



การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าตลาดของกิจการ :
กรณีศึกษาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและ
ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Relationship between Corporate Governance and Market Value of Firms:
A Case Study of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand and the
Market for Alternative Investment

ธีรทัต โกศลวิตร

Tenatat Kosanlawit

คณะบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี

Faculty of Management Science, Ubon Ratchathani University

E-mail: tenatat@yahoo.com

เคียงขวัญ อักษรวงษ์

Kiangkwan Ugsornwong

คณะบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี

Faculty of Management Science, Ubon Ratchathani University

E-mail: kiengkwanu@gmail.com

Received : 2 พฤษภาคม 2561

Revised : 18 ตุลาคม 2561

Accepted : 2 ตุลาคม 2561

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นไทยในมุมมองของตลาด ข้อมูลที่ใช้คือ มูลค่าตลาด ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน อายุของบริษัท และยอดขายของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปี 2559 – 2560 จำนวน 830 กลุ่มตัวอย่าง เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย คือ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression) ผลการศึกษาพบว่า (1) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียน และตัวแปรอิสระอื่น ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน อายุของบริษัท และยอดขาย มีผลต่อมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียน ส่งผลให้แบบจำลองสามารถอธิบายมูลค่าตลาดของบริษัทได้ร้อยละ 61.0 (2) ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีผลต่อมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียน

คำสำคัญ: มูลค่าตลาดของกิจการ, คะแนนการกำกับดูแลกิจการ, บริษัทจดทะเบียน, ความขัดแย้งของตัวแทน

Abstract

This research aims to examine the relationship between levels of corporate governance scored by Thai Institute of Directors (IOD) and market value of listed companies in Thailand. Data used were



market capitalization, corporate governance scores, debt to equity ratio, and sales of companies listed in the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment in 2016 – 2017. Research tools were means, standard deviation, maximum, minimum, and multiple regression analysis. Research results are as follow: (1) In the Stock Exchange of Thailand, corporate governance scores have significantly and positively influenced market capitalization of listed companies at 95% confidence level and all other independent variables, debt-to-equity ratio, age, and sales, have also an influence on market capitalization of listed companies at the 95% confidence level. As a result, the model can explain 61.0% of their market value. (2) In the Market for Alternative Investment, corporate governance scores have not significantly influenced market capitalization of listed companies at 95% confidence level.

Key words: Market value of firm, Corporate governance scores, Listed companies, Agency problem

1. บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในปัจจุบันการลงทุนในตลาดทุนในประเทศไทยมีการเติบโตมากขึ้น โดยมูลค่ารวมของหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพิ่มขึ้นจาก 14.2 ล้านล้านบาท ในปี 2557 เป็น 17.9 ล้านล้านบาทในปี 2560 และสัดส่วนมูลค่าตลาดของทั้งสองตลาดคิดเป็น 1.03 เท่าของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ในปี 2560 (ที่มา: มูลค่าตลาดจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561) และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศจากสำนักงานพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สำนักงานพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, 2561) โดยผู้ลงทุนในตลาดทุนต่างคาดหวังให้มูลค่าของกิจการที่ลงทุนไปเพิ่มขึ้นในอนาคตและ/หรือสามารถจ่ายเงินปันผลในอนาคตกลับคืนให้ได้ การประเมินมูลค่าของกิจการสามารถทำได้ทั้งตามวิธีทางบัญชี วิธีการคิดลดกระแสเงินสดในอนาคต และการใช้มูลค่าตลาด ซึ่งการวัดมูลค่าของกิจการตามมูลค่าตลาดนั้นเหมาะสมกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากมีการซื้อขายเปลี่ยนมือกันและมีราคาที่ชัดเจน และตามทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดทุน ข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจะถูกสะท้อนในราคาตลาดของบริษัท ซึ่งมีผลโดยตรงต่อมูลค่าตลาดของบริษัท

อย่างไรก็ตาม บริษัททั่วไปจะมีปัญหาของความขัดแย้งของตัวแทน (Agency problem) ซึ่งเป็นความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ของแต่ละกลุ่มที่เกี่ยวข้องภายในบริษัท อาทิ ผู้บริหาร ผู้จัดการบริษัท ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ โดยทั่วไปผู้จัดการบริษัทจะพยายามที่จะเพิ่มมูลค่าของกิจการให้สูงขึ้น แต่บางครั้งอาจจะไปลงทุนในกิจการที่มีความเสี่ยงหรือในโครงการที่มีมูลค่าที่น้อยหรือติดลบ (negative NPV) ทำให้เกิดความเสียหายกับบริษัทและเจ้าหนี้ของบริษัทด้วย ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate governance) จึงเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่จะลดความขัดแย้งปัญหาตัวแทนของผู้ถือหุ้น การกำกับดูแลที่ดีจะช่วยให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี (Shleifer and Vishny, 1997) ผลการดำเนินงานของกิจการจะมีความสัมพันธ์กับการกำกับกิจการที่ดี (Klapper and Love, 2004) การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าตลาดของกิจการ จึงมีความสำคัญ เนื่องจากสามารถเป็นข้อมูลช่วยให้นักลงทุนนำไปพิจารณาประกอบการตัดสินใจลงทุน ตลอดจนหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลนำไปประกอบการประเมินแนวทางการปฏิบัติในการกำกับดูแลกิจการเพื่อช่วยให้กิจการสามารถสร้างประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นได้ดียิ่งขึ้น หลักการของการ



กำกับกิจการที่ดีจากองค์การเพื่อความร่วมมือและการพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organization for economic co-operation and development : OECD) จะพิจารณาจาก 5 ด้าน คือ (1) สิทธิของผู้ถือหุ้น (2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม (3) บทบาทผู้มีส่วนได้เสีย (4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ (5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ สำหรับในประเทศไทยนั้น สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้ส่งเสริม ติดตาม พัฒนา ด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีและประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ IOD เริ่มมีการเผยแพร่รายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนตั้งแต่ปี 2544 เป็นต้นมา และได้มีการปรับเกณฑ์การประเมินให้สอดคล้องกับพัฒนาการด้านการกำกับดูแลกิจการในระดับสากลอย่างต่อเนื่อง เช่น การปรับเกณฑ์ใหม่ในปี 2550 การเพิ่มหลักเกณฑ์ในการสำรวจใน 2554 และปี 2557 โดยในปี 2557 IOD ได้ปรับเพิ่มหลักเกณฑ์ของโครงการเพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การประเมินของโครงการ ASEAN CG Scorecard (ที่มา: IOD, 2560)

การจัดทำรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนของ IOD แบ่งหมวดการกำกับดูแลตามหลักการของ OECD โดยที่ผ่านมา IOD ได้ใช้ข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ข่าวและข้อมูลของ ตลท. และ ก.ล.ด. เกี่ยวกับบริษัทตั้งแต่เดือนมกราคมของปีก่อนที่ทำการสำรวจจนถึงวันประกาศผลสำรวจในช่วงเดือนตุลาคมของทุกปี ทั้งนี้ ข้อมูลที่ IOD ใช้ในการสำรวจประกอบด้วย (1) แบบแสดงข้อมูล ประจำปีที่ประเมิน (2) รายงานประจำปีที่ผ่านมา (3) แบบ 56-1 ประจำปีที่ผ่านมา (4) หนังสือเชิญประชุมและรายงานการประชุมผู้ถือหุ้น ประจำปีที่ประเมิน (5) ข้อบังคับบริษัท (6) นโยบายการกำกับดูแลกิจการ (ถ้ามี) (7) จรรยาบรรณ/จริยธรรมธุรกิจ (ถ้ามี) และ (8) รายงานการพัฒนาที่ยั่งยืน (ถ้ามี) และในการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีการกำหนดช่วงคะแนนดังนี้

ตารางที่ 1 ช่วงคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการของ IOD

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	คำอธิบาย
90-100		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		พอใช้
50-59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	ไม่ได้รับสัญลักษณ์	N/A

ที่มา : สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (2560)

ทั้งนี้ ในการประกาศผลสำรวจ IOD จะประกาศรายชื่อเฉพาะบริษัทที่อยู่ในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ”

ในส่วนของความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น มีผลการศึกษาที่อธิบายผลของการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าของบริษัท เช่น การกำกับดูแลกิจการจะช่วยให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้น ลดต้นทุนทางการเงิน และมีผลการดำเนินงานที่ดี (Chaessens and yurtoglu, 2012, อ้างอิงใน Black et al., 2003) การปกป้องผู้ถือหุ้นทำให้นักลงทุนภายนอกพร้อมที่จะลงทุนมากขึ้น



หรือจ่ายเงินสูงขึ้นเพราะหวังว่ากำไรที่เกิดขึ้นจะกลับมาในรูปของเงินปันผล (La Porta et al., 2002, อ้างอิงใน Black et al., 2003) และการกำกับดูแลกิจการเป็นทางเลือกหนึ่งซึ่งเจ้าของกิจการอาจใช้เป็นกลไกที่ทำให้ผู้บริหารประพฤติกรรมและบริหารงานให้สอดคล้องกับการสร้างมูลค่าที่สูงขึ้นให้ได้ (อัญญา ชันธิวิทย์ และคณะ, 2552) ในส่วนของการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการในมุมมองของตลาดในกรณีของต่างประเทศ เช่น Black, Jang and KIM (2003) ได้ใช้ดัชนีค่า CG ในการอธิบายมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศเกาหลีใต้ และพบว่า หากดัชนี CG เพิ่มขึ้นร้อยละ 10 จะทำให้ Tobin's q และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (market/book) เพิ่มขึ้นร้อยละ 5 และร้อยละ 14 ตามลำดับ นอกจากนี้ แต่ละดัชนีย่อยยังสามารถทำนาย Tobin's q และอัตราส่วนการดำเนินงานอื่นที่สูงขึ้นด้วย

สำหรับในประเทศไทย การศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าหรือผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีข้อสรุปที่ทั้งที่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวและไม่พบความสัมพันธ์ เช่น การศึกษาของ กังสดาล แก้วหานาม และคณะ (2557) ที่พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดย IOD มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์ (ROA) ของบริษัทจดทะเบียน ขณะที่ วรกมล เกษมทรัพย์ (2553) ได้ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในปี 2551 และ 2552 โดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวชี้วัดในมุมมองของบัญชี และ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดในมุมมองของตลาด และไม่พบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทในมุมมองของตลาด ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ ชาญศิริ ขาวนาได้ (2554) ที่ไม่พบความแตกต่างของอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (อัตราส่วน P/E) ระหว่างกลุ่มที่ได้รับการประเมินคะแนนจาก IOD ในระดับ “ดี” ขึ้นไป และกลุ่มที่ไม่ได้รับการประเมินคะแนน และไม่พบความแตกต่างระหว่างกลุ่มที่ได้รับการประเมินคะแนนจาก IOD ในระดับ “ดี” และกลุ่มที่ได้รับการประเมินในระดับ “ดีเลิศ” ขณะที่งานวิจัยที่ศึกษาเฉพาะกรณีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ได้แก่ การศึกษาของ ยุวดี เครือรัฐติกาล (2557) และ Supranee Sugaraserami (2015) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียน

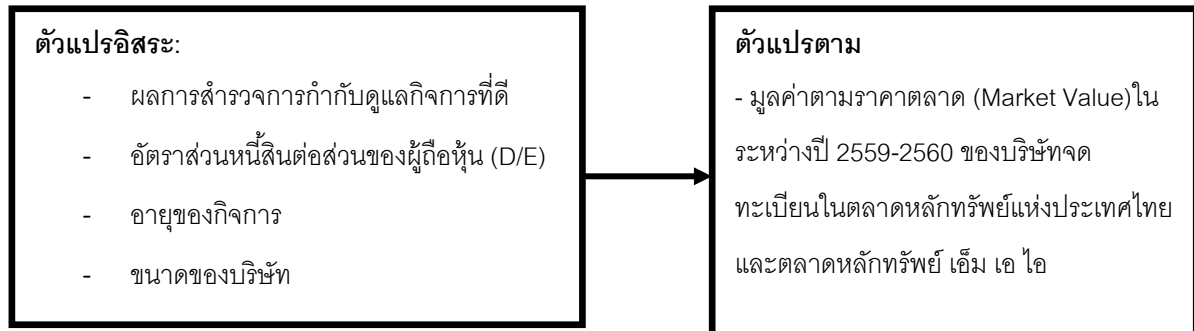
จากที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นว่า การศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเป็นการศึกษาผลของการกำกับกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในมุมมองของบัญชีเป็นส่วนใหญ่ และแม้ว่า วรกมล เกษมทรัพย์ (2553) ยุวดี เครือรัฐติกาล (2557) และ Supranee Sugaraserami (2015) จะมีการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานในมุมมองของตลาด แต่ยังไม่มีการศึกษาความสัมพันธ์ของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการตามหลักเกณฑ์การสำรวจที่เพิ่มใหม่ในปี 2557 ของ IOD ต่อมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในมุมมองของตลาด นอกจากนี้ คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนและโครงสร้างของนักลงทุนที่ลงทุนใน SET และ MAI ยังมีความแตกต่างกัน และจากความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งถือเป็นเครื่องมือในการสร้างมูลค่าให้กับกิจการ และการปรับปรุงกฎเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการอย่างต่อเนื่องของ IOD ดังกล่าว ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าตลาดของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนใน SET และ MAI ทั้งนี้ เพื่อลดผลกระทบจากขนาด โครงสร้างเงินทุน และอายุของกิจการ ต่อผลการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าว ผู้วิจัยจึงได้นำยอดขายเป็นตัวแทนของขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอายุของกิจการมาเป็นตัวแปรอิสระด้วย

