

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน SET100

The Relationship between Corporate Governance and Firm Value of Listed Companies on The Stock Exchange of Thailand in SET100 Index

ณัฐวุฒิ ทรัพย์สมบัติ^{1*} ก้องภพ แสงทอง² ณัฐนรี ยาสะบู³

ณัฐพล ลัดดี⁴ นิสานนท์ ชูแก้ว⁵ ศิวกร พงษ์ศรี⁶

Nuthawut Sabsombat^{1*}, Kongpop Sangthong², Natnaree Yasaboo³,

Nutthapol Laddee⁴, Nisanon Chukaew⁵, Siwakorn Pongsri⁶

^{1,2,3,4,5,6} คณะวิทยาการจัดการ สาขาวิชาการบัญชีบริหาร มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตศรีราชา

^{1,2,3,4,5,6} Faculty of Management Sciences (Managerial Accounting), Kasetsart University Sriracha Campus

Corresponding Author *

E-mail: fmsnws@ku.ac.th

Received: March 18,2020; Revised: June 2,2020; Accepted: June 9,2020

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านบัญชีและทางด้านตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ตั้งแต่ปี พ.ศ.2560 ถึงปี พ.ศ.2561 มีจำนวนข้อมูลที่ใช้ศึกษาทั้งสิ้น 200 ปีบริษัท โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านบัญชีและทางด้านตลาด อาจเป็นเพราะการที่กรรมการบริษัทเป็นผู้ถือหุ้นด้วย จะช่วยกำหนดกลยุทธ์ ทิศทาง และเป้าหมายของบริษัทได้ดียิ่งขึ้น ส่วนขนาดของคณะกรรมการบริษัท และจำนวนการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านบัญชีและทางด้านตลาด โดยหากกิจการมีจำนวนคณะกรรมการที่มากขึ้นไป หรือจำนวนครั้งการประชุมที่มากขึ้นไป จะส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการตัดสินใจของคณะกรรมการบริษัททำให้มูลค่ากิจการลดลง การควบคุมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดพบความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านตลาด กล่าวคือหากกิจการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด จะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มสูงขึ้น เพราะถือเป็นการบริหารงานแบบกระจายอำนาจ แสดงถึงความเป็นอิสระในการบริหารงาน งานวิจัยครั้งนี้แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นสิ่งสำคัญที่สร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ถือหุ้นและนักลงทุน โดยมีระบบกลไกที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ซึ่งส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นและส่งเสริมการเติบโตที่ยั่งยืนของบริษัท

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ มูลค่ากิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน SET100

Abstract

The purpose of this research is to study the relationship between Corporate Governance (CG) and firm value measured by accounting approach and marketing approach of listed companies on the stock exchange of Thailand in SET100. Data are collected from listed companies on the stock exchange of Thailand in SET100 from 2017 to 2018. There are 200 firm-years in this study. Multiple regression analysis is used to examine the relationship between CG and firm value. The result shows that the proportion of director ownership has a positive relationship with firm value, which is measured by both accounting-based and marketing-based measurement. This is because directors who are simultaneously shareholders, determine more efficiently the company's strategies, directors, and goals. Furthermore, the size of the board and the number of board director meetings have



a negative relationship with the firm value measured by both accounting and marketing aspects. If companies have inordinate board members or excessive numbers of board meetings, they will have a negative impact on the director's decision and lead to lower in firm value. The duality of the chairperson and the executive position is negatively related to firm value in which measured by marketing base. In other words, separation of board chairman and CEO can increase in firm value because there is decentralization that has a quasi-independent government. This research illustrates that CG is essential for building shareholders and investors' confidence because implementing CG will provide a firm with efficient and transparent systems, and that can add to firm value and encourage the company's sustainable growth.

Keywords: Corporate Governance, Firm Value, The Stock Exchange of Thailand in SET100

Paper type: Research

1. บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เริ่มส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญ และประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในปี พ.ศ. 2545 ต่อมาในปี พ.ศ. 2549 ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organization for Economic Co-Operation and Development ซึ่งต่อมาในปี พ.ศ. 2555 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ทำการปรับปรุงหลักการโดยเพิ่มเติมในส่วนของแนวปฏิบัติที่ดีของทั้ง 5 หมวด ให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard และล่าสุดเมื่อปี พ.ศ. 2560 ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Code) ฉบับใหม่สำหรับบริษัทจดทะเบียนเพื่อให้ธุรกิจปรับตัว และสร้างคุณค่าให้แก่กิจการควบคู่ไปกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับสังคมโดยรวม (The stock exchange of Thailand, 2019) การกำกับดูแลกิจการมีความสำคัญต่อบริษัทจดทะเบียน เนื่องจากประชาชนจำนวนมาก ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้ามาร่วมบริหารจัดการบริษัทได้อย่างใกล้ชิด จึงมีการแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทเพื่อเข้าไปควบคุมดูแลผู้บริหาร วิธีการที่กิจการใช้สร้างความมั่นใจและไว้วางใจให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย คือการนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีไปปรับใช้ในกิจการ ทั้งยังช่วยเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตของกิจการอย่างยั่งยืน (The stock exchange of Thailand, 2012) เมื่อการกำกับดูแลกิจการเป็นส่วนหนึ่งของการเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการแล้วนั้น งานวิจัยชิ้นนี้จึงต้องการศึกษาว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการจริงหรือไม่ โดยวิธีการวัดมูลค่าของกิจการนั้นสามารถวัดได้หลายวิธี เช่น งานวิจัยของ Phadoongsitthi (2005) ได้ใช้การวัดมูลค่าของกิจการ คือ 1) มูลค่ากิจการจากผลการดำเนินงานทางบัญชี โดยวัดด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และ 2) มูลค่ากิจการจากผลการดำเนินงานทางการตลาด โดยวัดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q นอกจากนี้ งานวิจัยของ Phiomrak & Sincharoonsak (2017) ที่ได้ใช้การวัดมูลค่าของกิจการ คือ 1) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และ 2) ผลการดำเนินงานทางการตลาดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 เนื่องจากผู้ใช้เงินไม่เพียงต้องการข้อมูลทางการเงินเท่านั้น แต่ยังให้ความสำคัญกับข้อมูลที่ไม่ใช่ทางการเงินที่อาจส่งผลถึงมูลค่ากิจการ ซึ่งงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ แต่ยังไม่ได้ข้อสรุปที่แน่ชัด กล่าวคือบางงานวิจัยกลับไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวหรือพบความสัมพันธ์ในทิศทางที่แตกต่างกันไป งานวิจัยชิ้นนี้จึงต้องการศึกษากับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่น่าหลักการกำกับดูแลกิจการฉบับปี 2560 ไปปรับใช้ ซึ่งถือเป็นหลักการกำกับดูแลกิจการฉบับล่าสุดที่ครอบคลุมถึงแนวคิดและปัจจัยต่างๆ ของโลกธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงไป

2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย

2.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

2.2 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

3. ทบทวนวรรณกรรม

3.1 ทฤษฎีตัวแทน

Khanthavit, Srijunpetch & Chansirisi (2009)

ได้กล่าวถึง ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ตามแนวคิด Jensen & Meckling (1976) ว่าเป็นความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (Principal) และตัวแทน (Agent) ที่อยู่ภายใต้สัญญา โดยกำหนดให้เจ้าของกิจการเป็นผู้ถือหุ้นหรือตัวการ แล้วกำหนดให้ผู้บริหารเป็นตัวแทน โดยจะทำสัญญาให้ตัวแทนเป็นผู้ใช้ทรัพย์สินของกิจการแทนตัวการ และได้กล่าวถึงพฤติกรรมของผู้บริหารคือ 1) ผู้เห็นประโยชน์ส่วนตน (Self-Interest) คือผู้ทำให้ผลประโยชน์ตกแก่ตนและพวกพ้อง และ 2) ผู้ที่ฉวยโอกาส (Opportunistic) คือผู้พยายามสร้างโอกาสให้สามารถดักดวง

ผลประโยชน์โดยการใช้อำนาจโดยถูกต้องแต่ไม่เกิดประโยชน์กับกิจการ ซึ่งพฤติกรรมทั้งสองทำให้ผลประโยชน์เกิดขึ้นกับกิจการ และตัวการลดน้อยลง แต่กิจการยังคงต้องว่าจ้างผู้บริหารอยู่ เพราะความสามารถในการบริหารงานอาจเป็นสิ่งที่ผู้เป็นตัวการไม่มีความสามารถเท่ากับตัวแทน แต่ถ้าหากผู้บริหารไม่มีพฤติกรรมเห็นแก่ตัวและไม่มีความเป็นนักฉวยโอกาสก็จะเกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย จากปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ข้างต้น ทำให้เกิดแนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการเพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว โดยมีระบบกลไกที่กรรมการบริษัทซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น เป็นผู้สอดส่องติดตามดูแลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร ให้สามารถสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ และส่งผลตอบแทนกลับคืนสู่ผู้ถือหุ้นได้อย่างยั่งยืน

3.2 แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการ คือ ระบบหรือกระบวนการที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์เพื่อใช้ปฏิบัติในองค์กร ด้วยการกำหนดแนวทางการปฏิบัติภายในองค์กร โดยเฉพาะคณะกรรมการบริษัท ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นการปฏิบัติเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กรและผู้ถือหุ้น ตลอดจนการคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องทั้งหมดขององค์กร เพื่อให้องค์กรสามารถแข่งขันได้ และเพื่อให้องค์กรสามารถเติบโตอย่างยั่งยืน (The stock exchange of Thailand, 2012) ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Code) ได้ยกตัวอย่างบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทไว้ เช่น คณะกรรมการควรพิจารณาจำนวนกรรมการที่เหมาะสม และมีความหลากหลาย อาทิ อายุ เพศ สัดส่วนการถือหุ้น นอกจากนี้ คณะกรรมการควรประกอบไปด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 แต่ไม่ควรน้อยกว่า 3 คน กระบวนการสรรหากรรมการบริษัทควรมีความโปร่งใส ปราศจากอิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม และควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการใหญ่ เป็นต้น จะเห็นได้ว่าหลักการต่าง ๆ เหล่านี้ได้ออกแบบมาให้บริษัทจดทะเบียนนำไปปรับใช้เพื่อผลประโยชน์ที่ดียิ่งขึ้นในระยะยาว และสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งถือเป็นการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน

3.3 แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่ากิจการ

Phadoongsitthi (2005) ได้กล่าวถึง ตัววัดผลการปฏิบัติงาน (Performance Measures) ของบริษัทว่าเป็นสิ่งสำคัญในการวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานและผลักดันให้เกิดมูลค่า (Value) ซึ่งการวัดมูลค่ากิจการนั้นควรสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของบริษัทที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงในช่วงเวลาที่เกี่ยวข้อง นอกจากนี้ Gentry (2010) ได้เสนอวิธีการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการหรือมูลค่ากิจการไว้ 2 มุมมอง ได้แก่ มุมมองทางด้านบัญชี และมุมมองทางด้านตลาด เนื่องจากการวัดมูลค่ากิจการเพียงมุมมองใดมุมมองหนึ่งอาจไม่เหมาะสม เพราะทั้งสอง

