

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ: 8 เมษายน 2568
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 6 สิงหาคม 2568
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 30 สิงหาคม 2568

ธนาย ศรีอีสาน และ*

คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน

อิสริย์ ก้อย่างรุ่งเรือง

คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏพิบูลสงคราม

บทคัดย่อ

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยผู้วิจัยเก็บข้อมูลจากรายงานประจำปี และรายงานการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากกลุ่มตัวอย่างที่มีการเปิดเผยระดับคะแนนการกำกับดูแลที่ดีของกิจการ จำนวน 381 บริษัท 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ช่วงระยะเวลา 5 ปี เริ่มปี พ.ศ.2562 ถึง ปี พ.ศ.2566 ผู้วิจัยใช้สถิติการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐาน ผลการศึกษา พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์โดยมีตัวแปรควบคุมในเรื่องของขนาดบริษัทและโครงสร้างเงินทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ด้วย โดยงานวิจัยนี้สามารถนำไปใช้เป็นประโยชน์สำหรับบริษัทในการวางแผนและนำไปใช้ในการพัฒนานโยบายการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพในองค์กรเพื่อสร้างความมั่นใจให้กับผู้ลงทุนและนำไปใช้เป็นฐานข้อมูลสำคัญในการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับการบริหารจัดการองค์กรและการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดีในอนาคต

คำสำคัญ: คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีการอ้างอิง:

ธนาย ศรีอีสาน และอิสริย์ ก้อย่างรุ่งเรือง. (2568). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

วารสารวิทยาการจัดการมหาวิทยาลัยราชภัฏพิบูลสงคราม, 7(3), 117-137.

*ผู้ประสานงานหลัก: Thanai.sr@rmuti.ac.th

The Relationship Between the Good Corporate Governance Score and Security Price Change of Thai Listed Companies

Received: April 8, 2025

Revised: August 6, 2025

Accepted: August 30, 2025

Thanai Sriersan^{} and*

Faculty of Business Administration and Information Technology,
Rajamangala University of Technology Isan

Isari Keeyangrungrueang

Faculty Management Science,
Pibulsongkram Rajabhat University University

Abstract

This research aimed to study the relationship between the good corporate governance scores and security price change of Thai Listed Companies. The data were collected from the financial statement reports and good corporate governance reports of Thai listed Companies from a sample of 381 companies that disclosed their corporate governance scores in seven industrial groups over a five years period, from 2019 to 2023. The researcher used multiple regression analysis to test the hypothesis. The study results revealed that the level of good corporate governance score had a positive effect on the security price change with the control variables of company size, and capital structure also had an effect on the security price change. Not only can this research serve as a valuable database for further research on corporate management and corporate governance development, but it can also assist companies in the planning and development of effective corporate governance policies that will foster investor confidence

Keywords: Good Corporate Governance Score, Security Price Change, Thai Listed Companies

Cite this article as:

Sriersan, T. & Keeyangrungrueang, I. (2025). The Relationship Between The Good Corporate Governance Score and Security Price Change of Thai Listed Companies. *Journal of Management Science Pibulsongkram Rajabhat University*, 7(3), 117-137.

* Corresponding Author: Thanai.sr@rmuti.ac.th

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อสร้างการเติบโตของตลาดหลักทรัพย์โดยการสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ยั่งยืนของประเทศ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงมีส่วนในการส่งเสริมให้บริษัทภายใต้สังกัดของตลาดหลักทรัพย์มีความเข้าใจเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างถูกต้องบริษัทจึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งในการสร้างบริษัทที่มีคุณภาพเพื่อให้บริษัทเป็นกำลังสำคัญในการพัฒนาองค์กรให้เข้มแข็งเพื่อความก้าวหน้าอย่างมั่นคง (ชุดาพร สอนพักดี, ธาวิณี สุขมี, พิมพ์ชนก อิทธิพัทธ์วรกุล, ศรีธัญญา เอี่ยมอำนาญ, ชมพูนุช อินทร์ขาว และอารียา ผิวนเผือก, 2568) โดยมีหลักในการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งดำเนินการและวัดผลโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Director) ในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อให้ใกล้เคียงกับมาตรฐานสากล (ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารกุล, 2560) โดยมีระดับคะแนนโดยแทนตราสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ ทั้งสิ้น 6 ระดับ โดยมีหลักเกณฑ์ในการพิจารณาแบ่งออกเป็น 5 หมวดได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติที่เท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (สถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2564)

การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีส่วนในการกำหนดแนวทางประสิทธิภาพในการดำเนินงานในรูปแบบของราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นสิ่งที่มีความสำคัญสำหรับนักลงทุนและผู้บริหารองค์กร ในการวางแผนการตรวจสอบทุจริตขององค์กร (Bozecz & Dia, 2015) เนื่องจากในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยมีการแข่งขันกันสูงขึ้น บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงมีแนวโน้มที่จะดึงดูดนักลงทุนได้มากขึ้น เนื่องจากความเสี่ยงที่รับรู้ได้นั้นต่ำกว่าและมีศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนในระยะยาวที่สูงขึ้น (Boonyawat, 2013) ดังนั้น การตรวจสอบความสัมพันธ์นี้จึงให้ข้อมูลเชิงลึกเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถใช้เป็นเครื่องมือสำหรับบริษัทต่าง ๆ เพื่อดึงดูดนักลงทุนและระดมเงินทุนในสภาพแวดล้อมตลาดที่ผันผวนได้ โดยหลักการกำกับดูแลที่ดี ประกอบไปด้วย ความโปร่งใส ความรับผิดชอบ และสิทธิของผู้ถือหุ้น การมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความไว้วางใจของนักลงทุนที่เพิ่มขึ้นและผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการวิเคราะห์ผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดนั้นจะส่งผลโดยตรงต่อการตัดสินใจของนักลงทุนในบริบทของประเทศไทย (สุวิสา ทะยะธง, ชไมพร รัตนเจริญชัย และจรัสศรี โนมี่, 2565) จากการศึกษางานวิจัยในอดีตบริบทของประเทศไทย พบว่า การศึกษาความสัมพันธ์ของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี กับตัวแปรตามด้วยกันหลายตัวแปร ได้แก่ ราคาหลักทรัพย์ ผลการดำเนินงาน มูลค่าของกิจการ มูลค่าทางการตลาด ความสามารถในการทำกำไร และการจัดการคุณภาพกำไร (นรินทร์ สมทอง, พูนศักดิ์ แสงสันต์ และ กาญจนนาท เรืองวรการ, 2564; ชุดาพร สอนพักดี และคณะ, 2568; ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารกุล, 2560; วาสุกาญจน์ งามโหม, 2561; สุวรรณ หวังเจริญเดช, 2566) ซึ่งพบว่า การศึกษาระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับราคาหลักทรัพย์มีการศึกษาเพียงเล็กน้อย โดยใช้ตัววัดของการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้วยตัวแปรหุ่นซึ่งกำหนดค่าเป็น 1 เมื่อบริษัทได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี และมีค่าเป็น 0 เมื่อบริษัทไม่ได้รับคะแนน ผลการศึกษา พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่พบความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ (สุวรรณ หวังเจริญเดช, 2566) นอกจากนั้นการศึกษาของ นัฏพร มโนรณพานิช (2564) ได้ใช้คุณลักษณะของคณะกรรมการเป็นตัววัดการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับราคาหลักทรัพย์ พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่อ่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทางตรงกันข้ามมีผลเชิงบวกกับการควบคุมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเมื่อ

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

พิจารณางานวิจัยในอดีตทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างสองตัวแปรดังกล่าวยังไม่ชัดเจน อย่างไรก็ตามการให้ความสำคัญของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในอดีตและปัจจุบันมีความแตกต่างกันรวมถึงสภาพแวดล้อมการดำเนินงานที่ต่างกันตามกาลเวลา ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะทดสอบ ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยใช้ตัววัดระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงระยะเวลา 5 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2562 ถึง พ.ศ. 2566 โดยผู้วิจัยเลือกกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการเปิดเผยระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยเปิดเผยจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ซึ่งผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่างานวิจัยนี้จะเป็นการเติมเต็มผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเพิ่มทิศทางของความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวให้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น