1.2 วัตถุประสงค์ในการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในมุมมองของตลาด

2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในมุมมองของตลาด

1.3 กรอบแนวคิดของการวิจัย (Conceptual Framework)



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

1.4 ขอบเขตการวิจัย

กำหนดประชากรคือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ไม่อยู่ในหมวดธุรกิจการเงิน และได้รับการประเมินจาก IOD ในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” ในปี 2559-2560 จำนวนรวม 830 บริษัท

1.5 นิยาม

มูลค่าตลาดของกิจการ คือ ค่าที่คำนวณจากการนำราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียนคูณกับจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว (outstanding shares)

มูลค่าตามราคาตลาด = ราคาปิดของหุ้น × ปริมาณหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว (outstanding share)

2. แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ปัญหาหนึ่งที่เกี่ยวข้องกับการสร้างมูลค่าของกิจการ คือ ปัญหาของตัวแทน เนื่องจากผู้บริหารซึ่งถือเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นที่มีหน้าที่สร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการ อาจมีพฤติกรรมที่หาผลประโยชน์ให้กับตนเอง โดยลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงเกินไปและส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ ดังนั้น เครื่องมือหนึ่งในการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์คือการกำกับดูแลกิจการ



2.1 การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หมายถึง “กระบวนการแห่งการกำกับดูแลและควบคุม ซึ่งอาจเกิดขึ้นเป็นการภายในหรือภายนอกกิจการเพื่อประกันความสัมพันธ์ของผู้บริหารที่มีต่อเจ้าของกิจการว่าเป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของเจ้าของกิจการเท่านั้น” (Parkinson, 1994, อ้างอิงใน อัญญา ชันวิทย์และคณะ, 2552, หน้า 2) จะเห็นว่า ความหมายดังกล่าวเป็นความหมายแคบของการกำกับดูแลกิจการ โดย ตลท. ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการที่กว้างขึ้น เป็น “ระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำและการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบต่อหน้าที่ด้วยความโปร่งใสและสร้างความสามารถในการแข่งขัน เพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวภายใต้กรอบการมีจริยธรรมที่ดี โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นและสังคมโดยรวมประกอบ” (ตลท., 2543, อ้างอิงใน อัญญา ชันวิทย์และคณะ, 2552, หน้า 56)

2.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เริ่มมีการศึกษาโดย Jensen and Meckling (1976) ที่บรรยายพฤติกรรมที่เกิดขึ้นระหว่างคู่สัญญาหรือระหว่างตัวการ (Principal) และตัวแทน (Agent) สำหรับการประยุกต์ใช้ทฤษฎีตัวแทนเพื่ออธิบายความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นระหว่างเจ้าของกิจการที่ทำหน้าที่เป็นตัวการและผู้บริหารซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแทนนั้น สามารถอธิบายได้ดังนี้ เมื่อทำสัญญาจ้างแล้ว เจ้าของจะมอบอำนาจในการบริหารจัดการทรัพยากรทั้งหมดแก่ผู้บริหารเพื่อการสร้างมูลค่าของกิจการให้อยู่ในระดับที่สูงที่สุด ทฤษฎีตัวแทนตั้งสมมติฐานว่า ผู้บริหารมีพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์ ได้แก่ การเป็นผู้เห็นประโยชน์ส่วนตัว คือ ผู้บริหารจะทำการเพื่อประโยชน์แก่ตนเองและพวกพ้อง และการเป็นผู้ที่ฉวยโอกาสอย่างยิ่ง คือ ผู้บริหารจะพยายามหาโอกาสให้ตนสามารถดักดวงผลประโยชน์โดยการใช้อำนาจที่มีอยู่ ภายใต้เงื่อนไขที่การกระทำนั้นถูกต้อง ผู้บริหารจึงไม่สามารถบริหารงานเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่เจ้าของเป็นหลัก ดังนั้น การกำกับดูแลกิจการจึงเป็นกลไกหนึ่งที่กิจการจะเลือกเพื่อปรับพฤติกรรมผู้บริหาร และเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการ (อัญญา ชันวิทย์และคณะ, 2552)

2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ของการดำเนินการตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีทั้งงานวิจัยที่ใช้ระดับคะแนนที่ประเมินโดย IOD เป็นตัวแปรอิสระ และงานวิจัยที่ใช้หัวข้อการกำกับดูแลกิจการที่ดีรายหัวข้อเป็นตัวแปรอิสระ เช่น สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท จำนวนครั้งที่คณะกรรมการเข้าร่วมประชุม และการมีประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน (CEO Duality) เป็นต้น และมีทั้งงานวิจัยที่ให้ความสำคัญกับผลการดำเนินงานในมุมมองของบัญชี โดยใช้ตัวแปรตามเป็นอัตราส่วนผลการดำเนินงานทางบัญชี เช่น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นต้น และงานวิจัยที่มุ่งเน้นศึกษาผลการดำเนินงานในมุมมองตลาด โดยใช้ตัวแปรตามที่ขึ้นอยู่กับราคาของหลักทรัพย์ เช่น Tobin's q และอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (อัตราส่วน P/E) เป็นต้น งานวิจัยหนึ่งที่ได้มีการศึกษาผลการดำเนินงานทั้งในมุมมองของบัญชีและในมุมมองของตลาด คือ การศึกษาของ ชาญศิริ ขาวนาได้ (2554) ได้เปรียบเทียบความแตกต่างของค่าอัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตรากำไรสุทธิ ROA กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) และอัตราส่วน P/E ตามระดับการประเมินของ IOD ในช่วงปี 2549 - 2553 โดยได้แบ่งกลุ่มศึกษาเป็นกลุ่มที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจาก IOD ตั้งแต่ระดับ “ดี” ขึ้นไป และกลุ่มที่ไม่ได้รับคะแนน และพบว่า กลุ่มที่ได้รับคะแนน จะมีอัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตรากำไรสุทธิ ROA และ EBIT สูงกว่ากลุ่มที่ไม่ได้รับคะแนน ขณะที่อัตราส่วน P/E ระหว่าง 2 กลุ่มนั้นไม่แตกต่างกัน นอกจากนี้ ในงานวิจัยดังกล่าวยังได้ศึกษาความแตกต่างของผลการดำเนินงานระหว่างกลุ่มที่ได้รับคะแนนระดับ “ดี” และกลุ่มที่ได้รับคะแนน