มุมมองสะท้อนมูลค่ากิจการที่แตกต่างกัน ดังนั้น งานวิจัยชิ้นนี้จึงเลือกวัดมูลค่ากิจการทั้ง 2 มุมมอง ดังนี้

3.3.1 มูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านบัญชี (Accounting-Based Performance Measures) ถือเป็นตัววัดผลที่สำคัญที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินความสามารถของผู้บริหาร และใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน งานวิจัยของ Buasai (2015) ที่อ้างอิงงานวิจัยของ Francis, Schipper & Vincent (2003) ยังพบว่า ตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชีมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งการที่ข้อมูลสามารถสะท้อนมูลค่าของกิจการผ่านราคาหลักทรัพย์หรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้นั้นเป็นการบ่งบอกถึงความมีคุณค่าของข้อมูล และ ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชีเป็นตัวชี้วัดที่ได้จากข้อมูลในงบการเงิน ซึ่งถือว่าเป็นข้อมูลในอดีต ในงานวิจัยนี้ได้เลือกใช้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Assets: ROA) และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return On Equity: ROE) เพราะเป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยหากบริษัทมีค่า ROA หรือ ROE ที่สูง แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่สูง ซึ่งส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นเช่นกัน

3.3.2 มูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านตลาด (Marketing-Based Performance Measures) เป็นอัตราส่วนที่มีการผสมผสานกันระหว่างตัวเลขทางบัญชีและมูลค่าทางการตลาดของบริษัท ได้แก่ ราคาตลาดของหุ้น ซึ่งได้รวมทั้งข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตและข้อมูลที่เป็นการคาดการณ์ของนักลงทุนเกี่ยวกับโอกาสในอนาคต อัตราส่วน Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T Tobin ซึ่งได้ใช้ราคาหุ้นในการทำนายปริมาณการลงทุนในภาคธุรกิจ เพื่อพิจารณาแนวโน้มของมูลค่ากิจการในอนาคต (Forward Looking) ทั้งนี้ Professor Tobin เชื่อว่าค่า Tobin's Q เป็นตัววัดผลที่ดีที่จะสะท้อนให้เห็นมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ กล่าวคือ หาก Tobin's Q มีค่าสูง แสดงว่าผู้บริหารสามารถบริหารงานได้อย่างมีประสิทธิภาพก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่ผู้ถือหุ้น (Phadoongsitthi, 2005)

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่า Lertrujivanich (2016) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันกรณีมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล จำนวน 100 บริษัท ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระ และคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ซึ่งวัดผลโดยใช้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษากลับ

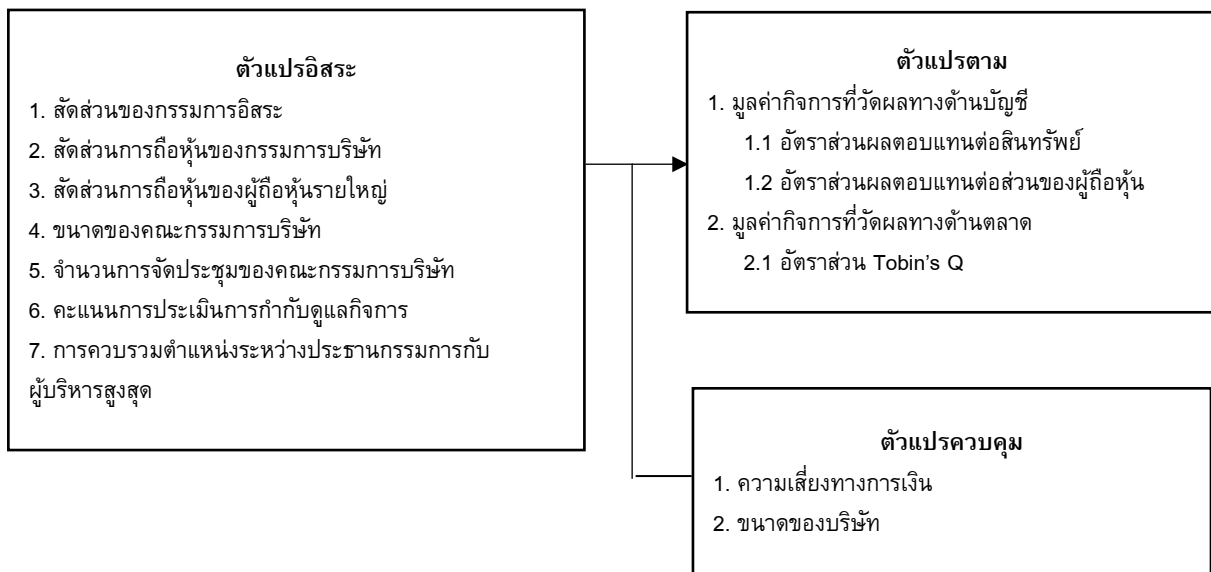
ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดกับมูลค่ากิจการทางบัญชี

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Krueattikarn (2014) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI จำนวน 60 บริษัท ผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระ และสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และยังพบว่า จำนวนการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ส่วนตัวแปรการควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ทั้งนี้งานวิจัยของ Phanomai & Chancharat (2016) ก็ได้ศึกษาโครงสร้างคณะกรรมการบริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มธุรกิจอาหารและเครื่องดื่มในปี พ.ศ. 2552 ถึง 2556 จำนวน

25 บริษัท ผลการศึกษาพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัท และสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วน Tobin's Q ส่วนการควมรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการในคนเดียวกันพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วน Tobin's Q