วัตถุประสงค์ในการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตของการวิจัย

ด้านเนื้อหา: ศึกษาเฉพาะระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในรอบปี ขนาดของสินทรัพย์ อายุของบริษัท โครงสร้างเงินทุน และคุณภาพของผู้สอบบัญชี

ด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง: บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มตัวอย่างที่ไม่ศึกษาเช่น บริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน บริษัทที่ไม่เปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และบริษัทที่มีระยะเวลาในการดำเนินงานไม่ถึง 5 ปี

ด้านพื้นที่: บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ด้านเวลา: ระยะเวลา 5 ปี ศึกษาเฉพาะปี พ.ศ.2562 ถึงปี พ.ศ.2566

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัยในเชิงวิชาการจากงานวิจัยนี้ช่วยเสริมสร้างความเข้าใจในด้านการกำกับดูแลกิจการและบทบาทของการกำกับดูแลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเน้นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถนำไปใช้เป็นฐานข้อมูลสำคัญในการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับการบริหารจัดการองค์กรและการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการในอนาคต

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัยในเชิงปฏิบัติจากงานวิจัยนี้สามารถนำไปใช้ในการพัฒนานโยบายการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพในองค์กร และสร้างความสามารถเพื่อช่วยให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีกลยุทธ์ในการสร้างความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลที่ดีขึ้น ซึ่งส่งผลต่อการดึงดูดนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signally Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณของ Spence (1973) นำมาใช้เพื่ออธิบายถึงกระบวนการที่ผู้ลงทุนหรือนักธุรกิจใช้ข้อมูลเพื่อส่งสัญญาณถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของตลาดและได้อธิบายถึงกระบวนการที่องค์กรหรือบุคคลใช้เพื่อทำการสื่อสารข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทไปยังภายนอกและผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท (Kharouf, Lund, Kralman, & Pullig, 2020) ในบริบทของการกำกับดูแลกิจการและความมั่นใจของผู้ลงทุนนั้น ทฤษฎีนี้ชี้ให้เห็นว่าบริษัทสามารถใช้คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อเป็นสัญญาณสะท้อนให้เห็นถึงคุณภาพของการบริหารงานและความโปร่งใสต่อผู้ลงทุน (Shahid & Abbas, 2019) การที่บริษัทได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีสูงสามารถเป็นสัญญาณที่บ่งบอกถึงความมั่นคงทางการบริหาร ความสามารถในการปฏิบัติตามหลักจริยธรรมทางธุรกิจ และความเสี่ยงที่ลดลง ซึ่งเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน (Haugh, 2018) สะท้อนถึงสัญญาณที่ดีจากบริษัทจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นและดึงดูดการลงทุนจากนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยเพื่อช่วยลดปัญหาความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นได้อีกด้วย (Vazirani, Sarker, Bhattacharjee, Dwivedi, & Jack, 2023)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณได้กล่าวว่าจะแนะนำการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัททำหน้าที่เป็นสัญญาณไปยังผู้ลงทุนเกี่ยวกับคุณภาพการกำกับดูแลและแนวทางการจัดการของบริษัท คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีสูงขึ้นสามารถช่วยลดช่องว่างของข้อมูลระหว่างนักลงทุนและบริษัทได้ ลดความเสี่ยงที่รับรู้ได้ และเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุน

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียของ Freeman, Reid, Becvar and Scogin (1984) ได้กล่าวไว้ว่า บริษัทหรือองค์กรไม่ควรมุ่งเน้นแค่ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียวแต่ควรคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียที่มีผลกระทบจากกิจกรรมขององค์กร โดยผู้มีส่วนได้เสียได้แก่ พนักงาน ลูกค้า ซัพพลายเออร์ ชุมชนท้องถิ่น และนักลงทุน เป็นต้น ในทฤษฎีนี้จะกล่าวถึงการเชื่อมโยงความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียในด้านต่าง ๆ และความสำเร็จจะไม่ได้วัดจากผลตอบแทนทางการเงินเพียงอย่างเดียวและยังวัดจากความสามารถในการบริหารจัดการความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทและผู้มีส่วนได้เสียด้วย (Collett, 2004) ในบริบทของการกำกับดูแลกิจการ ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเสนอแนะว่าแนวทางการกำกับดูแลกิจการของบริษัทควรสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียหลายฝ่าย เพื่อให้แน่ใจว่าการตัดสินใจนั้นเป็นประโยชน์ต่อสภาพแวดล้อมทางสังคมและเศรษฐกิจโดยรวม (Mrabure & Abhulimhen-Iyoha, 2020) การกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพจะทำให้เกิดความโปร่งใส ความรับผิดชอบ และการดำเนินการตามจริยธรรม ซึ่งส่งเสริมความไว้วางใจในหมู่ผู้มีส่วนได้เสียและนำไปสู่การตัดสินใจที่ดีขึ้น ชื่อเสียงที่ดีขึ้น ประสิทธิภาพขององค์กรที่ดีขึ้น (Aggarwal, Deshmukh, & Tyagi, 2014)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเป็นมุมมองที่ช่วยให้เข้าใจผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนได้ คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีซึ่งสะท้อนถึงความมุ่งมั่นของบริษัทที่มีต่อผลประโยชน์ของผู้ถือผลประโยชน์มีแนวโน้มที่จะเสริมสร้างความไว้วางใจของนักลงทุน และเป็นผลให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทเพิ่มขึ้น

คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance Score)

สมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors) ก่อตั้งขึ้นในปี พ.ศ.2544 โดยความร่วมมือจากหน่วยงานหลักในตลาดทุนไทย ได้แก่ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาด

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ธนาคารแห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยได้กำหนดคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อทำการประเมินการตรวจสอบในเรื่องของการบริหารจัดการภายในบริษัทให้มีประสิทธิภาพในการดำเนินงานเพื่อความโปร่งใสสามารถตรวจสอบได้ และจะต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายเพื่อส่งผลให้เกิดความมั่นใจให้กับผู้ลงทุนว่าในธุรกิจนั้นมีการบริหารงานอย่างเป็นธรรมและมีความโปร่งใส โดยเฉพาะในเรื่องของการเปิดเผยข้อมูลให้กับผู้ถือหุ้น ที่จะต้องกระทำกันอย่างเสมอภาค ไม่ให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้รับข้อมูลข่าวสารก่อนผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นการป้องกันการเสียเปรียบได้และอาจส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของผู้ลงทุนได้ (รจนา ขุนแก้ว, จิตติมา วิเชียรศักดิ์, มันทนชัย สุทธิพันธุ์, กัลยา บุญทิพย์, ธนากรณ ชูแก้ว, ธัญญารักษ์ มุสิก และวิญญพร มุสิแดง, 2564) ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นปัจจัยที่ใช้ในการพิจารณาถึงบทบาทในการสร้างความโปร่งใส ความรับผิดชอบ และการบริหารจัดการอย่างมีจริยธรรมภายในองค์กรเพื่อเป็นเครื่องมือสำคัญอย่างหนึ่งในการประเมินแนวทางการกำกับดูแลกิจการคือ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งเป็นคะแนนรวมที่ใช้ประเมินประสิทธิภาพของโครงสร้างและแนวทางการกำกับดูแลของบริษัท การทบทวนวรรณกรรมนี้ตรวจสอบการศึกษาวิจัยที่สำคัญที่เกี่ยวข้องกับ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อใช้สำหรับการเปรียบเทียบความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่แตกต่างกัน (Bezo & Dibra, 2020)

การจัดทำรายงานคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทในประเทศไทยมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้สำหรับการสำรวจติดตามพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อแสดงให้เห็นถึงการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสำหรับการพัฒนาและกำกับดูแลกิจการ (ภัทรพงศ์ เจริญกิจการุณ, 2560) การนำเสนอข้อมูลสำหรับองค์กรเพื่อกำหนดนโยบายและกฎระเบียบด้านการกำกับดูแลกิจการเพื่อนำไปใช้สำหรับการตัดสินใจของนักลงทุน และสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทยได้นำผลสำรวจมาใช้ประโยชน์ในกิจกรรมส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดี เช่น โครงการ Board of the year Awards และโครงการ Thailand Sustainability Investment ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีหลักเกณฑ์ที่ใช้สำหรับการพิจารณายึดจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีขององค์กรเพื่อความร่วมมือและการพัฒนาทางเศรษฐกิจ (OCED) มีองค์ประกอบแบ่งเป็น 5 หมวดโดยคิดตามสัดส่วนของคะแนนดังต่อไปนี้ สิทธิของผู้ถือหุ้นร้อยละ 15 การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันร้อยละ 10 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสียร้อยละ 20 การเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสร้อยละ 20 และความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการคิดเป็นร้อยละ 35 สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในประเทศไทยจะนำคะแนนที่ได้จาก 5 หมวดทำการจัดกลุ่มแบ่งเป็นช่วงของคะแนนดังนี้ ระดับ 5 ดีเลิศ 90-100 คะแนน ระดับ 4 ดีมาก คะแนน 80 -89 คะแนน ระดับ 3 ดี 70-79 คะแนน ระดับ 2 ดีพอใช้ 60-69 คะแนน ระดับ 1 ผ่าน 50-59 คะแนน ส่วนบริษัทที่ได้คะแนนต่ำกว่า 50 คะแนนจะไม่ได้รับพิจารณาให้จัดระดับ (สถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2564) คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียมีความเชื่อมโยงกันเนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีมุ่งเน้นในการสร้างสมดุลระหว่างผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดโดยการให้ความสำคัญกับความโปร่งใส ความรับผิดชอบ และการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพซึ่งเป็นสิ่งที่ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียให้ความสำคัญเช่นกัน การมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเป็นการยืนยันว่าองค์กรให้ความสำคัญกับการรักษาผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มอย่างเท่าเทียมและยังยืนยันตั้งนั้นการกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุนตามแนวคิดของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Collett, 2004)

ปัจจัยควบคุมในการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Control Factors in Good Corporate Governance Score)

คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้นต้องอาศัยปัจจัยแวดล้อมในส่วนของการควบคุมในด้าน ปัจจัยควบคุมด้านขนาดของบริษัทโดยเฉพาะบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวทางในการปฏิบัติในการกำกับดูแลกิจการเนื่องจากจะส่งผลในเชิงบวกต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท (Ningsih, Setiawati, & Trisnawati, 2023) ปัจจัยควบคุมด้านระยะเวลาและประสบการณ์ในการดำเนินงานของบริษัทส่งผลต่อคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี เนื่องจากประสบการณ์ในการดำเนินงานจะช่วยส่งเสริมแนวทางในการปฏิบัติในการกำกับดูแลกิจการที่ดีและช่วยเพิ่มประสิทธิภาพและเพิ่มมูลค่าในการดำเนินงานได้ (Lee & Chung, 2015) ปัจจัยควบคุมด้านโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีอีกทั้งยังส่งผลต่อผลกระทบทางการเงินและการเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัท คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถลดผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าของบริษัทได้ และยังมีอิทธิพลต่อประสิทธิภาพและกลไกของการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้การกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถมีประโยชน์ในเชิงวิเคราะห์กับการปรับโครงสร้างเงินทุนที่ดีได้ และเป็นปัจจัยสำคัญในการปรับเป้าหมายเชิงกลยุทธ์ในระยะยาวของบริษัทได้ (Limaye, Elkassabgi, Singh, Hunter, & Cochran, 2023) สุดท้ายปัจจัยควบคุมด้านประสิทธิภาพของผู้สอบบัญชี บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนิยมใช้บริการของสำนักงานผู้สอบบัญชีในกลุ่ม BIG 4 เนื่องจากผู้สอบบัญชีมีบทบาทสำคัญในการรับประกันการกำกับดูแลกิจการที่ดีซึ่งจะส่งผลต่อประสิทธิภาพโดยรวมและความรับผิดชอบขององค์กรในการปฏิบัติงานของบริษัทด้านความมีจริยธรรม ความโปร่งใส และความรับผิดชอบต่อสังคมซึ่งมีความจำเป็นต่อการรักษาความไว้วางใจในส่วนของการกำกับดูแลกิจการที่ดีของผู้มีส่วนได้เสียและผู้ลงทุน (Wang, 2016) จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต ปัจจัยแวดล้อมในการควบคุมขนาดของบริษัท อายุของบริษัท โครงสร้างเงินทุน และประสิทธิภาพของผู้สอบบัญชี จึงมีส่วนช่วยสร้างความโปร่งใสและความเชื่อมั่นในกระบวนการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัท จากข้อสรุปในการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยควบคุมในการกำกับดูแลกิจการที่ดีผู้วิจัยจึงได้นำตัวแปร ขนาดของกิจการ, อายุของกิจการ, โครงสร้างเงินทุน และคุณภาพของผู้สอบบัญชี มาพิจารณาและวิเคราะห์เพื่อใช้เป็นตัวแปรควบคุมเพื่อเสริมความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแปรต้น ได้แก่คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและ ตัวแปรตาม ได้แก่การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ (Security Price Change)

การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ด้านการเงินของบริษัทมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจลงทุนและเสถียรภาพของตลาดหุ้น การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในรอบปีสามารถขับเคลื่อนแนวโน้มของตลาดและสะท้อนถึงสถานะเศรษฐกิจโดยรวมของบริษัทได้ (Jonwall, Gupta, & Pahuja, 2023) นอกจากนั้น เสถียรภาพและการเติบโตของหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนรวมถึงผลการดำเนินงานทางเศรษฐกิจโดยรวมของบริษัทส่งผลต่อความมั่นใจที่ดีของนักลงทุนเพื่อกระตุ้นให้มีเงินทุนไหลเข้า ส่งผลให้สภาพคล่องเพิ่มขึ้นและมีศักยภาพในการประเมินมูลค่าตลาดที่สูงขึ้น ซึ่งสามารถกระตุ้นกิจกรรมทางเศรษฐกิจได้มากขึ้น (Hoffmann & Post, 2016)

การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้รับอิทธิพลจากการเปลี่ยนแปลงของตลาด ณ วันปิดตลาดพฤติกรรมของนักลงทุน การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ จากวันเปิดตลาดถึงวันปิดตลาด จะนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุน โดยการผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนซึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงขอบเขตของการผันผวนของราคา

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หรือความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Liu, 2024) เหตุการณ์ต่าง ๆ ที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เช่น การเปลี่ยนแปลงของรายได้ การปรับอัตราเงินปันผลของบริษัท การปรับตัวของดอกเบี้ยต่าง ๆ ความไม่แน่นอนของการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัท หรือสภาพเศรษฐกิจภายในประเทศสิ่งเหล่านี้จะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน (Malekpourkolbadinejad, 2019) อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในช่วง 5-10% ต่อปีสามารถสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุนได้ เนื่องจากเป็นการเจริญเติบโตที่มั่นคงของหลักทรัพย์และสอดคล้องกับผลตอบแทนเฉลี่ยของราคาตลาดหลักทรัพย์ในระยะยาว (Zhu, Gao, & Chen, 2023) ซึ่งอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ดังกล่าวสามารถสร้างเสถียรภาพ ศักยภาพ และความสามารถในการทำกำไรเพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุน

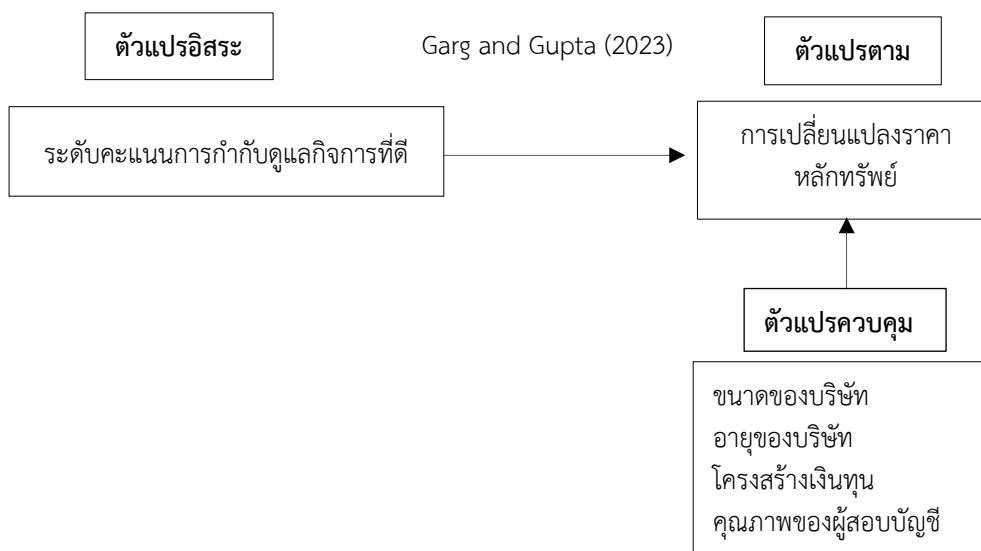
เสถียรภาพ ศักยภาพ และความสามารถในการทำกำไรของตลาดการเงิน ความผันผวนของราคาตลาด และการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ได้รับอิทธิพลอย่างมากจากการเปลี่ยนแปลงในความรู้สึกของนักลงทุน ซึ่งขับเคลื่อนโดยปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจเพียงอย่างเดียว โดย Graham & Harvey (2001) กล่าวว่า ความรู้สึกเชื่อใจของนักลงทุนจะเป็นสิ่งที่สะท้อนให้เห็นในระดับความมั่นใจและส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ความมั่นใจของนักลงทุนยังมีบทบาทสำคัญในการกำหนดสภาพคล่องของตลาดซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ Paradowski, Cupak, Fessler and Hsu (2022) ได้กล่าวไว้ว่า การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นมีแนวโน้มที่จะเพิ่มสภาพคล่องของตลาดโดยกระตุ้นให้เกิดการซื้อขายและการลงทุนมากขึ้น ซึ่งสนับสนุนให้ราคาหลักทรัพย์คงที่หรือเพิ่มขึ้น ในทางกลับกัน การผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำอาจทำให้สภาพคล่องลดลงส่งผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือของนักลงทุน อาจส่งผลให้มีการมีส่วนร่วมในตลาดลดลงและส่งผลให้ความผันผวนเพิ่มขึ้นและราคาเปลี่ยนแปลงรุนแรงมากขึ้น โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยหรือนักลงทุนสถาบันในประเทศไทยโดยอาจได้รับอิทธิพลจากปัจจัยต่าง ๆ ในการตัดสินใจลงทุนในบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นย่อมมีความสามารถในการสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน และเพิ่มความต้องการของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นโดยจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น โดยจะนำไปสู่การนำแนวทางที่ดีมาใช้เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของบริษัทได้ Mendra, Yuria, Ramanta, Widanaputra and Suaryana (2024) ได้กล่าวไว้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์จึงเป็นประเด็นสำคัญที่บริษัทควรศึกษาซึ่งชี้ให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างแนวทางของคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับเสถียรภาพทางการตลาดของบริษัทและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในรอบระยะเวลาการดำเนินงาน อีกทั้ง Garg and Gupta (2023) ได้กล่าวไว้ว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สูงขึ้นยังมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นที่มีการเปลี่ยนแปลงขึ้นของบริษัท ซึ่งเป็นแนวทางที่แสดงให้เห็นถึงแนวทางในการปฏิบัติในการกำกับดูแลที่ดีเพื่อสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าทางการตลาดของบริษัท การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์และทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียมีความเชื่อมโยงกัน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในรอบระยะเวลาการดำเนินงานสามารถสะท้อนถึงผลกระทบจากการตัดสินใจทางธุรกิจที่มีผลต่อผู้มีส่วนได้เสีย และยังเป็นตัวชี้วัดการตอบสนองขององค์กรต่อความคาดหวังและผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียในระยะยาว การบริหารจัดการที่ดีในด้านนี้สามารถช่วยสร้างความสัมพันธ์ที่ยั่งยืนและเสริมสร้างความมั่นคงให้กับองค์กรตามแนวคิดของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Aggarwal et al, 2014)

ทั้งนี้ งานวิจัยในอดีตได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย พบว่ามีงานวิจัยเพียงเล็กน้อย เช่น การศึกษาของสุวรรณ หวังเจริญเดช (2566) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์

โดยวัดค่าตัวแปรของการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้วยตัวแปรหุ่นซึ่งกำหนดค่าเป็น 1 เมื่อบริษัทได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี และมีค่าเป็น 0 เมื่อบริษัทไม่ได้รับคะแนน ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์กันอธิบายได้ว่าเนื่องจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อาจไม่ได้ให้ความสำคัญกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาก และการศึกษาของ นัฏพร มโนธพานิช (2564) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยใช้คุณลักษณะของคณะกรรมการที่มีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ ในทางตรงกันข้ามเมื่อเปลี่ยนแปลงตัววัดการกำกับดูแลกิจการเป็นการรวบรวมตำแหน่งกรรมการผู้จัดการกับประธานกรรมการผลการศึกษา พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม พบว่า มีงานวิจัยในอดีตในบริบทของประเทศไทย ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับมูลค่ากิจการ และผลการดำเนินงาน ซึ่งตัวแปรตามทั้งสามตัวแปรดังกล่าวท้ายสุดจะสะท้อนในรูปของราคาหลักทรัพย์ โดยผลการศึกษา พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกในระดับนัยสำคัญ (ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร, 2560) และไม่พบความสัมพันธ์ (นรินทร์ สมทอง และคณะ, 2564) กับมูลค่ากิจการ นอกจากนี้พบผลการศึกษา ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงลบในระดับนัยสำคัญ (ชุตานพร สอนพักดี และคณะ, 2564) และไม่พบความสัมพันธ์ (นรินทร์ สมทอง และคณะ, 2564) กับผลการดำเนินงาน ในทางตรงกันข้ามงานวิจัยในต่างประเทศได้พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน (Farooq, Noor, & Ali, 2022)

กรอบแนวคิดที่ใช้ในการวิจัย

งานวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยนำเสนอกรอบแนวคิดในการวิจัยดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวความคิดที่ใช้ในการวิจัย

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานการวิจัย

ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์
วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้การวิเคราะห์ปัจจัยดังนี้

1. **ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง:** งานวิจัยนี้ได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน รายงานประจำปี และรายงานการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 897 บริษัท (ข้อมูล ณ วันที่ 13 กันยายน 2567) โดยยกเว้นบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มสถาบันทางการเงิน บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีลักษณะการดำเนินงานที่แตกต่างกับอุตสาหกรรมอื่น (สุวรรณ หวังเจริญเดช, 2566) ยกเว้นบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการเข้าค่ายอาจถูกเพิกถอนบริษัทจดทะเบียนที่มีผลการดำเนินงานน้อยกว่า 5 ปี บริษัทจดทะเบียนที่ไม่เปิดเผยข้อมูลทางการเงินเนื่องจากข้อมูลไม่ครบถ้วนสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล และยกเว้นบริษัทจดทะเบียนที่ไม่เปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีเนื่องจากไม่สามารถนำข้อมูลมาวิเคราะห์ระดับคะแนนการกำกับกิจการที่ดีได้ ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างที่มีการเปิดเผยข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทย ทั้ง 3 ระดับ ในระดับ ดี ดีมาก และ ดีเลิศ เท่ากับ 381 บริษัทโดยผู้วิจัยเก็บข้อมูลทั้งสิ้น 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2562 ถึง ปี พ.ศ.2566 จึงได้ข้อมูลบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยเท่ากับ 1,905 ข้อมูลบริษัท โดยมีรายละเอียดดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	จำนวน
จำนวนประชากร : จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	897
หัก บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มสถาบันทางการเงิน และกลุ่มกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ	89
หัก บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการเข้าค่ายถูกเพิกถอน มีผลการดำเนินงานน้อยกว่า 5 ปี และมีข้อมูลทางการเงินไม่ครบถ้วน	64
หัก บริษัทจดทะเบียนที่ไม่เปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี	363
กลุ่มตัวอย่างในแต่ละปี	381
กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 5 ปี	1,905

