับกรรมการ ผู้จัดการ	มูลค่าของ กิจการ	ผลการศึกษาพบว่าสัดส่วน กรรมการอิสระและการรวม หรือแยกตำแหน่งประธาน กรรมการกับกรรมการผู้จัดการ มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ แต่ในขณะเดียวกัน สัดส่วน คณะกรรมการที่เป็นผู้บริหาร และประเภทอุตสาหกรรมมี อิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมี นัยสำคัญ ส่วนขนาดของ คณะกรรมการกลับไม่มี อิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการ

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทน (ต่อ)

ที่	ชื่องานวิจัย/ ผู้วิจัย	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา		ผลการศึกษา
		ตัวแปรอิสระ/ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม	
9	ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552)	1. ประสิทธิภาพในการทำกำไร 2. ขนาดของกิจการ 3. อัตรากาสิโน 4. การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น 5. อัตราการเจริญเติบโต 6. สภาพคล่อง 7. ค่าใช้จ่ายในการขายต่อ ยอดขาย 8. ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ 9. อัตราเงินปันผล	อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์	มีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร เกิดปัญหาการขัดแย้งระหว่างตัวแทนในกลุ่มของกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง และกลุ่มของกิจการที่จ่ายเงินปันผลสาเหตุมาจากการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นที่มีมาก
10	ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการคะแนนการกำกับดูแลกิจการและหลักความระมัดระวังทางบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (รจนา ขุนแก้ว และคณะ, 2564)	ตัวแปรอิสระ 1. จำนวนกรรมการ 2. ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ 3. ความรู้ความสามารถทางการเงินและบัญชี 4. การควบคุมตำแหน่ง 5. คณะกรรมการพิเศษ 6. คณะกรรมการต่างชาติ 7. คะแนน CG Score	ความระมัดระวังทางบัญชี	ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการกับหลักความระมัดระวังทางบัญชี ในทางตรงกันข้ามกลับพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่าง CG Score กับหลักความระมัดระวังทางบัญชี ซึ่งประโยชน์ที่จะได้รับจากผลการศึกษาในครั้งนี้ กิจการสามารถนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีไปใช้เพื่อก่อให้เกิดหลักความระมัดระวังทางบัญชีอย่างมีประสิทธิภาพ อีกทั้งยังเป็นประโยชน์ในการใช้ข้อมูลประกอบการตัดสินใจของผู้มีส่วนได้เสีย รวมไปถึงยังเป็นการเพิ่มความน่าเชื่อถือและความเชื่อมั่นที่มีต่อกิจการมากยิ่งขึ้นด้วย

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทน (ต่อ)

ที่	ชื่องานวิจัย/ ผู้วิจัย	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา		ผลการศึกษา
		ตัวแปรอิสระ/ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม	
11	ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) (จินตนา วสุนธรากุล, 2562)	ตัวแปรอิสระ สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้น รายใหญ่ 10 อันดับแรกของบริษัท ตัวแปรควบคุม 1. ขนาดของกิจการ (SIZE) 2. อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าบัญชีของส่วนทุน (P/BV) 3. อายุกิจการ (AGE) 4. อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover: TAT) 5. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity ratio: D/E)	1. อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (Return on asset: ROA) 2. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) 3. Tobin's Q	ไม่พบว่าสัดส่วนการถือครองหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 อันดับแรก มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ Tobin's Q ในกลุ่มตัวอย่างรวม แต่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 อันดับแรกกับผลการดำเนินงานซึ่งเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางบวกในกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)
12	การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าตลาดของกิจการ: กรณีศึกษาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ตัวแปรอิสระ 1. ผลการสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี 2. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) 3. อายุของกิจการ 4. ขนาดของบริษัท	1. มูลค่าตามราคาตลาด (Market Value) ในระหว่างปี 2559-2560 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาด	ผลการศึกษาพบว่า (1) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียน และตัวแปรอิสระอื่น ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน อายุของบริษัท และยอดขายมีผลต่อมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียน ส่งผลให้แบบจำลองสามารถอธิบายมูลค่าตลาดของบริษัทได้ร้อยละ 61.0 (2) ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทน (ต่อ)