กรอบแนวคิดงานวิจัย

จากทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่าปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ที่เกิดระหว่างตัวการ (ผู้ถือหุ้น) และตัวแทน (ผู้บริหาร) สามารถแก้ไขได้โดยการนำหลักการกำกับดูแลกิจการไปปรับใช้ เพื่อให้กิจการมีผลประกอบการที่ดี ซึ่งเป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ ซึ่งแสดงกรอบแนวคิดงานวิจัยได้ดังนี้



4. วิธีการดำเนินงานวิจัย

4.1 เครื่องมือวิจัย

ผู้วิจัยได้ใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ในการศึกษาครั้งนี้ ซึ่งได้แก่ แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) งบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET100

4.2 การได้มาของข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาด้านการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท จำนวนการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัท และการควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ส่วนคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ เก็บข้อมูลมาจากผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Scorecard: CGS) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) สำหรับข้อมูลที่วัดมูลค่ากิจการทั้งในส่วนที่เป็นมุมมองทางบัญชี ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

(ROA) และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่ากิจการในมุมมองทางการตลาดที่วัดผลโดยอัตราส่วน Tobin's Q รวมทั้งตัวแปรควบคุมทางด้านความเสี่ยงทางการเงิน และขนาดของบริษัท ได้เก็บรวบรวมข้อมูลมาจากฐานข้อมูลออนไลน์ SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2561

4.3 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ปี พ.ศ.2560 ถึง พ.ศ. 2561 ทั้งหมด 200 บริษัท (Firm-year) เนื่องจากในปี พ.ศ. 2560 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560 (Corporate Governance Code for listed companies 2017) ซึ่งถือเป็นฉบับใหม่ล่าสุดที่ออกมาเพื่อให้บริษัทจดทะเบียนได้นำมาใช้ตามสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้น ผู้วิจัยจึงเริ่มเก็บข้อมูลตั้งแต่ปีพ.ศ. 2560 จนถึงปี พ.ศ. 2561

4.4 การวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยได้นำข้อมูลที่เก็บรวบรวมมาวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติ ดังนี้

4.4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Description Analysis) ได้แก่ ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: S.D.)

4.4.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) กำหนดเป็นสมการถดถอยได้ดังนี้

แบบจำลองที่ 1

$$ROA_i = b_0 + b_1[PROPIND_i] + b_2[PROPDIR_i] + b_3[PROPBIG_i] + b_4[BOD_i] + b_5[MEETING_i] + b_6[GOODCG_i] + b_7[DUALITY_i] + b_8[DE_i] + b_9[SIZE_i] + e$$

แบบจำลองที่ 2

$$ROE_i = b_0 + b_1[PROPIND_i] + b_2[PROPDIR_i] + b_3[PROPBIG_i] + b_4[BOD_i] + b_5[MEETING_i] + b_6[GOODCG_i] + b_7[DUALITY_i] + b_8[DE_i] + b_9[SIZE_i] + e$$

แบบจำลองที่ 3

$$TOBINQ_i = b_0 + b_1[PROPIND_i] + b_2[PROPDIR_i] + b_3[PROPBIG_i] + b_4[BOD_i] + b_5[MEETING_i] + b_6[GOODCG_i] + b_7[DUALITY_i] + b_8[DE_i] + b_9[SIZE_i] + e$$

โดยที่

PROPIND	คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ
PROPDIR	คือ สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท
PROPBIG	คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่
BOD	คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท
MEETING	คือ จำนวนการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัท
GOODCG	คือ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ
DUALITY	คือ การควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด
ROA	คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
ROE	คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
TOBINQ	คือ อัตราส่วน Tobin's Q
DE	คือ ความเสี่ยงทางการเงิน
SIZE	คือ ขนาดของบริษัท
i	คือ จำนวนบริษัทที่ต้องการศึกษา
e	คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

4.5 การกำหนดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ศึกษาในงานวิจัยนี้มีวิธีการวัดค่าดังต่อไปนี้

ตารางที่ 1 การวัดค่าของตัวแปรอิสระ

ตัวแปร	การวัดค่า
สัดส่วนของกรรมการอิสระ	จำนวนกรรมการอิสระหารด้วยคณะกรรมการบริษัททั้งหมด
สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท	จำนวนหุ้นที่กรรมการบริษัทถือหารด้วยจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้ว
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่	จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกหารด้วยจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้ว
ขนาดของคณะกรรมการบริษัท	จำนวนของคณะกรรมการบริษัททั้งหมด
จำนวนการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัท	จำนวนวาระการประชุมของคณะกรรมการบริษัททั้งหมด ใน 1 ปี
คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ	ตัวแปร Dummy ซึ่งมีค่าเป็น 1 เมื่อบริษัทได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี และมีค่าเป็น 0 เมื่อบริษัทไม่ได้รับคะแนน
การควบคุมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด	ตัวแปร Dummy ซึ่งมีค่าเป็น 1 เมื่อผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการเป็นบุคคลเดียวกัน และมีค่าเป็น 0 เมื่อไม่ใช่บุคคลเดียวกัน

ตารางที่ 2 การวัดค่าของตัวแปรตาม

ตัวแปร	การวัดค่า
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)	กำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	กำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น
อัตราส่วน Tobin's Q	(มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี + หนี้สินรวม) หารด้วยสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 3 การวัดค่าตัวแปรควบคุม

ตัวแปร	การวัดค่า
ความเสี่ยงทางการเงิน	หนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น
ขนาดของบริษัท	ค่าลอการิทึมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด

5. ผลการวิจัยและอภิปรายผล

5.1 ผลการวิจัยประกอบไปด้วยผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

5.1.1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

ตารางที่ 4 ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าต่ำสุด (Min)	ส่วนเบี่ยงเบน (S.D.)
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (หน่วย: เท่า)	0.09	0.75	-0.22	0.09
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (หน่วย: เท่า)	0.15	0.81	-0.45	0.13
อัตราส่วน Tobin's Q (หน่วย: เท่า)	2.14	27.01	0.57	2.33
สัดส่วนของกรรมการอิสระ (หน่วย: ร้อยละ)	43.30	80.00	25.00	10.70
สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท (หน่วย: ร้อยละ)	12.60	71.30	0.00	18.20
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (หน่วย: ร้อยละ)	59.90	89.40	16.40	15.80
ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (หน่วย: คน)	11.39	18.00	5.00	2.69
จำนวนการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัท (หน่วย: ครั้ง)	9.29	27.00	4.00	3.81
บริษัทที่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (หน่วย: ร้อยละ)	97.50	100.00	0.00	15.70
การควมรวมตำแหน่งระหว่าง ประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด (หน่วย: ร้อยละ)	15.50	100.00	0.00	36.30
ความเสี่ยงทางการเงิน วัดค่าโดย D/E Ratio (หน่วย: เท่า)	2.17	14.44	0.16	2.45
ขนาดของบริษัท วัดค่าโดย Market Capitalization (หน่วย: ล้านบาท)	127,886.22	1,313,897.83	8,857.24	197,354.93
กลุ่มตัวอย่าง (ปี-บริษัท)	200	200	200	200

จากตารางที่ 4 พบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.09 เท่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.15 เท่า และอัตราส่วน Tobin's Q มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2.14 เท่า

สำหรับสัดส่วนของกรรมการอิสระนั้น บริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมดที่ต่ำที่สุดคิดเป็นร้อยละ 25.00 ส่วนบริษัทที่มีสัดส่วนของกรรมการอิสระสูงสุดคิดเป็นร้อยละ 80.00 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 43.30 แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่ได้ปฏิบัติตามคำแนะนำของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่แนะนำให้บริษัทควรมีกรรมการอิสระมากกว่า 1 ใน 3 ของคณะกรรมการทั้งหมด

สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท มีบางบริษัทที่คณะกรรมการบริษัทไม่ได้ถือหุ้นในบริษัทที่ตนปฏิบัติหน้าที่อยู่ ส่วนคณะกรรมการบริษัทที่เป็นผู้ถือหุ้นในบริษัทตนเองมีสัดส่วนสูงสุดคิดเป็นร้อยละ 71.30 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 12.60

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก รวมกันต่ำที่สุดคิดเป็นร้อยละ 16.40 และมี สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกรวมกันสูงที่สุดคิดเป็นร้อยละ 89.40 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 59.90

ขนาดของคณะกรรมการบริษัท พบว่าบริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการน้อยที่สุดคือ 5 คน ส่วนบริษัทที่มีคณะกรรมการสูงที่สุดมีจำนวน 18 คน ค่าเฉลี่ยขนาดคณะกรรมการบริษัทอยู่ที่ประมาณ 11 คน จะเห็นได้ว่าเวลาที่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทแตกต่างกัน อาจเป็นเพราะว่าแต่ละบริษัทมีสัดส่วนเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกัน

จำนวนการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัทน้อยที่สุดเท่ากับ 4 ครั้ง ส่วนจำนวนการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัทสูงที่สุดเท่ากับ 27 ครั้ง โดยมีค่าเฉลี่ยจำนวนครั้งการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัทอยู่ที่ประมาณ 9 ครั้ง

คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ พบว่าบริษัทที่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 97.50 (หรือคิดเป็น 195 จาก 200 กลุ่มตัวอย่าง) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ส่วนใหญ่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

การควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด พบว่ามีบริษัทที่ควมรวมตำแหน่งดังกล่าวเพียงร้อยละ 15.50 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 (หรือคิดเป็น 31 จาก 200 กลุ่มตัวอย่าง)

ความเสี่ยงทางการเงิน วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio) พบว่ามีค่าน้อยที่สุดเท่ากับ 0.16 เท่า และค่าสูงสุดเท่ากับ 14.44 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ย D/E Ratio อยู่ที่ 2.17 เท่า

ขนาดของบริษัท วัดค่าจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) พบว่าบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดน้อยที่สุดอยู่ที่ 8,857.24 ล้านบาท ส่วนบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงที่สุดเท่ากับ 1,313,897.83 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นค่าเฉลี่ย Market Capitalization เท่ากับ 127,886.22 ล้านบาท

5.1.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละคู่พบว่าตัวแปรอิสระที่ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.372 ถึง 0.496 สามารถสรุปได้ว่าทุกตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างแน่นแฟ้น กล่าวคือตัวแปรดังกล่าวมีความอิสระต่อกันซึ่งไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุต่อไป ดังแสดงในตารางที่ 5

ตารางที่ 5 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

	ROA	ROE	TOBINQ	PROPIND	PROPDIR	PROPBIG	BOD	MEETING	GOODCG	DUALITY	DE	SIZE
ROA	1											
ROE		1										
TOBINQ			1									
PROPIND	0.023	-0.015	0.006	1								
PROPDIR	0.203	0.176	0.239	-0.018	1							
PROPBIG	0.028	0.044	0.016	0.091	-0.006	1						
BOD	-0.201	-0.196	-0.202	0.105	-0.283	0.028	1					
MEETING	-0.178	-0.151	-0.186	0.278	-0.139	0.072	0.278	1				
GOODCG	-0.009	-0.019	-0.024	0.118	-0.084	0.029	0.011	0.079	1			
DUALITY	0.036	0.058	-0.032	-0.155	0.137	-0.055	-0.180	-0.141	-0.108	1		
DE	-0.372	-0.160	-0.223	0.063	-0.207	-0.095	0.167	0.228	-0.036	0.009	1	
SIZE	0.044	0.171	0.023	0.209	-0.350	0.213	0.496	0.306	-0.107	-0.002	0.164	1