2. **เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา:** การศึกษครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ผู้วิจัยใช้แบบบันทึกรายการในการเก็บรวบรวมข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้า ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์จากวันเปิดตลาดหลักทรัพย์ (ตัวแปรตาม) ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ตัวแปรอิสระ) และตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท โครงสร้างเงินทุน และคุณภาพการสอบบัญชี

3. **แหล่งข้อมูลและเก็บรวบรวมข้อมูล:** ผู้วิจัยได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ดังนี้

3.1 ศึกษาเอกสารจากตำรา บทความ และทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

3.2 ผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลแต่ละตัวแปรในการศึกษาค้นคว้าในแบบบันทึกรายการ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ตัวแปรอิสระ) จากเว็บไซต์สมาคมส่งเสริมสถาบันบริษัท

ไทย (www.thai-iod.com) ส่วนการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์จากวันเปิดตลาดหลักทรัพย์ (ตัวแปรตาม) และตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท โครงสร้างเงินทุน และคุณภาพการสอบบัญชีรวบรวมจากงบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) จากระบบ SETSMART จากเว็บไซต์ www.Setsmart.com ทั้งนี้ ทุกตัวแปรได้เก็บข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 - 2566 รวมระยะเวลา 5 ปี

4. การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ได้แก่ ร้อยละ ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด และ ค่าสูงสุด เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร นอกจากนี้ถ้าค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีความใกล้เคียงกันแสดงถึงการกระจายตัวแบบปกติ (Mishra, Pandey, Singh, Gupta, Sahu, & Keshri, 2019; Zadeh, Askarany, Shirzad, & Faghani, 2023)

4.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic) ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ใช้สถิติเชิงอนุมานด้วยกัน 2 เทคนิค ดังนี้

(1) การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) ใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์แต่ละคู่ของตัวแปรอิสระ โดยตัวอิสระ คือ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท โครงสร้างเงินทุน และคุณภาพการสอบบัญชี ทั้งนี้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ต้องไม่เกิน ± 0.7 และร่วมใช้เทคนิควิเคราะห์ความสัณฐานระหว่างตัวแปรอิสระ (Variance Inflation Factor: VIF) และ ช่วงความคลาดเคลื่อนสูงสุดและต่ำสุดที่ยอมรับได้ (Tolerance ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว) โดย VIF ของตัวแปรอิสระทุกตัว มีค่าน้อยกว่า 10 และ Toleranceมีค่าเข้าใกล้ 1 ทุกตัวแปร เพื่อไม่ให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างกันของตัวแปรอิสระ ตามแนวคิดของ Hair, Black, Babin and Anderson (2014)

(2) การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน โดยวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัว (วาสุกาญจน์งามโณม, 2561)

5. ตัวแปรที่ใช้สำหรับงานวิจัย: การวัดค่าตัวแปรที่ใช้สำหรับงานวิจัย ประกอบด้วย ตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และ ตัวแปรควบคุม โดยมี รายละเอียดตัวชี้วัดของตัวแปรในงานวิจัยดังต่อไปนี้

ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) เฉพาะบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทในประเทศไทยได้แก่ ระดับ 3 ดี ระดับ 4 ดีมาก และ ระดับ 5 ดีเลิศ

ตัวแปรตาม ได้แก่ ร้อยละการเปลี่ยนแปลงระหว่างราคาหลักทรัพย์จาก ราคา ณ วันเปิดตลาดหลักทรัพย์ฯ ถึง ราคาหลักทรัพย์ ณ วันปิดตลาดในรอบปี (PC)

ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัทวัดจากขนาดของสินทรัพย์ถาวรหน่วยล้านบาท (FS), อายุของบริษัทวัดจากวันจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (FA), โครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ (LEV) และ คุณภาพของผู้สอบบัญชี (AQ) ใช้ตัวแปรหุ่นในการวัดโดยให้ค่าเป็น 1 ถ้าบริษัทใช้บริการสอบบัญชีจากบริษัทในกลุ่มบริษัท Big 4 และค่าเป็น 0 ถ้าบริษัทไม่ได้ใช้บริการสอบบัญชีจากบริษัทในกลุ่มบริษัท Big 4 โดยมีสมการในการวิจัยดังนี้

$$PC = \alpha + \beta_0 + \beta_1 CGS + \beta_2 FS + \beta_3 FA + \beta_4 LEV + \beta_5 AQ + \varepsilon$$

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ความหมาย :

CGS	ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี
PC	ร้อยละการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในรอบปี
FS	ขนาดของบริษัท
FA	อายุของบริษัท
LEV	โครงสร้างเงินทุน
AQ	คุณภาพของผู้สอบบัญชี
α	ระดับนัยสำคัญ
β	ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย
ε	ค่าความคลาดเคลื่อน

ผลการวิจัย

สถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์ข้อมูลผู้วิจัยใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ร้อยละ ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด จากตารางที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาจากการศึกษา พบว่า กลุ่มตัวอย่าง มีค่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.218, ร้อยละการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในรอบปี (PC) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.115 ขนาดของบริษัท (FS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.798 อายุของบริษัท (FA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 20.10 ปี โครงสร้างเงินทุน(LEV) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.426 และคุณภาพของผู้สอบบัญชี (AQ) กลุ่มตัวอย่างใช้บริการสอบบัญชีของบริษัทในกลุ่ม Big 4 คิดเป็นร้อยละ 62.47 กลุ่มตัวอย่างที่ไม่ใช้บริการสอบบัญชีของบริษัทในกลุ่ม Big 4 คิดเป็นร้อยละ 37.53

ตารางที่ 2 ผลค่าสถิติเชิงพรรณนา

ส่วนที่ 1 ตัวแปรต้น ตัวแปรตาม และ ตัวแปรควบคุม						
ตัวแปร	N	$\bar{X}$	มัธยฐาน	S.D.	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
CGS	1905	4.218	4	0.7314	3	5
PC	1905	6.115	2.580	52.568	-391	985
FS	1905	3.798	3.708	0.721	2.370	6.539
FA	1905	20.10	18	11.185	5	51
LEV	1905	0.426	0.432	0.2099	0.002	0.961
ส่วนที่ 2 ตัวแปรหุ่น (AQ คุณภาพของผู้สอบบัญชี)						
กลุ่มตัวอย่าง			จำนวน	ร้อยละ		
ไม่ใช้บริการผู้สอบบัญชีกลุ่ม Big4 (0)			715	37.53		
ใช้บริการผู้สอบบัญชีกลุ่ม Big4 (1)			1190	62.47		

สถิติทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) จากตารางที่ 3 พบว่า ค่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับตัวแปรตามการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในรอบปี (PC) เท่ากับ 0.084 ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และตรวจสอบความสัมพันธ์ในแต่ละคู่ของตัวแปรอิสระ พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันโดยรวมไม่พบปัญหาตัวแปรอิสระใดมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน (Multicollinearity) ในระดับไม่เกิน ± 0.70 ตามแนวคิดของ Hair et al. (2014) และได้มีการทดสอบค่า VIF และ Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัว โดยค่า VIF มีค่าน้อยกว่า 10 ทุกตัว และค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 ทุกตัวแปร จึงสรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างกันของตัวแปรอิสระในระดับรุนแรง ซึ่งสามารถอธิบาย ได้ดังนี้ (1) ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับตัวแปรตามการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในรอบปี (PC) เท่ากับ 0.084 (2) ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ ขนาดของบริษัท (FS) และโครงสร้างเงินทุน (LEV) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.325 และ 0.177 (3) ขนาดของบริษัท (FS) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอายุของบริษัท (FA), โครงสร้างเงินทุน (LEV) และ คุณภาพของผู้สอบบัญชี (AQ) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.234, 0.366 และ 0.419 ตามลำดับ (4) อายุของบริษัท (FA) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน (LEV) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.081 (5) โครงสร้างเงินทุน (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพของผู้สอบบัญชี (AQ) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.186