ระดับ “ดีเลิศ” พบว่า ไม่มีตัวชี้วัดใดของทั้ง 2 กลุ่ม ที่แตกต่างกัน ขณะที่งานวิจัยของวรกมล เกษมทรัพย์ (2553) เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการทำกับดูละเลกับการดำเนินการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งได้มีผลการประเมินการทำกับดูละเลกิจการ ในปี 2551 และ 2552 โดยมีคะแนนอยู่ในระดับ “ดี” “ดีาก” และ “ดีเลิศ” และได้ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณในการทดสอบความสัมพันธ์นี้ โดยใช้ ROE เป็นตัวชี้วัดในมุมมองของบัญชี และ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดในมุมมองของตลาด และพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัทในมุมมองของบัญชี (ROE) ขณะที่ไม่พบการทำกับดูละเลในด้านใดที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการในมุมมองของตลาด (Tobin's Q) และเมื่อพิจารณาเฉพาะมุมมองของตลาด จะเห็นว่า ผลการศึกษาของ ชาญศิริ ชวนาได้ (2554) และวรกมล เกษมทรัพย์ (2553) ไม่พบความสัมพันธ์ของการทำกับดูละเลกิจการและราคาตลาดของบริษัท สำหรับงานวิจัยที่ใช้ข้อมูลระดับคะแนนที่ประเมินโดย IOD ตั้งแต่ปี 2557 ที่มีการปรับเปลี่ยนเกณฑ์ครั้งใหม่ มีงานวิจัยของกมลสดล แก้วหานาม และคณะ (2557) ซึ่งได้ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูละเลกิจการที่ประเมินโดย IOD กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ ROA เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างคะแนนการกำกับดูละเลกิจการที่ประเมินโดย IOD และ ROA ทั้งนี้ผลการศึกษาสอดคล้องกับผลการวิจัยของ ณรงค์ศักดิ์ อินตะไชยวงศ์ (2556) ที่ได้พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการกับ ROE จากการให้ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี 2547-2555 อย่างไรก็ตาม งานวิจัยดังกล่าวได้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในมุมมองของบัญชีเท่านั้น แต่ยังมีได้ใช้ผลการดำเนินงานหรือมูลค่าของบริษัทในมุมมองของตลาด นอกจากนี้ งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูละเลกิจการและมีการใช้ข้อมูลตลาด เช่น Maneenop and pagdeepunt (2017) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติตามแบบจำลอง CAPM และ Fama French (1993) (abnormal returns) และคะแนนการกำกับดูละเลกิจการที่ประเมินโดย IOD ในปี 2552-2560 พบว่า พอร์ตการลงทุนในบริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูละเลกิจการที่ดีในระดับ “ดีเลิศ” มีผลตอบแทนเกินปกติต่ำกว่าพอร์ตการลงทุนในบริษัทที่ได้รับการประเมินคะแนนต่ำกว่าระดับ “ดี” หรือไม่ได้รับคะแนน ร้อยละ 12.9

ในส่วนของงานวิจัยที่เกี่ยวกับการนำหลักการกำกับดูละเลกิจการที่ดีมาพิจารณาในผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีการศึกษาของ ยุวดี เครือรัฐติกา (2557) และ Supranee Sugaraserami (2015) ซึ่งทั้งสองบทความใช้ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในปี 2552-2554 โดย ยุวดี เครือรัฐติกา (2557) ใช้ข้อมูลหัวข้อย่อยของการกำกับดูละเลที่ดีเป็นตัวแปรอิสระ เช่น จำนวนครั้งที่คณะกรรมการประชุม จำนวนคณะกรรมการอิสระ และสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการ เป็นต้น และไม่พบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับอัตราส่วน P/E ขณะที่ Supranee Sugaraserami (2015) ใช้ระดับคะแนนการกำกับดูละเลกิจการที่ได้รับประเมินจาก IOD ในปีก่อนหน้าเพื่ออธิบายระดับราคาหุ้น และพบว่า นักลงทุนไม่ได้ใช้ข้อมูลคะแนนการกำกับดูละเลกิจการที่ประเมินโดย IOD ในการตัดสินใจลงทุน

ในส่วนของการศึกษาของต่างประเทศมีทั้งข้อค้นพบที่สนับสนุนว่าการกำกับดูละเลกิจการมีผลต่อมูลค่าตลาดของกิจการและผลการศึกษาที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง 2 ตัวแปรดังกล่าว โดยผลการศึกษาที่สนับสนุนว่าการกำกับกิจการที่ดีมีผลต่อมูลค่าตลาดของบริษัท ได้แก่ Black, Jang and KIM (2003) ได้สร้างดัชนีการกำกับดูละเลกิจการในการอธิบายมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในประเทศเกาหลีใต้ และพบว่า หากดัชนีเพิ่มขึ้นร้อยละ 10 จะทำให้ Tobin's q และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (market/book) เพิ่มขึ้นร้อยละ 5 และร้อยละ 14



ตามลำดับ นอกจากนี้แต่ละดัชนีก็ยังยังสามารถทำนาย Tobin's q และอัตราส่วนการดำเนินงานอื่นได้ โดยผล การศึกษานี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Hasan and Omar (2015) เกี่ยวกับผลกระทบของระดับการกำกับดูแลต่อ มูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในบังคลาเทศ ซึ่งพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างมูลค่าตลาดของกิจการและระดับ การกำกับดูแลที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99 โดยมีมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วน คณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัท แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนความเป็นเจ้าของของสาธารณะ (Public ownership) นอกจากนี้ Robert Eberhart (2012) ได้เปรียบเทียบความแตกต่างของค่า Tobin's q ของบริษัทที่ ใช้ระบบการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างกันในประเทศญี่ปุ่นและพบว่า บริษัทที่มีระบบการแต่งตั้งคณะกรรมการชุด ต่างๆ เพื่อพิจารณาตรวจสอบ แต่งตั้งผู้บริหารสูงสุด และกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร ตามแนวทางการบริหารแบบ ตะวันตก มีผลการดำเนินงานที่วัดโดยค่า Tobin's q สูงกว่าบริษัทที่ใช้ระบบแต่งตั้งผู้ตรวจสอบแบบดั้งเดิม อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่พบว่าการกำกับกิจการที่ดีไม่มีผลต่อมูลค่าตลาดของบริษัท เช่น Berthelot, S. (2012) ซึ่งใช้ตัวแปร การกำกับดูแลกิจการย่อย 17 ตัวแปร เพื่อใช้ศึกษาความสัมพันธ์ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศ แคนาดา แต่ไม่พบความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปรการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าตลาดของบริษัท

