

การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน
ที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

GOOD CORPORATE GOVERNANCE AND THE PROPORTION OF
SHAREHOLDERS, INSTITUTIONAL INVESTORS ON THE
PERFORMANCE OF THE LISTED COMPANIES ON
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

สมเกียรติ สุวรรณ
SOMKIAT SUWAN

ค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี
มหาวิทยาลัยศรีปทุม
ปีการศึกษา 2562
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยศรีปทุม

GOOD CORPORATE GOVERNANCE AND THE PROPORTION OF
SHAREHOLDERS, INSTITUTIONAL INVESTORS ON THE
PERFORMANCE OF THE LISTED COMPANIES ON
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

SOMKIAT SUWAN

INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF
MASTER ACCOUNTANCY SCHOOL OF ACCOUNTANCY
SRIPATUM UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2019
COPYRIGHT OF SRIPATUM UNIVERSITY

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ

การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุน
สถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

GOOD CORPORATE GOVERNANCE AND THE
PROPORTION OF SHAREHOLDERS, INSTITUTIONAL
INVESTORS ON THE PERFORMANCE OF THE
LISTED COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE
OF THAILAND

นักศึกษา

สมเกียรติ สุวรรณ รหัส 62502170

หลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต


คณะ

บัญชี

อาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาค้นคว้าอิสระ

ดร.เบญจพร โมกขะเวส

คณะกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


.....ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สารพัด)


.....กรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรรย์ศักดิ์)


.....กรรมการ
(ดร.เบญจพร โมกขะเวส)

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม อนุมัติให้ับการศึกษาค้นคว้าอิสระ ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่ง
ของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

คณบดีคณะบัญชี



.....
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรรย์ศักดิ์)
วันที่ ๒๕ เดือน สิงหาคม พ.ศ. ๒๕๖๓



หัวข้อการศึกษาค้นคว้าอิสระ	การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแห่งประเทศไทย
คำสำคัญ	การกำกับดูแลกิจการ / การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน / นักลงทุนสถาบัน / ผลการดำเนินงาน
นักศึกษา	สมเกียรติ สุวรรณ รหัส 62502170
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ดร.เบญจพร โหมกชะเวส
หลักสูตร	บัญชีมหาบัณฑิต
คณะ	บัญชี
	มหาวิทยาลัยศรีปทุม
ปีการศึกษา	2562

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้สูตรของทาโร ยามาเน่ (1973) ได้จำนวน 696 ตัวอย่าง เก็บข้อมูลจากแบบแสดงรายการ 56-1 ระหว่างปี 2560 - 2562 สถิติที่ใช้ในการวิจัยได้แก่ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเพื่อการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐาน

ผลการวิจัยพบว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ผลประเมิณความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และยังไม่ปรากฏว่าส่วนของตัวแปรอิสระส่วนนี้ที่ไม่มีผลต่อตัวแปรตาม ขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันและสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาติไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไรด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดีเนื่องจากได้รับความกรุณาอย่างสูงจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรรย์ศักดิ์ คณบดี คณะบัญชี ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สารพัด ประธานกรรมการสอบ ดร.ประเวศ เพ็ญอุทัยกุล กรรมการ ที่ให้คำแนะนำปรับปรุงแก้ไข ข้อบกพร่องต่างๆ และดร.เบญจพร โหมกชะเวส อาจารย์ที่ปรึกษา ที่ได้สละเวลาอันมีค่าให้คำแนะนำ ปรึกษาด้วยเอาใจใส่อย่างดียิ่ง ผู้วิจัยได้ตระหนักถึงความทุ่มเทและความตั้งใจของอาจารย์และขอ กราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ ที่นี้

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณอาจารย์ผู้สอนทุกท่านของมหาวิทยาลัยศรีปทุมที่ได้มอบความรู้แก่ ข้าพเจ้าจนสามารถนำมาประยุกต์ใช้ในการทำวิจัยฉบับนี้ได้เป็นอย่างดี

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ ผู้เขียนตำรา เอกสาร บทความต่างๆ ทั้งในและต่างประเทศที่ได้ ศึกษาค้นคว้า และอ้างอิงเพื่อการดำเนินการศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ รวมถึงขอขอบคุณครอบครัว เพื่อน ร่วมรุ่น และรุ่นพี่ทุกคนที่ให้กำลังใจเพื่อให้ผู้วิจัยได้ทุ่มเท และมุ่งมั่นจนการศึกษาค้นคว้าอิสระนี้สำเร็จ