ก่อนการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณได้ทำการตรวจสอบการแจกปกติของข้อมูล พบว่า ข้อมูลมีการแจกแจงปกติและมีบางตัวแปรที่มีข้อมูลไม่แจกแจงปกติ เนื่องจากค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานมีความห่างกันเล็กน้อย (ตามตารางที่ 2) ทั้งนี้ ได้แก้ไขโดยการ Logarithm (Log) ตามข้อมูลของ Kong, Akbar and Poulouva (2013) ดังนั้นเพื่อให้ข้อมูลใกล้เคียงกับการแจกแจงแบบปกติ การศึกษานี้จึงใช้เทคนิค Robust Standard Errors เพื่อบรรเทาการแจกแจงแบบไม่ปกติของข้อมูลโดยเพื่อจัดการกับปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) และสหสัมพันธ์ตามเวลา (Autocorrelation) ในแบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน เพื่อให้ผลการศึกษามีความน่าเชื่อถือ (Francis, Hasan, & Li, 2016)

ตารางที่ 3 ตารางค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร (Pearson Correlation)

ตัวแปร	CGS	PC	FS	FA	LEV	AQ	VIF	Tolerance
CGS	1						1.137	0.880
PC	0.084**	1						
FS	0.325**	0.130**	1				1.571	0.636
FA	0.045	0.071**	0.234**	1			1.111	0.900
LEV	0.177**	-0.006	0.366**	-0.081**	1		1.200	0.833
AQ	0.232	0.068**	0.419**	-0.014	0.186**	1	1.248	0.801

** ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ จากตารางที่ 4 ลำดับแรก พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) กับ ตัวแปรตามกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์โดย

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัดจากร้อยละการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในรอบปี พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันที่ค่าสถิติ $\beta=3.552$ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หมายความว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญในเรื่องของคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นจากราคา ณ วันเปิดตลาดถึง ราคา ณ วันปิดตลาด เช่นเดียวกับตัวแปรควบคุมตัวที่หนึ่งขนาดของบริษัท (FS) พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันที่ค่าสถิติ $\beta=8.650$ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 หมายความว่าบริษัทที่มีขนาดของกิจการใหญ่จะให้การสนับสนุนกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นจากราคา ณ วันเปิดตลาดถึง ราคา ณ วันปิดตลาด รวมถึงตัวแปรควบคุมตัวที่สอง โครงสร้างเงินทุน (LEV) พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามทางสถิติที่ $\beta=-14.657$ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 หมายความว่าบริษัทที่มีโครงสร้างสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ต่ำจะส่งผลให้ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีสูงและมีการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นจากราคา ณ วันเปิดตลาดถึง ราคา ณ วันปิดตลาด ซึ่งตัวแปรควบคุมทั้งสองมีส่วนในการสนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในสมการงานวิจัย อย่างไรก็ตาม ตัวแปรควบคุมในส่วนอายุของบริษัท (FA) $\beta=0.173$ ไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติ หมายความว่า บริษัทที่มีระยะเวลาในการดำเนินงานที่แตกต่างกันไม่มีผลต่อการส่งเสริมในเรื่องคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยและไม่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่เป็นนัยสำคัญ รวมไปถึงคุณภาพของผู้สอบบัญชี (AQ) $\beta=1.989$ ไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติ หมายความว่า บริษัทที่เลือกใช้บริการของผู้สอบบัญชีในกลุ่ม Big 4 และไม่เลือกใช้บริการของผู้สอบบัญชีในกลุ่ม Big 4 ไม่มีผลต่อการส่งเสริมในเรื่องคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยและไม่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ และค่า R^2 เท่ากับ 0.021 ไม่เป็นปัญหาต่อการทดสอบแบบจำลองเนื่องจากผลการวิเคราะห์ยังแสดงค่าสัมประสิทธิ์ของ Multiple Regression ยังมีนัยสำคัญต่อการอธิบายตัวแปรตามจากตัวแปรอิสระ ซึ่งยังรายงานผลและสรุปความสัมพันธ์ของตัวแปรทุกตัวที่มีต่อกันได้ จึงไม่เป็นปัญหาในการสร้างแบบจำลองในการทดสอบสมมติฐานการวิจัย ตามแนวคิดของ Moksony and Heged (1990)

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์การถดถอยของคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์

ตัวแปรปัจจัย (Variables)	ค่าสัมประสิทธิ์ การถดถอย (β)	ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ปรับมาตรฐาน (Beta)	T-statistic	P-value
Constant	-40.215		-4.787	0.000
CGS	3.552	0.049	2.045	0.041*
FS	8.650	0.119	4.175	0.000**
FA	0.173	0.037	1.544	0.123
LEV	-14.657	-0.059	-2.356	0.019*
AQ	1.989	0.018	0.724	0.469
R				0.154
R^2				0.024
Adjust R^2				0.021
n				1,905

*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05; **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

อภิปรายผลการวิจัย

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากตารางที่ 4 การพิจารณาสมประสิทธิ์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) พบว่า

ผลการวิเคราะห์ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ghouma, Ben-Nasr and Yan (2018); Mechelli and Cimini (2021); Paradowski et al., (2022) เนื่องจากบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีแสดงถึงบริษัทมีระบบบริหารจัดการที่โปร่งใส ตรวจสอบได้ และมีจรรยาบรรณทางธุรกิจที่ดี สิ่งนี้ช่วยลดความเสี่ยงการบริหารที่ผิดพลาด หรือผลประโยชน์ทับซ้อน โดยเฉพาะบริษัทที่ดีและการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินและข้อมูลสำคัญอย่างถูกต้อง ครบถ้วน และทันเวลา ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นและสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุน นอกเหนือจากนี้ปัจจัยควบคุมในเรื่องของ ขนาดของบริษัท และโครงสร้างเงินทุนเป็นปัจจัยควบคุมต่อระดับคะแนนการกำกับดูแลที่ดีและการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Farooq et al. (2022); De Silva and Wanniarachchige (2022) เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่และมีสัดส่วนของโครงสร้างทางการเงินที่ดีจะได้รับประโยชน์จากการรอบการกำกับดูแลที่ดีและเป็นที่ยอมรับมากขึ้นเนื่องจากสามารถควบคุมความเสี่ยงที่เกิดขึ้นภายในองค์กรได้สิ่งเหล่านี้สามารถเพิ่มความโปร่งใส ความรับผิดชอบและสร้างมั่นใจให้กับนักลงทุนได้มากขึ้น ในส่วนของอายุของบริษัทและคุณภาพของผู้สอบบัญชีไม่เป็นปัจจัยควบคุมต่อระดับคะแนนการกำกับดูแลที่ดีและการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Pop (2018); Kieschnick and Moussawi (2018) เนื่องจากอายุของบริษัทและคุณภาพของผู้สอบบัญชีอาจไม่มีผลโดยตรงต่อคะแนนการกำกับดูแลที่ดี การกำกับดูแลที่ดีมีหลายปัจจัยที่เกี่ยวข้อง เช่น นโยบายการบริหาร โครงสร้างการจัดการ การปฏิบัติตามมาตรฐานการกำกับดูแล และการป้องกันการทุจริต ซึ่งไม่สามารถวัดผลได้จากอายุของบริษัทหรือคุณภาพของผู้สอบบัญชี อีกทั้งจากผลลัพธ์ของงานวิจัยยังสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่ได้กล่าวไว้ว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทมีส่วนทำหน้าที่เป็นสัญญาณสื่อสารไปยังผู้ลงทุนเกี่ยวกับคุณภาพการกำกับดูแลและแนวทางการจัดการของบริษัท และสอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่ได้กล่าวไว้ว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นมุมมองที่ช่วยให้เข้าใจผลกระทบของความมั่นใจของนักลงทุนได้