3. สมมติฐานและวิธีการวิจัย

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้ได้เลือกใช้คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดย IOD ซึ่งเป็นข้อมูลที่นักลงทุน เข้าถึงได้ง่าย เป็นคะแนนรวมของการกำกับดูแลกิจการทั้ง 5 ด้าน ที่พิจารณาจากข้อมูลตามแบบสำรวจกว่า 241 ข้อ คำถาม และได้มีการปรับปรุงหลักเกณฑ์ให้สอดคล้องกับการพัฒนาด้านการกำกับดูแลกิจการ โดยมีการปรับสัดส่วน คะแนนค่อนข้างมากในปี 2557 และได้มีการปรับข้อคำถามในการประเมินในปีต่อๆ มา ในส่วนของข้อมูลทางบัญชีที่ เปิดเผย ณ สิ้นปี 2559 และปี 2560 เป็นข้อมูลจนถึงเดือนกันยายน งานวิจัยฉบับนี้จึงใช้อัตราหนี้สินต่อทุน ณ สิ้นไตร มาสที่ 3 และยอดขายในช่วง 9 เดือนแรกเป็นข้อมูลตัวแปรอิสระ โดยผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติย ภูมิ ดังนี้

ตารางที่ 2 สรุปแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

ข้อมูล	แหล่งข้อมูล
มูลค่าตลาด	มูลค่าตลาด ณ สิ้นปี 2559 และ ณ สิ้นปี 2560 จาก SETSMART
คะแนนการกำกับกิจการ	คะแนนการกำกับกิจการในปี 2559 และปี 2560 จากรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัท จดทะเบียน 2560 ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (อัตราส่วน D/E) ณ สิ้นไตรมาสที่ 3 ปี 2559 และ 2560 จาก SETSMART
อายุของบริษัท	ปีที่บริษัทก่อตั้งจากสรุปข้อมูลสารสนเทศบริษัทจดทะเบียนใน SETSMART และคำนวณอายุของ บริษัทโดยใช้ปีที่ศึกษาลบปีที่บริษัทก่อตั้งคำนวณโดยผู้วิจัย
ขนาดของบริษัท (ยอดขาย)	ยอดขาย 9 เดือนแรกของปี 2559 และ 2560 จาก SETSMART



3.2 ประชากร

กลุ่มประชากรที่ใช้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ตารางที่ 3 จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ระดับคะแนน	ระดับ	2559	2560
มากกว่า 90	ดีเลิศ	80	110
80-90	ดีมาก	195	226
70-80	ดี	180	171
ต่ำกว่า 70	ต่ำกว่าดีและไม่ประกาศผล	146	113
รวม		601	620

ที่มา: IOD, 2017

3.3 กลุ่มตัวอย่าง

ตารางที่ 4 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยจำแนกตามตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนและปีที่ประเมินฯ

	SET		MAI		รวม
	2559	2560	2559	2560	
จำนวนบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินจาก IOD ตั้งแต่ระดับดีขึ้นไป	375	407	80	100	962
หัก ธุรกิจการเงิน	50	52	6	7	115
หัก delisted/ ควบรวม	6	3	0	0	9
หัก ข้อมูลไม่ครบถ้วน	1	5	0	2	8
เหลือ	318	347	74	91	830

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ได้รับการประเมินในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” ในปี 2559 และ 2560 โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินซึ่งมีลักษณะการดำเนินงานที่แตกต่างจากธุรกิจอื่น บริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน และบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอ โดยมีข้อมูลกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 830 ข้อมูล โดยมีรายละเอียดตามตารางที่ 4

3.4 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล การวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษาในครั้งนี้ แบ่งออกเป็น 2 วิธี คือ (1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (2) การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics) โดยการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis) และมีการตรวจสอบ (2.1) ปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) จากค่าสัมประสิทธิ์



สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ค่าความทนหรือความคลาดเคลื่อนยินยอม (tolerance) และอัตราความแปรปรวนเฟ้อ (VIF) ตามแนวทางของ นงลักษณ์ วิรัชชัย (2553) คือ หากค่า Tolerance มากกว่า 0.19 และค่า VIF น้อยกว่า 5.3 แสดงว่าไม่มีปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (2.2) ปัญหา autocorrelation โดยใช้สถิติ Durbin-Watson (DW)

3.5 ตัวแปรที่ใช้ทำการศึกษา

(1) ตัวแปรตาม มูลค่าตามราคาตลาด (MV)

มูลค่าตามราคาตลาด = ราคาปิดของหุ้น $\times$ จำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว (outstanding shares)

(2) ตัวแปรอิสระ ได้แก่

(2.1) ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG) ประเมินโดย IOD โดยกำหนดให้

CG = 5 หากบริษัทที่ได้รับคะแนนระดับ “ดีเลิศ”

CG = 4 หากบริษัทที่ได้รับคะแนนระดับ “ดีมาก”

CG = 3 หากบริษัทที่ได้รับคะแนนระดับ “ดี”

(2.2) ยอดขายของบริษัท (Sales) เป็นตัวแทนของขนาดของบริษัท ซึ่ง Fama and French (1993) แสดงให้เห็นว่า ขนาดของกิจการจะมีผลต่อมูลค่าของกิจการ บริษัทที่มีขนาดใหญ่ ผู้บริหารมีความรู้ความสามารถสูง ย่อมจะได้เปรียบในการแข่งขันมากกว่าธุรกิจขนาดเล็ก และการเลือกยอดขาย เป็นตัวแทนของขนาดของกิจการ เนื่องจากต้องการลดปัญหาด้านโครงสร้างของกิจการและการจัดหาเงินทุน

(2.3) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) แสดงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดย Modigliani and Miller (1958) เสนอว่ามูลค่าของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากต้นทุนเงินทุนจากการก่อหนี้ต่ำกว่า ต้นทุนของส่วนของเจ้าของ แต่หากใช้เงินทุนจากการก่อหนี้มาก จะทำให้ความเสี่ยงเพิ่มมากขึ้นและต้นทุนเงินทุนทั้งใน ส่วนของเจ้าของและส่วนของเจ้าหนี้จะเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม Modigliani and Miller (1963) พบว่า หนี้สินมีประโยชน์ ด้านภาษี ทำให้การก่อหนี้สามารถช่วยเพิ่มรายได้สุทธิของบริษัท

(2.4) อายุของบริษัท (Age) มีงานวิจัยหลายงาน พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอายุของบริษัทและมูลค่าของกิจการ ซึ่งสามารถอธิบายได้จากอัตราการเรียนรู้ของธุรกิจลดลงจากช่วงเริ่มต้นดำเนินการ ความยากในการปรับตัวกับเทคโนโลยีใหม่ ความเฉื่อยของธุรกิจหรือยอมรับการเปลี่ยนแปลง ความยืดหยุ่นที่ลดลงและระบบอาวุโสที่มากขึ้น