5.1.3 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

จากการศึกษาการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ได้สรุปผลการวิจัยดังนี้

1) ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านบัญชี

แบบจำลองที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการวัดโดยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

จากตารางที่ 6 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทน

ต่อสินทรัพย์ได้ร้อยละ 20 ซึ่งสังเกตได้จากค่า Adjusted R Squared และจากผลการวิเคราะห์ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท (PROPDIR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กล่าวคือ การที่สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทสูง จะส่งผลต่อมูลค่ากิจการสูงตามไปด้วย นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กล่าวคือ หากคณะกรรมการบริษัทมีปริมาณมาก จะส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่ลดลง ในทำนองเดียวกัน จำนวนการจัด

ประชุมของคณะกรรมการบริษัท (MEETING) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 กล่าวคือ หากมีการจัดประชุมคณะกรรมการบริษัทบ่อยครั้ง จะส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่ลดลง นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรควบคุมทางด้านความเสี่ยงทาง

การเงิน (DE) และขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เช่นเดียวกัน

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการวัดโดยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	ค่าความคลาดเคลื่อน	t-stat
	โดยประมาณ (b)	มาตรฐาน ^a (Standardized Errors)	
INTERCEPT	-0.206	0.093	-2.209
PROPIND	0.033	0.060	0.551
PROPDIR	0.078	0.029	2.673***
PROPBIG	-0.031	0.043	-0.736
BOD	-0.007	0.002	-3.473***
MEETING	-0.003	0.001	-2.026**
GOODCG	0.009	0.021	0.429
DUALITY	-0.005	0.014	-0.334
DE	-0.012	0.002	-6.169***
SIZE	0.023	0.006	4.106***

Dependent Variable : ROA

R Squared = 0.236, Adjusted R Squared = 0.200

Number of Observation: 200

หมายเหตุ: ** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 *** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

^a White Heteroskedasticity-Cosistent Standard Errors and Covariance

แบบจำลองที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการวัดโดยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 7 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ร้อยละ 18.10 (ค่า Adjusted R Squared) และจากผลการวิเคราะห์ พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท (PROPDIR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กล่าวคือ หากสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นเช่นกัน ในทางตรงกันข้าม ขนาด

ของคณะกรรมการบริษัท (BOD) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กล่าวคือ หากขนาดของคณะกรรมการเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง เช่นเดียวกันกับจำนวนการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (MEETING) ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 กล่าวคือ หากมีจำนวนการประชุมของคณะกรรมการบริษัทที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง อีกทั้งยังพบตัวแปรควบคุมด้านขนาดของบริษัท (SIZE) ที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการวัดโดยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	ค่าความคลาดเคลื่อน	t-stat
	โดยประมาณ (b)	มาตรฐาน ^a (Standardized Errors)	
INTERCEPT	-0.617	0.165	-3.734
PROPIND	-0.037	0.101	-0.369
PROPDIR	0.156	0.050	3.150***
PROPBIG	-0.039	0.062	-0.638
BOD	-0.015	0.003	-4.479***
MEETING	-0.005	0.002	-2.405**
GOODCG	0.018	0.023	0.783
DUALITY	-0.002	0.023	-0.086
DE	-0.006	0.005	-1.338
SIZE	0.056	0.011	4.906***

Dependent Variable : ROE

R Squared = 0.218, Adjusted R Squared = 0.181

Number of Observation: 200

หมายเหตุ: ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

^a White Heteroskedasticity-Cosistent Standard Errors and Covariance

2) ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านตลาด

แบบจำลองที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q

จากตารางที่ 8 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์กับอัตราส่วน Tobin's Q ได้ร้อยละ 13.70 (ค่า Adjusted R Squared) และจากผลการวิเคราะห์ พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท (PROPDIR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ อัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กล่าวคือ การที่สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทสูง จะส่งผลต่อมูลค่ากิจการสูงตาม

ไปด้วย นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กล่าวคือ หากกิจการมีจำนวนของคณะกรรมการบริษัทมาก จะส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง ในทำนองเดียวกัน จำนวนการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัท (MEETING) และการควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด (DUALITY) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วน Tobin's Q ทั้งนี้ ยังพบว่าตัวแปรควบคุมด้านความเสี่ยงทางการเงิน และขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วน Tobin's Q เช่นกัน

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	ค่าความคลาดเคลื่อน	t-stat
	โดยประมาณ (b)	มาตรฐาน ^a (Standardized Errors)	
INTERCEPT	-5.011	2.138	-2.343
PROPIND	0.342	1.885	0.181
PRODIR	3.007	0.884	3.399***
PROPBIG	-0.719	0.991	-0.724
BOD	-0.196	0.061	-3.174***
MEETING	-0.096	0.041	-2.349**
GOODCG	0.024	0.655	0.037
DUALITY	-0.660	0.328	-2.010**
DE	-0.148	0.044	-3.345***
SIZE	0.589	0.143	4.121***

Dependent Variable: TOBINQ

R Squared = 0.176, Adjusted R Squared = 0.137

Number of Observation: 200

หมายเหตุ: ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

^a White heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

5.2 อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการศึกษาข้างต้นเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านบัญชีและที่วัดผลทางด้านตลาด ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์หลักของงานวิจัยครั้งนี้ พบว่าผลการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวออกมาในลักษณะที่คล้ายคลึงกัน ดังนั้น ผู้วิจัยจึงขออภิปรายผลการวิจัยในภาพรวม ดังต่อไปนี้

1) สัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ อาจเป็นเพราะบริษัทจดทะเบียนมีการแต่งตั้งกรรมการอิสระเพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดของหน่วยงานกำกับดูแลเท่านั้น โดยที่กรรมการอิสระนี้ไม่ได้ปฏิบัติหน้าที่ในการตรวจสอบกิจการอย่างเคร่งครัด จึงไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kaeokham (2014) และ Phongkasem, Boonmunewai & Poowadin (2019)

2) สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ กล่าวคือบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทสูง มูลค่ากิจการก็จะสูงตามไปด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Krueattikarn (2014) ที่พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ อาจเพราะคณะกรรมการบริษัทมีหน้าที่กำหนดกลยุทธ์ ทิศทาง และเป้าหมายของบริษัท ซึ่งโดยปกติจะต้องมีจุดมุ่งหมายเพื่อสร้างกำไรให้สูงขึ้น และเพิ่มมูลค่ากิจการให้เติบโตอย่างยั่งยืน การมีคณะกรรมการบริษัทเป็นผู้ถือหุ้นในกิจการ จึงเป็นการสร้างผลกำไร และเพิ่มมูลค่ากิจการให้ดีขึ้น

3) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่พบความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ อาจเนื่องมาจาก ผู้บริหารเป็นบุคคลสำคัญในการขับเคลื่อน และสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ ทำให้ผู้บริหารมีบทบาททางฝ่ายบริหารมากกว่าผู้ถือหุ้น หรืออาจกล่าวได้ว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่อาจไม่ใช่ผู้บริหารที่มีหน้าที่สร้างผลประกอบการเพื่อที่จะได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Buppakarukul (2008) และ Phongkasem, Boonmunewai & Poowadin (2019)

4) ขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ กล่าวคือบริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการน้อย จะมีมูลค่ากิจการที่สูง อาจเนื่องมาจากการมีจำนวนคณะกรรมการที่มากเกินไป ส่งผลให้การตัดสินใจของคณะกรรมการบริษัทมีความซับซ้อน อาจทำให้การตัดสินใจมีความล่าช้าหรือตัดสินใจผิดพลาด ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lertrujivanich (2016) และ Dzingai & Fakoya (2017) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Harinanon (2017) กลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการ

5) จำนวนการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ กล่าวคือการที่บริษัทจัดประชุมจำนวนหลายครั้ง จะส่งผลให้มูลค่ากิจการน้อยลง เพราะจำนวนครั้งการประชุมที่เพิ่มมากขึ้น อาจเป็นสัญญาณเตือนว่าผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง จึงต้องมีการจัดประชุมเพื่อแก้ไขปัญหามากขึ้น ทั้งยังส่งผลให้เกิดค่าใช้จ่ายจากการประชุมในแต่ละ

ละครั้งทำให้มูลค่ากิจการลดลงได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Krueattikam (2014)

6) คณะกรรมการประเมินการกำกับดูแลกิจการไม่พบความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ เนื่องจากบริษัทอาจไม่ได้เปิดเผยข้อมูลการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการในเอกสารเผยแพร่ขององค์กร หรือเว็บไซต์และช่องทางต่าง ๆ ทำให้ส่งผลกระทบต่อคณะกรรมการประเมินที่บริษัทได้รับ และคณะกรรมการประเมินการกำกับดูแลกิจการอาจไม่ใช่ประเด็นที่มีผลต่อผลตอบแทนของธุรกิจ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Gupta, Kennedy & Weaver (2009) ที่พบว่าคณะกรรมการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วน Tobin's Q อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษากลับตรงกันข้ามกับงานวิจัยของ Lertrujivanich (2016) ที่พบว่าคณะกรรมการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านบัญชีและทางด้านตลาด เนื่องจากคณะกรรมการดังกล่าวทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่น และสามารถนำธุรกิจไปสู่ผลประโยชน์การที่ดีและยั่งยืนได้

7) การควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการที่วัดโดยอัตราส่วน Tobin's Q กล่าวคือหากกิจการมีการแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดจะทำให้กิจการมีมูลค่าสูงขึ้น เนื่องจากการแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดถือเป็นการกระจายอำนาจ แสดงถึงความเป็นอิสระในการบริหารงาน โดยที่แต่ละฝ่ายปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น แต่หากวัดมูลค่ากิจการด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กลับไม่พบความสัมพันธ์กับตัวแปรการควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lertrujivanich (2016) และ Krueattikam (2014) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดกับมูลค่ากิจการ

6. สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

6.1 สรุปผลการวิจัย

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านบัญชี ซึ่งทดสอบโดยวัดผลด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท (PROPDIR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) กล่าวคือ การที่สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทสูง จะส่งผลต่อมูลค่ากิจการสูงตามไปด้วย นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) และจำนวนการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัท (MEETING) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) สำหรับผลการทดสอบมูลค่ากิจการโดยวัดผลด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วน

ของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท (PROPDIR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผลการศึกษานี้เป็นไปในทิศทางเดียวกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) และจำนวนการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัท (MEETING) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กล่าวคือ หากบริษัทมีจำนวนของคณะกรรมการที่สูง และมีจำนวนการจัดประชุมหลายครั้ง จะส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง โดยผลการศึกษานี้สอดคล้องกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ที่กล่าวไว้ข้างต้น

ผู้วิจัยยังได้เลือกใช้วิธีการวัดมูลค่ากิจการด้วยมุมมองทางการตลาด โดยวัดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q จากผลการทดสอบพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท (PROPDIR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งผลงานวิจัยนี้สอดคล้องกับมุมมองมูลค่ากิจการที่วัดผลทางด้านบัญชี และยังพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) จำนวนการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัท (MEETING) และการควมรวมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด (DUALITY) ตัวแปรเหล่านี้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วน Tobin's Q