ผลการวิเคราะห์เชิงลึกจากผลลัพธ์งานวิจัย พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทในประเทศไทย (Thai Institute of Director) มีอิทธิพลสำคัญอย่างยิ่งต่อการในการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีปัจจัยต่าง ๆ เช่น 1) ความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูล บริษัทที่มีปัญหาความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินหรือข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัทโดยบริษัทไม่มีการเปิดเผยข้อมูลที่ชัดเจนจะส่งผลต่อการบริหารจัดการที่ไม่ดีของบริษัทและส่งผลทำให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีลดลง 2) การพิจารณาผลกระทบจากผู้มีส่วนได้เสียโดยราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงอาจทำให้นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียเนื่องจากสูญเสียความเชื่อมั่นกับบริษัทหากบริษัทไม่ได้ทำการตอบสนองต่อการบริหารจัดการที่ดีจะส่งผลต่อคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีลดลง 3) การใช้กลยุทธ์ทางการเงินที่ไม่ยั่งยืนจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงเกิดจากการใช้กลยุทธ์ที่ไม่ยั่งยืนโดยการเพิ่มหนี้สินหรือการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงเกินไป จะส่งผลให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการลดลง เนื่องจากรัดดลสินใจทางการเงินที่ไม่รอบคอบแสดงให้เห็นถึงการขาดการบริหารความเสี่ยงที่ดี

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

และ 4) การปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการโดยบริษัทมีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และเพิ่มความมั่นคงในระยะยาวให้กับบริษัท

ผลลัพธ์ของงานวิจัยนี้มีความสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของประเทศไทย ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารกร (2560) ที่ศึกษาระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลต่อมูลค่าของธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย และงานวิจัยของ รจนา ชุนแก้ว และคณะ (2564) ที่ศึกษาคุณลักษณะของคณะกรรมการที่มีความรู้ทางด้านบัญชีมีผลต่อคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างมีนัยสำคัญของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แต่ผลลัพธ์ของงานวิจัยนี้มีความแตกต่างจากงานวิจัยของ สุวรรณ หวังเจริญเดช (2566) ที่ศึกษาระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่ได้ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ยจากการซื้อขายของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และชุตานพร และคณะ (2568) ที่ศึกษาระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีและค่าตอบแทนคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากข้อสรุปในการศึกษาครั้งนี้มีข้อแตกต่างจากงานวิจัยในอดีตในส่วนของการใช้วิธีการวัดระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ได้รับการยอมรับจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ซึ่งมีการใช้ข้อมูลจากบริษัทที่เปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีในช่วงเวลา 5 ปี ของผู้วิจัยส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในรอบปี ในขณะที่งานวิจัยในอดีตใช้ตัวแปรวัดที่แตกต่าง ๆ กัน ในการวัดคะแนนการกำกับดูแลที่อาจไม่ได้สะท้อนถึงผลกระทบที่ชัดเจนต่อราคาหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานของบริษัท

ประโยชน์ของงานวิจัยจากผลลัพธ์ของงานวิจัย พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลลัพธ์ของงานวิจัยสามารถนำไปประยุกต์ใช้ในการวางแผนและพัฒนานโยบายของบริษัทการกำกับดูแลกิจการที่ดีขององค์กร เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและส่งเสริมภาพลักษณ์และความโปร่งใสในการดำเนินงานของบริษัท

ประโยชน์ในเชิงทฤษฎีของงานวิจัยเพื่อเสริมสร้างบริษัทที่มีความเข้าใจในบทบาทของการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อราคาหลักทรัพย์และความมั่นคงขององค์กร โดยผลลัพธ์ของงานวิจัยชี้ให้เห็นว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถนำไปสู่การพัฒนาแนวทางในการสร้างความโปร่งใสเพื่อรักษาระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีในการสร้างความเชื่อมั่นให้กับกลุ่มผู้ลงทุน นอกจากนี้ยังเป็นข้อมูลสำคัญเพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนาและการกำกับดูแลกิจการที่ดีในองค์กร โดยเฉพาะในบริบทของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งบริษัทจะนำผลลัพธ์ของงานวิจัยเพื่อเป็นประโยชน์ให้นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุนได้ดีขึ้นและยังเป็นประโยชน์ในการศึกษาสำหรับคณะกรรมการและผู้บริหารของบริษัทเพื่อจัดการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอนาคต

ข้อสรุปจากการอภิปรายผลการวิจัยกล่าวได้โดยระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยมีบทบาทและความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระยะเวลา 5 ปี ดังนั้น บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรให้ความสำคัญกับการปรับปรุงและพัฒนากลยุทธ์ด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อส่งเสริมภาพลักษณ์ขององค์กร สร้างความไว้วางใจให้กับนักลงทุนและเพิ่มมูลค่าหลักทรัพย์ในระยะยาว

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะทั่วไป

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีดังต่อไปนี้

1. ผลลัพธ์ของงานวิจัย พบว่า ระดับคะแนนการกำกับกิจการที่ดีส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์โดยบริษัทควรให้ความสำคัญกับการพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการเพื่อสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนและเสริมสร้างเสถียรภาพทางธุรกิจในระยะยาว

2. ผลลัพธ์ของงานวิจัย พบว่า ขนาดของบริษัทและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับกิจการที่ดีแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่และมีแหล่งเงินทุนที่สูงจะให้ความสำคัญกับเรื่องของการกำกับดูแลและหลักธรรมาภิบาลที่ดีซึ่งเป็นสิ่งที่ทุก ๆ บริษัทควรให้ความสำคัญกับเรื่องดังกล่าวเพื่อเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุน

3. บริษัทควรนำผลลัพธ์ที่ได้จากการวิจัยนำไปปรับปรุงนโยบายด้านการเปิดเผยข้อมูล โดยให้ความถูกต้อง ครบถ้วน และทันเวลา ให้ตรงตามเกณฑ์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลที่ใช้สำหรับประกอบการตัดสินใจการลงทุน

4. บริษัทควรนำผลลัพธ์ของงานวิจัยไปพัฒนาการบริหารความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ เพื่อลดโอกาสความเสียหายจากการบริหารงานที่ผิดพลาด หรือ แนวทางที่ขัดต่อหลักธรรมาภิบาล

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในครั้งต่อไป ผู้วิจัยควรพิจารณาศึกษาเฉพาะกลุ่มตัวอย่าง เช่น กลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน กลุ่มอุตสาหกรรมผลิต เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่มีส่วนขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศไทยโดยเป็นที่สนใจของนักลงทุน เพื่อทำการเปรียบเทียบระดับผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรมควรพิจารณาตัวแปรที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมกับงานวิจัยเช่น ตัวแปรด้านพฤติกรรมของนักลงทุนหรือความเสี่ยงที่ยอมรับได้ มุมมองของบริษัทต่อธรรมาภิบาล รวมไปถึงการนำปัจจัยภายนอก เช่น สภาพเศรษฐกิจ ภาวะตลาด หรือสถานการณ์ในปัจจุบันของประเทศที่อาจจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เอกสารอ้างอิง

- ชุดาพร สอนพักดี, ธาวิณี สุขมี, พิมพ์ชนก อิทธิพัทธ์วรกุล, สรัญญา เอี่ยมอานวย, ชมพูนุช อินทร์ ขาว และ อาริยา ผิวเผือก.(2568).ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ค่าตอบแทนคณะกรรมการ กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ(MAI). *วารสารวิทยาการ จัดการมหาวิทยาลัยราชภัฏอุดรธานี*, 6(5), 11-24.
- นรินทร์ สมทอง, พูนศักดิ์ แสงสันต์ และกาญจนาท เรืองวรกร. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับความ โปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลการดำเนินงานและ มูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารดุสิตบัณฑิตทาง สังคมศาสตร์*, 11(1), 243-256.
- นัฏพร มโนธพานิช. (2564).การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย. *วารสารมหาจุฬานาครทรรค์*, 8(12), 279-291.