ทั้งนี้ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้อถือหุ้น (D/E) วัดเป็นเท่า อายุของบริษัทวัดเป็นปี มูลค่าตลาด และยอดขายของบริษัทวัดเป็นหน่วยล้านบาท อย่างไรก็ตาม เนื่องจากมูลค่าตามราคาตลาดและยอดขายของบริษัท เป็นข้อมูลที่มีการกระจายตัวสูงมาก ผู้วิจัยจึงได้แปลงข้อมูลโดยใช้วิธี Logarithm โดยการวิเคราะห์สมการถดถอยที่ใช้ แสดงความสัมพันธ์เป็นดังนี้

$$\ln(MV) = \beta_0 + \beta_1 CG + \beta_2 DE + \beta_3 Age + \beta_4 \ln(Sales)$$

3.6 สมมติฐานการวิจัย

(1) กรณีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

- H0 : ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการประเมินโดย IOD ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการของกิจการ



- H1 : ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการประเมินโดย IOD ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการของกิจการ

(2) กรณีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

- H0 : ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการประเมินโดย IOD ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการของกิจการ

- H1 : ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการประเมินโดย IOD ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการของกิจการ

4. ผลการวิจัย

ผลการวิจัยแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ ผลวิจัยจากข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และผลการวิจัยจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

4.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิจัยจากกลุ่มตัวอย่าง 665 กลุ่มตัวอย่าง แบ่งเป็น 2 ส่วน คือ (1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา และ (2) การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

(1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา กรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

	ค่าเฉลี่ย	S.D.	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
MV (ล้านบาท)	33,412	100,307	1,256,772	240
Sales (ล้านบาท)	18,492	83,983	1,463,763	2
CG (ระดับ)	3.87	0.75	5.00	3.00
DE (เท่า)	1.15	1.27	11.11	0.00
Age (ปี)	32.91	16.52	135.00	1.00
ตัวแปร MV และ Sales หลังแปลงข้อมูลด้วยวิธี logarithm				
Ln_MV	8.93	1.59	14.04	5.48
Ln_Sales	8.17	1.63	14.20	0.82

จากตารางข้างต้นพบว่า มูลค่าตลาดของบริษัทที่ทำการศึกษามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 33,412 ล้านบาท ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 100,307 ล้านบาท มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 1,256,772 ล้านบาท และ 240 ล้านบาท ตามลำดับ ขณะที่ตัวแปร CG พบว่า ผลประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทที่ทำการศึกษามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.87 คะแนน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.75 คะแนน มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 5 และ 3 ตามลำดับ



(2) การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic Analysis)

หลังจากที่ได้มีการตรวจสอบปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ค่าสถิติ Tolerance และค่า VIF แล้วพบว่า ตัวแปรอิสระมีค่าสถิติ Tolerance ระหว่าง 0.774 และ 0.983 ซึ่งสูงกว่า 0.19 และมีค่าสถิติ ค่า VIF ระหว่าง 1.018 และ 1.292 ซึ่งต่ำกว่า 5.3 ตามตารางที่ 6 ดังนั้น ตัวแปรไม่มีปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) และตรวจสอบค่าสถิติ DW ไม่พบปัญหา auto regression ผู้วิจัยจึงได้วิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ ผลปรากฏตามตารางที่ 7

ตารางที่ 6: ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร Tolerance และค่า VIF ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา กรณี SET

	Ln_MV	CG	DE	Age	Ln_Sales	Tolerance	VIF
Ln_MV	1	.392**	.120**	-.013	.767**		
CG		1	.070	-.003	.389**	.846	1.182
DE			1	-.089*	.287**	.904	1.106
age				1	.061	.983	1.018
Ln_Sales					1	.774	1.292
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).							
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).							

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน กรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Model	SET				
	Constant	CG	DE	Age	Ln(Sales)
ค่าสัมประสิทธิ์	2.373**	0.218**	-0.140**	-0.007**	0.745**
t-statistic	(9.529)	(3.892)	(-4.398)	(-2.827)	(27.724)

* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95

** มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99

จากการวิเคราะห์พบว่า ค่าสถิติ F จากการวิเคราะห์ความแปรปรวนเท่ากับ 260.772 (Sig = 0.000) แสดงว่า มีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปรที่มีผลต่อมูลค่าของบริษัทจดทะเบียน (Ln_MV) ที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 และแบบจำลองสามารถอธิบายมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Ln_MV) ได้ร้อยละ 61.0 โดยผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) มีค่า t-stat เท่ากับ 3.892 (หรือค่า Sig. = 0.000 < 0.05) จึงสรุปได้ว่า การกำกับดูแลกิจการที่วัดโดยคะแนนการกำกับดูแลกิจการโดย IOD มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่ากิจการของบริษัทซึ่งวัดโดยมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 จึงปฏิเสธ H_0 หรือยอมรับ H_1 นั่นคือ ถ้าบริษัทนั้นมีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้มีมูลค่าตลาดของบริษัทเพิ่มขึ้น สำหรับตัวแปรอิสระอื่นๆ ได้แก่ ยอดขายของบริษัท (Ln_Sales) มีความสัมพันธ์



ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) และอายุของบริษัท (Age) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่ากิจการของบริษัท ที่ความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95

4.2 ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ผลการวิจัยจากกลุ่มตัวอย่าง 165 กลุ่มตัวอย่าง แบ่งเป็น 2 ส่วน คือ (1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา และ (2) การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

(1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา กรณีตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

	ค่าเฉลี่ย	S.D.	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
MV (ล้านบาท)	2,986	8,831	110,968	213
Sales (ล้านบาท)	914	836	5,407	82
CG (ระดับ)	3.60	0.65	5.00	3.00
DE (เท่า)	1.06	1.48	13.51	0.03
Age (ปี)	24.16	12.24	112.00	4.00
ตัวแปร MV และ Sales หลังแปลงข้อมูลด้วยวิธี logarithm				
Ln_MV	7.36	0.95	11.62	5.36
Ln_Sales	6.48	0.83	8.60	4.40

จากตารางข้างต้นพบว่า มูลค่าตลาด (MV) ของบริษัทที่ทำการศึกษามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2,986 ล้านบาท ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 8,831 ล้านบาท มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 110,968 ล้านบาท และ 213 ล้านบาท ตามลำดับ โดยผลประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทที่ทำการศึกษา (CG) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.60 คะแนน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.65 คะแนน มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 5 และ 3 ตามลำดับ

(2) การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic Analysis)

ตารางที่ 9: ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ค่า Tolerance และ VIF ที่ใช้ในการศึกษา กรณี MAI

	Ln_MV	CG	DE	age	Ln_Sales	Tolerance	VIF
Ln_MV	1	.015	.054	-.274**	.358**		
CG		1	.141	.202**	.130	.925	1.081
DE			1	-.066	.238**	.924	1.082
Age				1	-.025	.949	1.053
Ln_Sales					1	.933	1.072



** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).		
* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).		

หลังจากที่ได้มีการตรวจสอบปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ค่าสถิติ Tolerance และค่า VIF แล้วพบว่า ตัวแปรอิสระมีค่าสถิติ Tolerance ระหว่าง 0.924 และ 0.949 ซึ่งสูงกว่า 0.19 และมีค่าสถิติ ค่า VIF ระหว่าง 1.053 และ 1.082 ซึ่งต่ำกว่า 5.3 ตามตารางที่ 9 ดังนั้น ตัวแปรไม่มีปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) และตรวจสอบค่าสถิติ DW พบปัญหา auto regression จึงแก้ปัญหา auto correlation โดยเพิ่ม AR(1) ในแบบจำลอง ผู้วิจัยจึงได้วิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ ผลปรากฏตามตารางที่ 10

ตารางที่ 10 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน กรณีตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

	MAI					
Model	Constant	CG	DE	Age	Ln(Sales)	AR(1)
ค่าสัมประสิทธิ์	5.093**	0.046	-0.035	-0.021**	0.409**	-0.174*
t-statistic	(8.189)	(0.429)	(-0.734)	(-3.791)	(4.915)	(-2.221)

* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95

** มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99

จากการวิเคราะห์พบว่า ค่าสถิติ F จากการวิเคราะห์ความแปรปรวนเท่ากับ 10.092 (Sig = 0.000) แสดงว่า มีตัวแปรอิสระหรือตัวแปรควบคุมอย่างน้อย 1 ตัวแปรที่มีผลต่อมูลค่าของบริษัทจดทะเบียน (ln_MV) ที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 และแบบจำลองสามารถอธิบายมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้เพียงร้อยละ 18.1 เท่านั้น โดยที่ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) มีค่า t-stat เท่ากับ 0.429 (หรือค่า Sig. = 0.669 > 0.05) จึงสรุปได้ว่า การกำกับดูแลกิจการที่วัดโดยคะแนนการกำกับดูแลกิจการโดย IOD ไม่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่ากิจการของบริษัทซึ่งวัดโดยมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 จึงยอมรับ H_0 หรือปฏิเสธ H_1 สำหรับตัวแปรอิสระอื่นๆ ได้แก่ ยอดขายของบริษัท (ln_Sales) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ขณะที่อายุของบริษัท (Age) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่ความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) ไม่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่ากิจการของบริษัท



5. สรุปและอภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดย IOD และมูลค่าตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2559-2560 จำนวน 665 กลุ่มตัวอย่าง พบว่า ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตลาดของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและแบบจำลองสามารถอธิบายมูลค่าตลาดได้ 61.0% โดยพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ ดังนี้ $\ln(\hat{M}V) = 2.373 + 0.218*CG + 0.745*\ln(\text{Sales}) - 0.140*D/E - 0.007*Age$ ทั้งนี้ ข้อค้นพบนี้แตกต่างจากการศึกษาในอดีตของวรมงคลเกษมทรัพย์ (2553) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของการกำกับกิจการที่ดีกับตัวแปร Tobin's q และแตกต่างจากการศึกษาของ ชาญศิริ ชาวนาได้ (2554) ที่ไม่พบความแตกต่างของค่า P/E ระหว่างกลุ่มที่แตกต่างกันตามระดับการประเมินของ IOD ขณะที่ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาของกังสดาล แก้วหานาม และคณะ (2557) ที่ได้พบความสัมพันธ์เชิงบวกของระดับคะแนนที่ได้จากการประเมินของ IOD ตามเกณฑ์ใหม่ที่ได้ปรับเปลี่ยนในปี 2557 กับผลการดำเนินงานของบริษัทในมุมมองทางบัญชี (ROA) แสดงว่า หลักเกณฑ์การประเมินการกำกับกิจการใหม่โดย IOD สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานของกิจการได้ดียิ่งขึ้น และผลการศึกษานี้ยังชี้ให้เห็นว่า มูลค่าของกิจการในมุมมองของตลาดยังเป็นผลจากการบริหารจัดการตามแนวทางการกำกับดูแลกิจการด้วย ดังนั้น การกำกับดูแลกิจการจึงเป็นเรื่องที่บริษัทจดทะเบียนต้องให้ความสำคัญ และมุ่งพัฒนาให้ดียิ่งขึ้น เพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการ

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาผลการศึกษาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แล้วพบว่า คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของกิจการ ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้นี้สอดคล้องกับข้อค้นพบของงานวิจัยที่ใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้แก่ ผลการวิจัยของ ยุวดี เครือรัฐติกาล (2557) และ Supranee Sugaraserami (2015) ผลลัพธ์ที่แตกต่างกันของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ อาจอธิบายได้จากขนาดของกิจการที่มีความแตกต่างกัน และประเภทของผู้ลงทุนในทั้งสองตลาดมีความแตกต่างกัน โดยในปี 2560 ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะมีสัดส่วนเป็นนักลงทุนทั่วไปประมาณร้อยละ 43 และนักลงทุนต่างชาติร้อยละ 33 ขณะที่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะมีนักลงทุนทั่วไปภายในประเทศสูงถึงร้อยละ 94 และนักลงทุนต่างชาติเพียงร้อยละ 3 (ที่มา: ปริมาณการซื้อขายแยกตามประเภทนักลงทุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คำนวณสัดส่วนโดยผู้วิจัย) เช่น นักลงทุนในบริษัทขนาดใหญ่อาจให้ความสำคัญกับปัจจัยพื้นฐานด้านยอดขาย การกำกับดูแลกิจการ หรือโครงสร้างเงินทุนมากกว่านักลงทุนในบริษัทขนาดเล็กกว่า หรือหากนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันให้ความสนใจกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมากกว่านักลงทุนทั่วไป ก็สามารถอธิบายได้ว่าเหตุใด มูลค่าตลาดของบริษัทใน SET จึงขึ้นอยู่กับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมากกว่ามูลค่าตลาดของบริษัทใน MAI ดังนั้น หากบริษัทในประเทศไทยต้องการได้รับความเชื่อถือและเงินลงทุนจากต่างประเทศ ก็จะต้องให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน

นอกจากนี้ ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยยังพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระอื่นและมูลค่าตลาดของกิจการ พบว่า (1) ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทุกตัวแปรมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตลาดของกิจการที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 โดยยอดขายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตลาดของบริษัทที่จดทะเบียน ซึ่งสะท้อนว่า นักลงทุนจะประเมินมูลค่าของบริษัทที่มียอดขายสูงมากกว่าบริษัทที่มี