สุดท้ายนี้ผู้ศึกษาหวังเป็นอย่างยิ่งว่าการวิจัยครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ไม่มากนักน้อยต่อผู้ที่ ต้องการศึกษเกี่ยวกับทักษะของผู้ประกอบวิชาชีพบัญชีที่ส่งผลต่อประสิทธิภาพการปฏิบัติงานและผู้ ที่ศึกษาค้นคว้าต่อไป

สมเกียรติ์ สุวรรณ

สิงหาคม 2563

สารบัญ

บทคัดย่อภาษาไทย.....	I
กิตติกรรมประกาศ.....	II
สารบัญ.....	III
สารบัญตาราง.....	V
สารบัญภาพ.....	VI
บทที่	หน้า
1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.3 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	4
1.4 สมมติฐานการวิจัย.....	5
1.5 ขอบเขตของการวิจัย.....	6
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	7
1.7 นิยามศัพท์.....	8
2 บรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	12
2.1 แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ.....	12
2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน.....	23
2.3 แนวคิดเกี่ยวกับนักลงทุนสถาบัน.....	29
2.4 แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร.....	39
2.5 แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์.....	46
2.6 แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น.....	49
2.7 ทฤษฎีตัวแทน.....	53
2.8 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย.....	55
2.9 ทฤษฎีผลประโยชน์ทับซ้อน.....	60
2.10 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	63

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
3 ระเบียบวิธีการวิจัย.....	95
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	95
3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล.....	97
3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	107
3.4 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล.....	108
4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	111
4.1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง.....	112
4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานเชิงพรรณนา (Description Statistics).....	113
4.3 ผลการวิเคราะห์ค่าความสัมพันธ์ (Pearson’s Correlation Coefficient).....	116
4.4 ผลการตรวจสอบความเหมาะสมของตัวแบบการวิเคราะห์ถดถอย เชิงเส้นพหุคูณ.....	118
4.5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regressions Analysis).....	120
5 สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	131
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	131
5.2 อภิปรายผลการวิจัย.....	140
5.3 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	147
5.4 ข้อเสนอแนะ.....	148
บรรณานุกรม.....	151
ภาคผนวก.....	160
ภาคผนวก ก ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป.....	161
ประวัติผู้ศึกษา.....	169

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1 แสดงกระบวนการดำเนินธุรกิจกับหลักปฏิบัติ 8 ข้อภายใต้กรอบ CG Code.....	21
2 หลักเกณฑ์การประเมินรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนปี 2560-2562.....	22
3 แสดงรายชื่อบริษัทที่เป็นนอมินีต่างชาติหรือน่าสงสัยว่าเป็นนอมินีต่างชาติ 21 รายใหญ่.....	35
4 สรุปตัววัดการกำกับดูแลกิจการ การป้องกันความเสี่ยงเกี่ยวข้องกับตอร์รัปชั่นของบริษัท จดทะเบียน สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนของการถือหุ้น ที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ.....	37
5 สรุปที่มาของการได้มาซึ่งตัวแปรตามการจัดการกำไร มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น.....	51
6 สรุปการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	79
7 ตารางสรุปจำนวนบริษัทกลุ่มตัวอย่าง แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	97
8 สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด.....	107
9 ตารางแสดงจำนวนข้อมูล และร้อยละของกลุ่มตัวอย่าง.....	113
10 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรเชิงปริมาณ.....	114
11 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ.....	117
12 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระเพื่อทดสอบค่า Tolerance กับ Variance Inflation Factor (Pearson Correlation).....	118
13 ผลสรุปแบบจำลองจากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ.....	119
14 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณตัวแบบที่ 1 ผลการดำเนินงาน ด้านการจัดการกำไร (DACC).....	122
15 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณตัวแบบที่ 2 ผลการดำเนินงาน ด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA).....	125
16 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณตัวแบบที่ 3 ผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE).....	127
17 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน.....	129

สารบัญภาพ

ภาพประกอบที่	หน้า
1 กรอบแนวคิดการศึกษา.....	4
2 หลักปฏิบัติสำหรับคณะกรรมการ 8 ข้อ.....	18
3 ระดับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการ.....	22
4 กลุ่มต่างๆของผู้มีส่วนได้เสีย.....	60