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร. (2560). คะแนนการกำกับดูแลกิจการและปัจจัยที่มีบทบาทต่อมูลค่าทางธุรกิจของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจเทคโนโลยีมหานคร*, 14(1), 1-24.
- รจนา ขุนแก้ว, จิตติมา วิเชียรรักษ์, มัทนชัย สุทธิพันธุ์, กัลยา บุญทิพย์, ธนาภรณ์ ชูแก้ว, ธัญญารักษ์ มุสิก และ วิชญาพร มุสิแดง. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการ คะแนนการกำกับดูแลกิจการและหลักความระมัดระวังทางบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 41(2), 127-147.
- วาสุภานุจน์ งามโหม. (2561). การบริหารกำไรเชิงฉวยโอกาสหรือผลประโยชน์ของกิจการที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีของประเทศไทย. *วารสารเศรษฐศาสตร์ธรรมศาสตร์*, 36(2), 52-78.
- สถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2564). *หลักเกณฑ์การสำรวจโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย Asean Corporate Governance Scorecard*. สืบค้น 30 กันยายน 2564, จาก <https://thai-iod.com/imgUpload/เอกสารเผยแพร่โครงการ ASEAN CG Scorecard 2021.pdf>
- สุวรรณ หวังเจริญเดช. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์: หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการพัฒนางานประจำสู่งานวิจัย*, 10(1), 30-44.
- สุวิสา ทะยะธง, ชไมพร รัตนเจริญชัย และจรัสศรี โนมี. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย*, 38(4), 66-80.
- Aggarwal, P., Deshmukh, A., & Tyagi, L. K. (2014). A Study of Value Relevance of Corporate Governance and its Impact. *International Journal of Research in Business and Technology* (ISSN: 2291-2118), 5(3), 742-746.
- Bezo, Y. & Dibra, R. (2020). Corporate governance, analyses and theories: The case of Albania. *Academy of Strategic Management Journal*, 19(1), 1-14.
- Boonyawat, K. (2013). *The Impact of Ownership Structure and Other Corporate Governance Mechanisms on Firm Performance, Accounting Discretions and Investor Perceptions: Evidence from Thailand before and after the Corporate Governance Reforms*. (doctoral dissertation). England: Durham University.
- Bozec, R. & Dia, M. (2015). Governance practices and firm performance: Does shareholders' proximity to management matter?. *International Journal of Disclosure and Governance*, 12, 185-209.
- Collett, N. (2004). Shareholders and employees: the impact of redundancies on key stakeholders. *Business Ethics: A European Review*, 13(2-3), 117-126.
- De Silva, L. D. & Wanniarachchige, M. K. (2022). Corporate Governance Compliance among the Listed Firms in Colombo Stock Exchange: Does Size Matter?. *South Asian Journal of Business Insights*, 2(1), 33-50.

-
- Farooq, M., Noor, A., & Ali, S. (2022). Corporate governance and firm performance: empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 22(1), 42-66.
- Francis, B., Hasan, I., & Li, L. (2016). Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46, 217-260.
- Freeman, C. E., Reid, W. H., Becvar, J. E., & Scogin, R. 1984. Similarity and apparent convergence in the nectar-sugar composition of some hummingbird-pollinated flowers. *Botanical Gazette*, 145, 132-135
- Garg, S. K. & Gupta, R. (2023). Exploring the relationship between corporate governance and stock price performance: Evidence from Indian publicly listed companies. *Asian Journal of Management and Commerce*, 4(1), 66-72.
- Ghouma, H., Ben-Nasr, H., & Yan, R. (2018). Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 138-148.
- Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate data analysis: Pearson new international edition*. England: Pearson.
- Haugh, T. (2018). *Harmonizing governance, risk management, and compliance through the paradigm of behavioral ethics risk*. Retrieved September 30, 2021, from <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/upjtel21&div=27&id=&page=>
- Hoffmann, A. O. & Post, T. (2016). How does investor confidence lead to trading? Linking investor return experiences, confidence, and investment beliefs. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 12, 65-78.
- Jonwall, R., Gupta, S., & Pahuja, S. (2023). A comparison of investment behavior, attitudes, and demographics of socially responsible and conventional investors in India. *Social Responsibility Journal*, 19(6), 1123.
- Kharouf, H., Lund, D. J., Krallman, A., & Pullig, C. (2020). A signaling theory approach to relationship recovery. *European Journal of Marketing*, 54(9), 2139.
- Kong, L., Akbar, M., & Poulouva, P. (2023). The role of environment, social, and governance performance in shaping corporate current and future value: the case of global tech leaders. *Sustainability*, 15(17), 13114.
- Lee, Y. & Chung, K. H. (2015). Investment Duration and Corporate Governance. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 44(1), 24-58. <https://doi.org/10.1111/AJFS.12080>
-

-
- Limaye, A. R., Elkassabgi, A., Singh, K., Hunter, D. R., & Cochran, L. F. (2023). Corporate governance and choice of capital structure. *Journal of International Finance and Economics*, 23(2), 69–83. <https://doi.org/10.18374/jife-23-2.6>
- Liu, B. (2024). Volatility, Uncertainty, and Option Pricing. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 66, 108-120.
- Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of corporate finance*, 48, 597-614.
- Malekpourkolbadinejad, S. (2019). *Corporate Events and Stock Price Reactions: The Impact of Investor Sentiment*. (doctoral dissertation). England: University of Surrey.
- Mechelli, A. & Cimini, R. (2021). The effect of corporate governance and investor protection environments on the value relevance of new accounting standards: the case of IFRS 9 and IAS 39. *Journal of Management and Governance*, 25, 1241-1266.
- Mendra, N. I., Yuria, P., Ramanta, I. W., Widanaputra, A. A. G. P., & Suaryana, I. G. N. A. (2024). The impact of corporate governance based on natural environmental sustainability, intellectual capital, and risk management on profitability and financial sustainability. *Journal of Sustainability Science and Management*, 19(10), 8-24
- Mishra, P., Pandey, C. M., Singh, U., Gupta, A., Sahu, C., & Keshri, A. (2019). Descriptive statistics and normality tests for statistical data. *Annals of cardiac anaesthesia*, 22(1), 67-72.
- Moksony, F. & Heged, R. (1990). *Small is beautiful. The use and interpretation of R2 in social research*. Retrieved September 28, 2021, from https://www.researchgate.net/profile/Ferenc-Moksony/publication/307632302_Small_is_beautiful_The_use_and_interpretation_of_R2_in_social_research_Review_of_Sociology/links/5fe5c58945851553a0eaf5f9/Small-is-beautiful-The-use-and-interpretation-of-R2-in-social-research-Review-of-Sociology.pdf
- Mrabure, K. O. & Abhulimhen-Iyoha, A. (2020). Corporate governance and protection of stakeholders rights and interests. *Beijing Law Review*, 11(1), 292-304.
- Ningsih, W. F., Setiawati, E., & Trisnawati, R. (2023). The Effect of Good Corporate Governance (GCG) on Financial Performance with Company Size as a Moderating Variable. *Journal Research of Social Science, Economics, and Management*, 3(4). 1065-1089. <https://doi.org/10.59141/jrssem.v3i04.570>
- Paradowski, P., Cupák, A., Fessler, P., & Hsu, J. W. (2022). Investor confidence and high financial literacy jointly shape investments in risky asset. *Economic Modelling*, 116, 106033. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.106033>
-

-
- Pop, M. A. (2018). Exploring the relationship between governance versus auditing and reporting standards. September 28, 2021, from <https://www.itema-conference.com/itema2018587/>
- Shahid, M. S. & Abbas, M. (2019). Does corporate governance play any role in investor confidence, corporate investment decisions relationship? Evidence from Pakistan and India. *Journal of Economics and Business*, 105, 105839.
<https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2019.03.003>
- Spence, M. (1973). l the MIT press. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Vazirani, A., Sarkar, S., Bhattacharjee, T., Dwivedi, Y. K., & Jack, S. (2023). Information signals and bias in investment decisions: A meta-analytic comparison of prediction and actual performance of new ventures. *Journal of Business Research*, 155, 113424.
- Wang, H. (2016). Research on the Problem of Internal Control Audit and Accounting Information Quality. In *2016 International Conference on Education, Sports, Arts and Management Engineering* (pp 871-874). China: Xi'an.
- Zadeh, F. N., Askarany, D., Shirzad, A., & Faghani, M. (2023). Audit committee features and earnings management. *Heliyon*, 9, e20825.
- Zhu, S., Gao, J., & Chen, K. (2023). Digital transformation and risk of share price crash: Evidence from a new digital transformation index. *Finance Research Letters*, 58, 104403.