ยอดขายต่ำกว่า สอดคล้องกับการประเมินมูลค่าของกิจการตามปัจจัยพื้นฐาน ขณะที่บริษัทมีสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของทุนมากจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง ซึ่งสามารถอธิบายได้จากความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มขึ้นจากการก่อหนี้ที่สูงขึ้น ซึ่งทำให้ผู้ลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยงประเมินมูลค่าของกิจการลดลง สำหรับอายุของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับหลายงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสองตัวแปรดังกล่าว โดยอธิบายเหตุผล เช่น การลดลงของอัตราการเรียนรู้ของธุรกิจ ความไม่พร้อมในการปรับตัวกับเทคโนโลยีใหม่และการยอมรับการเปลี่ยนแปลง ความยืดหยุ่นที่ลดลง (2) ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีเพียงตัวแปรขนาดของบริษัทและอายุของบริษัทเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตลาดของกิจการที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ขณะที่ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตลาดของบริษัท นอกจากนี้ ความสามารถในการอธิบายมูลค่าตลาดของแบบจำลองนี้ยังอยู่ในระดับที่ต่ำ (เพียงร้อยละ 18.1) แสดงให้เห็นว่า ในตลาดที่บริษัทจดทะเบียนมีขนาดเล็กกว่า จะมีปัจจัยอื่นที่มีผลต่อมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนมากกว่าปัจจัยที่ใช้ในแบบจำลอง

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยต่อเนื่อง

การศึกษาในครั้งนี้ได้หาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการวัดโดยคะแนนประเมินจาก IOD และมูลค่าของบริษัทในมุมมองของบริษัท ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจใช้ตัวแปรอื่น เช่น มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการเพื่อสะท้อนความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าเพิ่มของกิจการ และอาจเปรียบเทียบมูลค่าตลาดของกิจการกับการวัดการกำกับดูแลกิจการให้ครอบคลุมทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

บรรณานุกรม

- กังสดาล แก้วหานาม, ศิริลักษณ์ สุทธิชัย และนภาพร ลิขิตวงศ์จร (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ค้นเมื่อวันที่ 17 พฤศจิกายน 2560.
http://www.kmutt.ac.th/jif/public_html/Download/Format_Checker/4/10.pdf
- ชาญศิริ ขาวนาได้. (2554). ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ค้นเมื่อวันที่ 10 มกราคม 2561. จาก
<http://digi.library.tu.ac.th/thesis/ac/1048/title-references.pdf>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2561). สถิติสำคัญของตลาดหลักทรัพย์. Market capitalization (ก.ย. 2531 ถึงปัจจุบัน) ค้นหาเมื่อวันที่ 10 มกราคม 2561 จาก https://www.set.or.th/th/market/market_statistics.html
- ณรงค์ศักดิ์ อินตะไชยวงศ์. (2556). ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อการดำเนินงานของบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ค้นเมื่อวันที่ 10 มกราคม 2561. จาก
http://dspace.bu.ac.th/bitstream/123456789/1176/1/narongsak_inta.pdf
- นงลักษณ์ วิรัชชัย (2553). ชูติวิชา 21701 การวิจัยหลักสูตรและการเรียนการสอน หน่วยที่ 7 การศึกษาวรรณกรรม ที่เกี่ยวข้อง และหน่วยที่ 10 สถิติวิเคราะห์เชิงปริมาณ: สถิติบรรยายและสถิติพหุเมตริก หลักสูตรปริญา



ศึกษาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาหลักสูตรและการสอน มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช . กรุงเทพมหานคร:
โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.

ยูดี เครือรัฐติกาล. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไร
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI. วารสารวิชาการศรีปทุม ชลบุรี ปีที่ : 11 ฉบับที่ : 1 เลข
หน้า : 41-50 ปี พ.ศ. : 2557 . ค้นเมื่อวันที่ 10 มกราคม 2561. จาก

http://www.east.spu.ac.th/journal/booksearch/upload/1350-07_relationship.pdf

วรกมล เกษมทรัพย์. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียน
ใน ตลาด หลัก ทรัพย์ แห่ง ประเทศไทย . ค้น เมื่อวันที่ 17 พฤศจิกายน 2560.
<http://digi.library.tu.ac.th/thesis/ac/1048/title-references.pdf>

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (2560). หลักเกณฑ์การสำรวจโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัท
จดทะเบียนไทย. ค้นเมื่อวันที่ 19 มกราคม 2561. จาก

https://www.set.or.th/sustainable_dev/th/cg/files/2013/CGRCriteria2013.pdf

สำนักงานพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (2561). สถิติเผยแพร่. ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ค้นหาเมื่อวันที่
10 มีนาคม 2561 จาก <https://www.nesdb.go.th>

อัญญา ชันธวิทย์ ศิลปะพร ศรีจันเพชร และเดือนเพ็ญ จันทศิริศรี. (2552). การกำกับดูแลเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ
กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Berthelot, S. (2012) Corporate governance mechanisms, accounting results and stock valuation in Canada.
International Journal of Managerial Finance. Vol. 8 No. 4, 2012 pp. 332-343

Black, B. S. Jang, H. & Kim, W. (2003) Does Corporate Governance Affect Firm Value?
Evidence from Korea. Retrieved on January 19, 2018. from
<http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/black.pdf>

Eberhart, R. (2012). Corporate governance systems and firm value: empirical evidence from Japan's
natural experiment. Journal of Asia Business Studies. Vol. 6 No.2 2012 pp.176-196.

Fama, E. F. and French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of
financial economics, 33(1) pp. 3-56

Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and
ownership structure. Journal of Financial Economics Volume 3, Issue 4, October 1976, Pages
305-360

Hasan, M.S. & Omar, N. (2015). The impact of firm's level corporate governance on market capitalization.
Journal of investment and management

Klapper, L. F. and Love, I. 2004. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging
markets. Journal of Corporate Finance, 10. pp.703-728.

Maneenop, S. and Pugdeepunt, V. (2017). Corporate Governance and Stock Returns: Evidence form Stock
Exchange of Thailand. National Research Alliance Dialogue on Corporate Governance 2017. pp.
41-62



- Modigliani, F., Miller, M. H., (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, pp. 261 – 297.
- Modigliani, F., Miller, M. H., (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, vol. 53, No. 3, pp. 433 - 443.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-783
- Sugaraserani, S. (2015). The relationship between Corporate Governance and Stock Prices of MAI-Listed Companies Using the Feltham-Ohlson Valuation Model. Retrieved on January 19, 2018. From <http://www.rsu.ac.th/rjsh/public/upload/journal/file/2016/20/20162412234831-6-The%20Relationship%20between%20Corporate%20Governance%20and%20Stock%20Prices%20of%20MAI-Listed.pdf>
- Thai Institute of Directors (2017). Association Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2017. Retrieved on January 19, 2018. [http://www.synteccon.com/v2/data/upload/IOD\(ENG\)\(1\).pdf](http://www.synteccon.com/v2/data/upload/IOD(ENG)(1).pdf)