ที่	ชื่องานวิจัย/ ผู้วิจัย	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา		ผลการศึกษา
		ตัวแปรอิสระ/ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม	
	และตลาด หลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (ธินัท โกศลวิตร, 2562)		หลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ	ระดับคะแนนการกำกับดูแล กิจการไม่มีผลต่อมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียน
13	องค์ประกอบ ของคณะ กรรมการบริษัท กับคุณภาพ กำไร: หลักฐาน เชิงประจักษ์ จากบริษัทจด ทะเบียนใน ตลาด หลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (อรุณี ยศบุตร, 2563)	1. จำนวนกรรมการในคณะกรรมการ บริษัท 2. สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อ จำนวนกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการ บริษัท 3. ระยะเวลาดำรงตำแหน่งโดยเฉลี่ยของ คณะกรรมการบริษัท 4. ลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัท 5. อัตราการเติบโตของรายได้ของบริษัท โดยเฉลี่ย 6. หัสนิรวมของบริษัทหารด้วยส่วนของ ผู้ถือหุ้นรวมของบริษัท 7. ตัวแปรหุ่นโดยหากกิจการใช้บริษัทมี ผู้สอบบัญชีเป็นสำนักงานสอบบัญชีขนาด ใหญ่ 4 แห่ง ได้แก่ สำนักงานสอบบัญชีอี วาย สำนักงานสอบบัญชีดีลรอยด์ทูล โทมัส สำนักงานสอบบัญชีไพรซ์วอเตอร์ เฮาส์คูเปอร์ส หรือสำนักงานสอบบัญชีเค พีเอ็มจี จะมีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่มีค่าเป็น 0	คุณภาพกำไร ของบริษัทใน คุณลักษณะ ของ เสถียรภาพ ของกำไร	ผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนของ กรรมการอิสระซึ่งเป็น องค์ประกอบหนึ่งของ คณะกรรมการบริษัทมี ความสัมพันธ์เชิงบวกกับ คุณภาพกำไรของบริษัทที่จด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และพบว่าขนาด และการเติบโตของบริษัทซึ่ง เป็นสองในตัวแปรควบคุมมี ความสัมพันธ์เชิงบวกกับ คุณภาพกำไร จากผล การศึกษาดังกล่าวสามารถ อธิบายได้ว่าองค์ประกอบของ คณะกรรมการบริษัทมีผลต่อ คุณภาพกำไรของบริษัทจด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
14	ความสัมพันธ์ ระหว่าง คุณลักษณะของ คณะกรรมการ บริษัทและผล การดำเนินงาน	ตัวแปรอิสระ 1. ขนาดของคณะกรรมการบริหาร 2. จำนวนกรรมการอิสระ 3. ประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ 4. การควบคุมตำแหน่งของคณะ กรรมการบริหาร	1. ผลการ ดำเนินงานด้าน การบัญชี 2. ผลการ ดำเนินงานด้าน การตลาด	ผลการศึกษาพบว่าขนาดของ คณะกรรมการบริษัท คณะกรรมการอิสระ และการ มีคณะกรรมการบริหารที่มี ความสัมพันธ์ระหว่างคณะ กรรมการบริหารของบริษัทนั้น

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทน (ต่อ)

ที่	ชื่องานวิจัย/ ผู้วิจัย	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา		ผลการศึกษา
		ตัวแปรอิสระ/ตัวแปรควบคุม	ตัวแปรตาม	
	ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (นนทียา พรหมทอง, 2563)	5. จำนวนคณะกรรมการบริหารที่มี ความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการบริหารของบริษัท ตัวแปรควบคุม 1. ขนาดของบริษัท		ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัททั้งสองด้าน นอกจากนี้การควบรวมตำแหน่ง ประธานกรรมการและประธานบริหารนั้นมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานของ บริษัททั้งสองด้าน ส่วนการดำรงตำแหน่งคณะกรรมการอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานทางการตลาดของบริษัท
15	ความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบคณะกรรมการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น และมูลค่าตลาดของบริษัท ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (ปิ่นพัฒนพงศ์, 2559)	ตัวแปรอิสระ องค์ประกอบของคณะกรรมการ 1. ขนาดของคณะกรรมการ 2. ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ 3. การคว่ำตำแหน่งประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการใหญ่ในคนเดียวกัน ของ บริษัท 4. การประชุมคณะกรรมการ 5. ค่าตอบแทนคณะกรรมการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น 1. การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น 2. การถือหุ้นของผู้บริหาร 3. การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย 4. การถือหุ้นโดยชาวต่างชาติ 5. การถือหุ้นของกรรมการบริษัท ตัวแปรควบคุม 1. ลักษณะอุตสาหกรรม 2. ขนาดอุตสาหกรรม	ราคาปิดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ	ผลการศึกษาพบว่า ยังมีการประชุมคณะกรรมการบริษัท ผลการดำเนินงานจะมี ความสัมพันธ์เชิงบวกแต่สำหรับการถือหุ้นโดยชาวต่างชาติ ยิ่งชาวต่างชาติถือหุ้นจำนวนมาก ผลการดำเนินงานจะมีความสัมพันธ์เชิงลบ