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การกำกับดูแลกิจการเป็นประเด็นที่นักลงทุนทั่วโลกต่างให้ความสนใจเพราะการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นแรงผลักดันให้มีการจัดการแบบมีอาชีพ โปร่งใส มีมาตรฐานในระดับสากล เป็นที่ยอมรับของผู้ถือหุ้น ส่งผลต่อการจัดการกำไรที่เพิ่มขึ้น (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2563) แต่ในปัจจุบันสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว นักลงทุนรายย่อยส่วนมากตัดสินใจเลือกลงทุนผ่านนักลงทุนสถาบัน ที่มีความเชี่ยวชาญ มีความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลเพื่อประเมินผลประกอบการของกิจการ เช่น นักลงทุนสถาบันมีการจ้าง การฝึกอบรม นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ของตนเอง เพื่อวิเคราะห์หลักทรัพย์ของแต่ละบริษัท มีแหล่งเงินทุนเป็นจำนวนมากเพื่อใช้สนับสนุนการวิจัยเพื่อใช้ในการตัดสินใจ ทำให้มีแนวโน้มที่จะตัดสินใจโดยพิจารณาจากปัจจัยต่างๆได้อย่างครบถ้วนและยังสามารถลดความเสี่ยงในการลงทุนได้ ส่งผลต่อการเพิ่มมากขึ้นของนักลงทุนทั่วโลก (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563) นอกจากนี้ในปัจจุบันปัญหาการคอร์รัปชันส่งผลร้ายและเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาสังคมและเศรษฐกิจ สร้างความไม่เป็นธรรมทางธุรกิจ ส่งผลเสียต่อชื่อเสียงของบริษัททางด้านจริยธรรมทางธุรกิจ ความสามารถในการแข่งขัน และทำให้บริษัทไม่เป็นที่ยอมรับได้ รวมทั้งลดความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกภาคส่วน ประเทศไทยจึงจัดตั้งหน่วยงานที่ทำหน้าที่ป้องกันและปราบปรามการทุจริตหลายองค์กร เช่น สำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตแห่งชาติ (ป.ป.ช.) สำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการฟอกเงิน (ป.ป.ง.) เป็นต้น ความร่วมมือระหว่างภาคเอกชนยังถือเป็นส่วนสำคัญเพื่อแก้ปัญหาทุจริตคอร์รัปชัน เช่นโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (Thailand's Private Sector Collective Action Coalition : CAC) เริ่มก่อตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2553 โดยได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล สำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตแห่งชาติ (ป.ป.ช.) และความร่วมมือของ 8 องค์กรชั้นนำ อันได้แก่ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย หอการค้าไทย หอการค้านานาชาติ สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย

สมาคมธนาคารไทย สมาธุรกิจตลาดทุนไทย สมาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย และสภาอุตสาหกรรม การท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย โดยมีสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ทำหน้าที่เป็น เลขานุการและองค์กรสนับสนุนดำเนินโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการ ททุจริต (CAC) โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน กลต.) ให้การสนับสนุนโครงการของสถาบันไทยพัฒนา ในการจัดทำตัวชี้วัดความคืบหน้าในเรื่องการป้องกัน การมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicator) ของบริษัทจดทะเบียน และผู้ประกอบการธุรกิจด้วย เน้นให้บริษัทมีแนวปฏิบัติที่ดี ดำเนินธุรกิจด้วยความรับผิดชอบต่อสังคมและ มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมทั้งมีแนวปฏิบัติเพื่อต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชันอย่างจริงจัง สามารถ นำไปปฏิบัติได้ทั่วทั้งองค์กร ครอบคลุมถึงคู่ค้าทางธุรกิจ ที่ปรึกษาตัวกลาง หรือตัวแทนในการดำเนิน ธุรกิจของตนเองไม่ให้มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตในทุกรูปแบบ เพื่อเป็นต้นแบบให้ภาคธุรกิจที่ เกี่ยวข้องได้ปฏิบัติตามต่อไป (สุทธิชา เกริกฤทธิ์, 2550)