งานวิจัยครั้งนี้ยังพบตัวแปรควบคุมบางตัวที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ได้แก่ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดผลทั้งมุมมองทางด้านบัญชีและทางด้านตลาด กล่าวคือ บริษัทขนาดใหญ่มีมูลค่ากิจการที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก ส่วนตัวแปรควบคุมทางด้านความเสี่ยง (DE) กลับพบความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และ อัตราส่วน Tobin's Q

6.2 ข้อเสนอแนะ

1) การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับกรรมการบริษัทในแบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) เช่น สัดส่วนของกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท จำนวนครั้งการจัดประชุม เป็นต้น ข้อมูลเหล่านี้ควรมี Template มาตรฐานให้กับบริษัทจดทะเบียนใช้สำหรับรายงานข้อมูล เพื่อง่ายต่อการจัดทำข้อมูล นอกจากนี้ นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นสามารถนำข้อมูลเหล่านี้ไปเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นได้

2) หน่วยงานกำกับดูแลควรกระตุ้นและส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญของการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยอาจนำผลงานวิจัยที่แสดงให้เห็นถึงประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการไปเผยแพร่ให้กับบริษัทจดทะเบียน ผู้ถือหุ้น และนักลงทุนได้รับทราบ

6.3 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1) ผู้ที่สนใจศึกษาอาจทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการในมุมมองอื่น ๆ เช่น การวัดความน่าเชื่อถือจากการจัดอันดับเครดิตของบริษัท

คุณภาพของรายการคงค้าง ความยั่งยืนของกำไร ความสามารถในการพยากรณ์กำไร หรือความสม่ำเสมอของกำไร เป็นต้น

2) ในการศึกษาครั้งต่อไป อาจศึกษาเปรียบเทียบมูลค่ากิจการในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อหาข้อแตกต่างระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม และอาจศึกษาข้อมูลเชิงคุณภาพเพื่อให้ได้ข้อมูลเชิงลึก เช่น การสัมภาษณ์คณะกรรมการบริษัทเพื่อให้ได้ข้อมูลที่เป็นรูปธรรมมากขึ้น เป็นต้น

7. References

- Buasai, N. (2015). *The Value Relevance of Accounting Based Performance Measures Evidence from Thailand*. (Master Degree's Thesis, Thammasat University, Thailand)
- Buppakarakul, S. (2008). *The Relationship Between Corporate Governance and Firm Performance of Thai Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand*. (Master Degree's Thesis, Chiang-Mai University, Thailand)
- Dzingai, I., & Fakoya, B. M. (2017). Effect of Corporate Governance Structure on the Financial Performance of Johannesburg Stock Exchange (JSE)-Listed Mining Firms. *Sustainability* 2017, 9(876), 1-15.
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2003). The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to earnings) Performance Measures for Returns. *Contemporary Accounting Research*, 20(1), 121-164.
- Gentry, R. J., & Shen, W. (2010). The Relationship between Accounting and Market Measures of Firm Financial Performance: How Strong Is It? *Journal of Managerial Issues*, 22(4), 514-530.
- Gupta, P. P., Kennedy, B. D., & Weaver, C. S. (2009). Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Canadian Capital Markets. *Corporate Ownership & Control*, 6(3), 293-307.
- Harinanon, T. (2017). *The Effects of Corporate Governance on Earnings Management and Economic Value Added (EVA): A Case Study of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand SET100*. (Master Degree's Thesis, Prince of Songkla University, Thailand)
- Jensen, M.C., & W.H. Meckling. (1976). Theory of The Firm Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 2, 305-360.
- Kaeokham, W. (2014). *Board Size, Board Composition and Firm Value: Evidence form the Stock Exchange of Thailand*. (Master Degree's Thesis, Prince of Songkla University, Thailand)
- Khanthavit, A., Srijunpetch, S., & Chansirisri, D. (2009). *Governance to Create Business Value*. Bangkok, Thailand: Amarin Printing & Publishing.
- Kruerattikarn, Y. (2014). Relationship Between Corporation Governance Mechanism and Index of Profitability of listed Companies in Market for Alternative Investment. *Sripatum Chonburi Journal*, 11(1), 41-50.
- Lertrujiwanich, O. (2016). *The Relationship of Corporate Governance, Anti-corruption and Value of Corporations Listed on The Stock Exchange of Thailand*. (Master Degree's Thesis, Thammasat University, Thailand)
- Phadoongsitthi, M. (2005). Performance Evaluation Based on The Tobin- Tobin's Q Concept. *Journal of Business Administration*, 28(106), 13-22.

- Phanomai, W. & Chancharat, N. (2016). Board Structure and Performance of Thai Listed Food and Beverage Companies. *WMS Journal of Management Walailak University*, 5(2), 44-55.
- Phiromrak, P., & Sincharoonsak, T. (2017). *The impact of corporate governance on return on assets and business value of listed companies in the Stock exchange of Thailand*. Proceedings of the 9th NPRU National Academic Conference. 872-880.
- Phongkasem, M., Boonmunewai, S., & Poowadin, W. (2019). *Effecting of Corporate Governance on Firm Performance: Case Study of Financial Industry in: The Thai-Listed Company in Stock Exchange of Thailand*. Proceedings of the 6th National Conference of Nakhonratchasima College 2019. 234-244.
- The stock exchange of Thailand. (2012). *Principles of Good Corporate Governance for Listed Companies 2012*. Retrieved from <https://bit.ly/2LE2vGZ>.
- The stock exchange of Thailand. (2019). *Principles and Guidelines for Good Corporate Governance*. Retrieved from <https://bit.ly/2qJ3qyH>.