สรุปผลและอภิปรายผล

ในการบริหารธุรกิจให้ประสบความสำเร็จ มีปัจจัยแวดล้อมหลายด้านเป็นองค์ประกอบ หนึ่งในองค์ประกอบที่สำคัญคือเรื่องของการบริหารงาน **ทฤษฎีตัวแทน**ใช้เป็นกลไกการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างคนที่**เป็นเจ้าของหรือตัวการ** กับคนที่ได้รับมอบอำนาจให้มาบริหารกิจการแทนตัวการ หรือเรียกว่า**ตัวแทน** อย่างไรก็ตามพบว่า ความแตกต่างระหว่างทัศนคติในการบริหาร ความเสี่ยง มุมมองในเรื่องผลประโยชน์ นำมาซึ่งปัญหา การใช้ประโยชน์จาก ทรัพย์สินของบริษัทมาใช้ส่วนตน การพยายามหาผลประโยชน์จากองค์กรให้ได้มากที่สุดก่อนที่จะมีการโยกย้ายหรือเปลี่ยนบริษัท หรือแม้แต่การใช้ข้อมูลภายในเพื่อหาประโยชน์เข้าตนเอง เป็นสาเหตุทำให้การบริหารธุรกิจไม่สามารถบรรลุเป้าหมาย (Panda & Leepsa, 2017) จากผลการศึกษา ทฤษฎีตัวแทนในประเทศไทยของบริษัทซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า ผลการศึกษาล้วนเน้นไปที่ผลของมูลค่ากิจการพิจารณาจากค่า ROA (ปิยะณัฐ ฤณพุทธม และคณะ, 2563; รลิตา สังข์บุญนา และวันชัย ประเสริฐศรี, 2560; อรุณี ยศบุตร, 2564) ตอบทบทวนของกรรมการในการกำกับดูแลของคณะกรรมการซึ่งประกอบไปด้วยประเด็น (ประภัสสร โปร่งวิทยากร และคณะ, 2560; รจนา ชุนแก้ว และคณะ, 2564; รลิตา สังข์บุญนา และวันชัย ประเสริฐศรี, 2560; วรพงศ์ แก้วคำ, 2557; วาสุกาญจน์ งาม-โหม, 2563; อรุณียศบุตร, 2563) **ขนาดกรรมการบริษัท** (นันทิยา พรหมทอง, 2563; ประภัสสร โปร่ง-วิทยากร และคณะ, 2560; รลิตา สังข์บุญนา และวันชัย ประเสริฐศรี, 2560; วรพงศ์ แก้วคำ, 2557; วาสุกาญจน์ งามโหม, 2563) **ขนาดกรรมการอิสระ** (รลิตา สังข์บุญนา และวันชัย ประเสริฐศรี, 2560; วรพงศ์ แก้วคำ, 2557; วาสุกาญจน์ งามโหม, 2563) **การควบตำแหน่ง** (ประภัสสร และคณะ, 2560; วาสุกาญจน์ งามโหม, 2563) **จำนวนครั้งของการเข้าประชุม** (ปัทมณัฐ ทองนุ่น, 2559; ปิยะณัฐ และคณะ, 2563; อนุวัฒน์ และคณะ, 2564) **โครงสร้างผู้ถือหุ้น** ซึ่งปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้ล้วนมีผลต่อผลการดำเนินงาน แต่ก็มีบางประเด็นที่ผลการศึกษาให้ผลไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน เช่น จำนวนกรรมการอิสระ จำนวนครั้งของการประชุมมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน อนึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน ซึ่งเป็นที่น่าสนใจว่า เพราะเหตุใดจึงเกิดเหตุการณ์เหล่านี้ขึ้น กฎหมายด้านการกำกับดูแลบริษัทในตลาดทุนว่าด้วยเรื่องบทบาทคณะกรรมการจริง ๆ แล้ว มีความเหมาะสม ครอบคลุมบริบทของประเทศไทยแล้วหรือ?

ข้อเสนอแนะ

ควรมีการทบทวนมาตรการในการกำกับดูแลบริษัทในตลาดทุนให้มีความเหมาะสมกับบริบทของการเปลี่ยนแปลง เช่นการกำหนดจำนวนคณะกรรมการอิสระ อาจจะไม่ใช้สัดส่วนอย่างน้อย 1 ใน 3 ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของตลาดหลักทรัพย์ฯ อาจจะปรับโดยใช้ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน เพื่อให้เกิดการตรวจสอบถ่วงดุลที่มีประสิทธิภาพ ตลอดจนลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ให้มากที่สุดอันจะนำมาซึ่งการบรรลุผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น



ขอบเขตงานวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้ศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในระหว่างช่วงเวลา 2552-2564 เท่านั้นผู้สนใจจะนำไปอ้างอิงควรพิจารณาด้วยความระมัดระวัง