จากแม่บทการบัญชีที่ระบุได้ว่า ลักษณะเชิงคุณภาพของงบการเงินที่สำคัญประการหนึ่งคือ งบการเงินต้องมีความน่าเชื่อถือ โดยจะต้องรวบรวมข้อมูลให้เพียงพอสำหรับการบันทึกเหตุการณ์ทาง การเงินนั้นๆ และจะต้องมีวิธีการวัดมูลค่าของเหตุการณ์ทางการเงินอย่างเหมาะสม สามารถวัดและ สะท้อนถึงเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจของข้อมูลนั้นได้ แต่ทั้งนี้ก็ยังต้องอาศัยผู้บริหารในการจัดทำและ นำเสนองบการเงินด้วย หากผู้บริหารมีจริยธรรม คุณธรรม และความโปร่งใส การนำเสนองบการเงิน เพื่อให้สอดคล้องตามมาตรฐานการบัญชี เพื่อให้งบการเงินมีความเชื่อถือได้ก็ไม่ใช่อีกปัญหาอีกต่อไป เหตุผลดังกล่าวสะท้อนจากผลงานวิจัยในอดีต จิภัสสร บุญรอด (2558) ได้ศึกษาเพื่อหาคำตอบว่า ทำไมการกำกับดูแลกิจการที่ดีถึงส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบัน และผลตอบแทนจากนัก ลงทุนสถาบันส่งผลต่อการจัดการกำไรของกิจการมากน้อยเพียงใด ผลที่ได้ออกมาจากการศึกษา แตกต่างกันไป เช่น กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันตัดสินใจ ลงทุน หรือ การเพิ่มขึ้นของการจัดการกำไรของกิจการส่วนมากมาจากนักลงทุนสถาบันที่เป็นนอมินี ต่างชาติเท่านั้น ซึ่งปัจจุบันยังคงมีข้อโต้แย้งว่าทั้ง 3 ส่วนมีความสัมพันธ์กันอย่างไร สุทธิชา เกริกฤทธิ์ (2550) ศึกษาว่าสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจัดการกำไร ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Rajgopal, Venkatachalam and Jiambalvo. (1999) สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุน สถาบันที่เป็นนอมินีต่างชาติไม่มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนอรพรรณ เลิศรุจิ วณิช (2559) ทำการศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยวัดจากผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับ ดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย และผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับ คอร์รัปชันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางการตลาดของบริษัท วัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

แม้ตามหลักการทั่วไป กิจกรรมที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมมีแนวโน้มที่จะได้รับการยอมรับจากนักลงทุน มีผลการดำเนินงานที่ดีและมีการจัดการกำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ผลการวิจัยในอดีตซึ่งมีอยู่มากมายก็ยังไม่สามารถสรุปทิศทางอิทธิพลได้อย่างชัดเจน เนื่องจากการวัดค่าตัวแปรที่แตกต่างกัน นอกจากนี้ยังมีข้อสมมติฐานเกี่ยวกับนักลงทุนสถาบันอื่น เช่น นักลงทุนสถาบันมีความสามารถและแรงจูงใจที่จะติดตามการปฏิบัติงานของผู้บริหาร และสามารถสรุปได้ว่าบริษัทมีการจัดการกำไรในรอบบัญชีนั้นหรือไม่ แต่ก็มีกรณีวิจัยที่ได้โต้แย้งข้อสมมติฐานดังกล่าว คือ หากนักลงทุนสถาบันอยู่ในประเภทที่มุ่งเน้นกำไรระยะสั้น หรือต้องการผลการดำเนินงานที่ดีระยะสั้น การใช้กลยุทธ์นี้ของนักลงทุนสถาบัน จะไม่พิจารณาถึงการปฏิบัติงานของผู้บริหารและการจัดการกำไรเลย ต้องการเพียงผลตอบแทนระยะสั้นๆ เท่านั้น ดังนั้นการจัดการกำไรถือเป็นเรื่องที่น่าสนใจสำหรับผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน

จากความเป็นมาข้างต้น ทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะทำการศึกษากำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่เพียงแต่จะช่วยยกระดับคุณภาพด้านการบริหารจัดการแต่ยังเป็นกลไกในการเพิ่มความสามารถด้านการแข่งขัน ซึ่งทำให้ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการดีขึ้น แต่ทั้งนี้บริษัทที่มีความเข้มข้นในการจัดการกำกับดูแลกิจการที่ดีจนได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับที่สูงจะมีความสามารถในการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการสูงตาม ซึ่งในปัจจุบันความต้องการของผู้ลงทุนที่มีต่อข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนไม่ได้จำกัดอยู่เพียงข้อมูลทางการเงิน ซึ่งเป็นการสะท้อนถึงผลประกอบการในอดีต ผู้ลงทุนได้ให้ความสำคัญของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเลขทางการเงินเพิ่มมากขึ้นเรื่อยๆ ทั้งประเด็นด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การกำกับดูแลกิจการ การต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชันจรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ และผลการดำเนินงานของบริษัทผ่านรายงานทางการเงิน ซึ่งมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัท ซึ่งส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน เพื่อสร้างผลตอบแทนทางการเงินที่น่าพอใจในระยะยาว และพัฒนาสังคมส่วนรวมให้เติบโตได้อย่างยั่งยืน