รายการอ้างอิง

- กระทรวงอุตสาหกรรม. (23 พฤษภาคม 2559). *ธุรกิจครอบครัว*. <http://www.industry.go.th/industry/index.php/th/knowledge/item/10603-2016-05-23-05-38-40>
- จินตนา วสุนธรากุล. (2562). *ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI)* [สารนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย] <https://scholar.utcc.ac.th/handle/66269-76254/4260>
- ดารารัตน์ สุขแก้ว. (2563). คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการและการส่งสัญญาณเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน. *Thammasat Economic Journal*, 36(1), 32-44.
- ธินัท โกศลวิตร. (2562). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าตลาดของกิจการ : กรณีศึกษาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี*, 8(15), 82-99
- นันทิยา พรหมทอง. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. *วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น*, 4(1), 117-136
- ประภัสสร โปรงวิทยากร, สุรางค์ เห็นสว่าง, ธนาวัฒน์ สิริวัฒน์ธนกุล.(2560). บทบาทของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารรัชต์ภาคย์*, 11(23), 87-102.
- ปิ่นตมณัฏ ทองนุ่น. (2559). *ความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบคณะกรรมการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น และมูลค่าตลาดของ บริษัทตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ* [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์] <http://kb.psu.ac.th/psukb/handle/2016/11474>
- ปิยะณัฐ ฤกษ์พุดม, ธาณิณี พงศ์สุพัฒน์, ศิลพร ศรีจันทะเพชร, ฐิตาภรณ์ สินจรรย์ศักดิ์, มนตรี ช่วยชู และสุรีย์ โปษกรณัฐ. (2561). ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน *การประชุมวิชาการและนำเสนอผลงานระดับชาติ UTCC Academic Day*, (น. 420-434) มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์.



- รจนา ขุนแก้ว, จิตติมา วิเชียรรักษ์, มัทนชัย สุทธิพันธุ์, กัลยา บุญทิพย์, ธนาภรณ์ ชูแก้ว, ธัญญารักษ์ มุสิก และ วิชญาพร มุสิแดง. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการ คณะกรรมการ กำกับดูแลกิจการและหลักความระมัดระวังทางบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารวิชาการ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 41(2), 128-147
- รลิตา สังข์บุญนาท, วันชัย ประเสริฐศรี. (2560). โครงสร้างบรรษัทภิบาลกับราคาหุ้น กรณีศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจศรีนครินทรวิโรฒ*, 8(1), 125-139.
- วรพงศ์ แก้วคำ. (2557). ขนาดและองค์ประกอบคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการ: หลักฐานจาก บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย. [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์]
<https://kb.psu.ac.th/psukb/bitstream/2010/9969/1/394915.pdf>
- วาสุกาญจน์ งามโหม. (2563). การบริหารกำไรเชิงฉวยโอกาสหรือผลประโยชน์ของกิจการที่มีระดับ คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการที่ดีของประเทศไทย. *Thammasat Economic Journal*, 36(2), 52-78.
- ศิลปพร ศรีจันทะเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 31(120), 1-4.
- อนุวัฒน์ รักดี, แวววารี ทองประเสริฐ และ ธิษยา รุ่งเดชธนาลัย. (2564). ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อความระมัดระวังทางบัญชีของ บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย. *วารสารบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยราชภัฏจันทรเกษม*, 4(2), 95-109.
- อรุณี ยศบุตร. (2563). องค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทกับคุณภาพกำไร: หลักฐานเชิงประจักษ์ จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. *Journal of Modern Management Science*, 13(1), 33-48.
- อรุณี ยศบุตร. (2564). ลักษณะการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัท: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย. *วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยพะเยา*, 9(1), 233-254.
- อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์. (2552). ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American economic review*, 62(5), 777-795.
- Arrow, K. J. (1971). The economic implications of learning by doing. In *Readings in the Theory of Growth* (pp. 131-149). Palgrave Macmillan, London.

- Chowdhury, D. (2004). *Incentives, control and development: governance in private and public sector with special reference to bangladesh*. Dhaka viswavidyalay prakashana samstha.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406.
- Damodaran, A., John, K., & Liu, C. H. (2005). What motivates managers?: Evidence from organizational form changes. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 1-26.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a). Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, 26(2), 327-349.
- _____. (1983b). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Freeman, R. E. (2016). A stakeholder theory of the modern corporation. In *The corporation and its stakeholders* (pp. 125-138). University of Toronto Press.
- Frierman, M., & Viswanath, P. (1994). Agency problems of debt, convertible securities, and deviations from absolute priority in bankruptcy. *Journal of Law and Economics*, 37(2), 455-476.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Mitnick, B. M. (1975). The theory of agency: framework. Barry M. Mitnick. *The Theory of Agency*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1021642>
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74-95.
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 26(2), 175-191.

Ross, J. A. (1973). Influence of expert and peer upon negro mothers of low socioeconomic status. *The Journal of Social Psychology*, 89(1), 79-84.

Smith, A. (1937). *The wealth of nations [1776]* (Vol. 11937). na.

Wilson, R. (1968). The theory of syndicates. *Econometrica*; 36(1), 119-132.