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

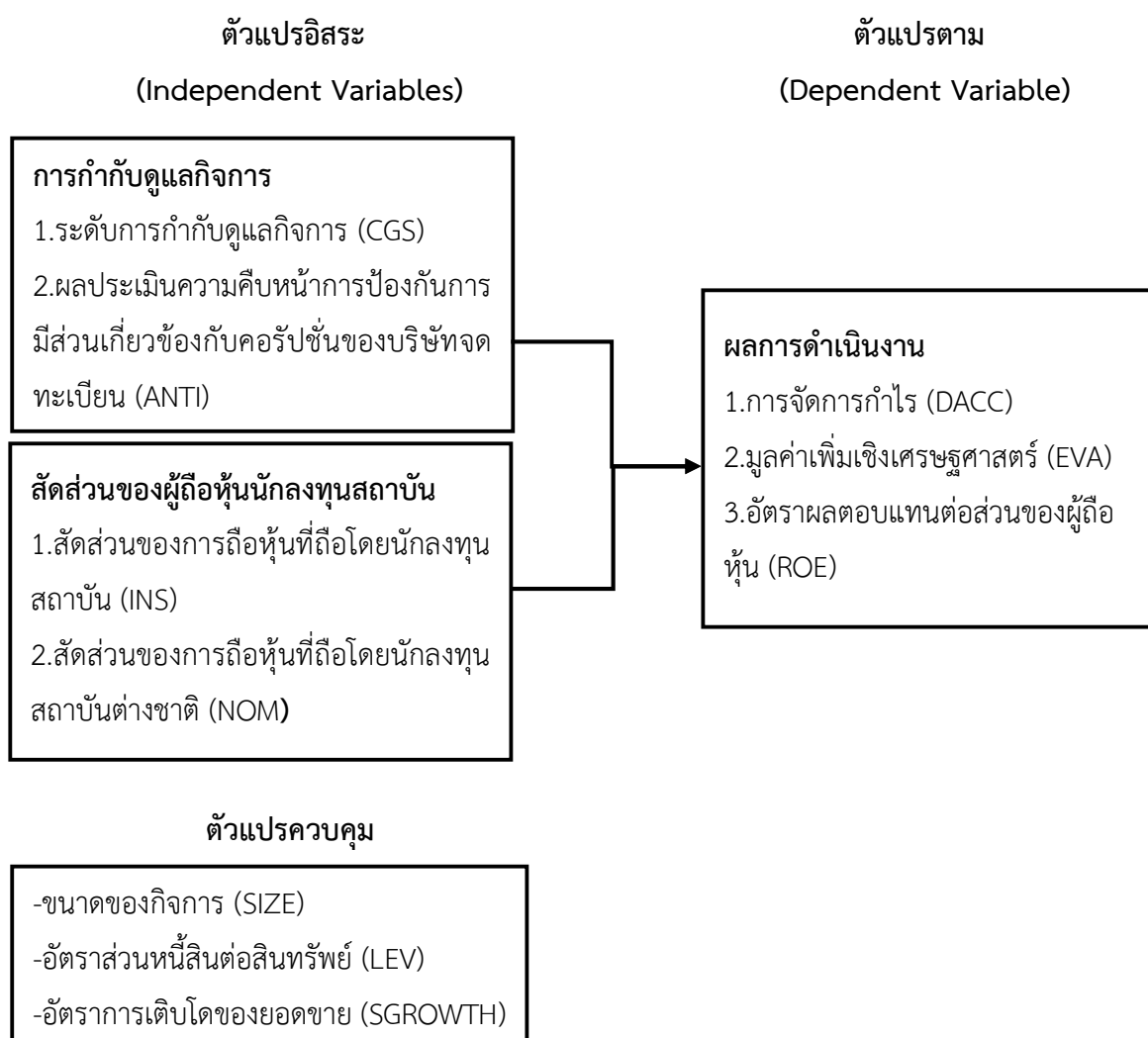
1.2.1 เพื่อศึกษาผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2.2 เพื่อศึกษาผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2.3 เพื่อศึกษาผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 กรอบแนวคิดในการวิจัย

การศึกษากำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีกรอบแนวคิดในการศึกษาดังนี้



ภาพประกอบที่ 1 กรอบแนวคิดการศึกษา

1.4 สมมติฐานของการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย สมมติฐานที่ 1 จะประกอบด้วยสมมติฐานย่อย ดังนี้

สมมติฐานที่ 1.1 ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) มีผลต่อการจัดการกำไร (DACC)

สมมติฐานที่ 1.2 ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) มีผลต่อการจัดการกำไร (DACC)

สมมติฐานที่ 1.3 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) มีผลต่อการจัดการกำไร (DACC)

สมมติฐานที่ 1.4 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) มีผลต่อการจัดการกำไร (DACC)

สมมติฐานที่ 2 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย สมมติฐานที่ 2 จะประกอบด้วยสมมติฐานย่อย ดังนี้

สมมติฐานที่ 2.1 ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

สมมติฐานที่ 2.2 ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

สมมติฐานที่ 2.3 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

สมมติฐานที่ 2.4 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

สมมติฐานที่ 3 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย สมมติฐานที่ 3 จะประกอบด้วยสมมติฐานย่อย ดังนี้

สมมติฐานที่ 3.1 ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

สมมติฐานที่ 3.2 ผลประเมิณความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์ปชั่นของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

สมมติฐานที่ 3.3 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

สมมติฐานที่ 3.4 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

1.5 ขอบเขตของการวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้ศึกษาได้กำหนดขอบเขตของการศึกษา ดังนี้

1.5.1 ขอบเขตด้านเนื้อหา

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัย เรื่อง การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้น นักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการศึกษาวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative research) ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตามโดย

ตัวแปรอิสระ ได้แก่

การกำกับดูแลกิจการที่ได้คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากรายงานผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Corporate Governance Scores) CGS

ผลประเมิณความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์ปชั่นของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) ได้รับผลประเมิณจากสถาบันไทยพัฒน์

สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) และสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากเว็บไซต์ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งเว็บไซต์ www.setsmart.com

ตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย ที่ประกอบด้วย 1) การจัดการกำไร (DACC) 2) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) 3) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จากการเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART และงบการเงิน รายงานประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) รวมถึงข้อมูลอื่นๆจากเว็บไซต์ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.5.2 ขอบเขตของระยะเวลา

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลในช่วงปี 2560 – 2562 รวมระยะเวลา 3 ปี

1.5.3 ขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

การกำหนดประชากร ประชากรที่ใช้ในการวิจัยในครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีเงื่อนไขดังนี้

1. เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มโดยมีวัน สิ้นงวด ณ วันที่ 31 ธันวาคม และมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ได้ข้อมูลในการวัดตัวแปรต่างๆ อย่างครบถ้วนและสามารถเปรียบเทียบกันได้
2. เป็นบริษัทที่ไม่ถูกจัดประเภทให้อยู่ในกลุ่มบริษัทที่กำลังฟื้นฟูกิจการเพื่อเป็นประโยชน์ในการจัดเก็บข้อมูลเพราะบริษัทเหล่านี้ไม่ได้มีข้อมูลซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ ทำการศึกษา และกลุ่มบริษัทที่อยู่ในกลุ่มฟื้นฟูนี้อาจเป็นตัวอย่างที่ไม่ดี และไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุน
3. เป็นบริษัทที่ไม่ถูกขึ้นเครื่องหมาย H (Trading hall) หรือ SP (Trading Suspension) จากตลาดหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลาที่ศึกษา และช่วงประมาณค่าเพราะเครื่องหมาย ดังกล่าวจะเป็นการงดการซื้อขายซึ่งจะทำให้ไม่มีข้อมูลในการซื้อขายหลักทรัพย์
4. ไม่เป็นบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ประกันภัย และกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากกิจการประเภทนี้มีแนวปฏิบัติทางด้านบัญชีแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น
5. ไม่เป็นบริษัทที่มีข้อมูลของงบการเงินไม่ครบถ้วน (Missing Data)

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

มีประโยชน์ที่เกี่ยวข้องคาดว่าจะได้รับดังนี้

1.6.1 ประโยชน์เชิงวิชาการ

- 1) ทำให้เกิดการเพิ่มพูนความรู้หรือแสวงหาความรู้ให้กว้างขวางและสมบูรณ์ในการสนับสนุนทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการวิจัยยิ่งขึ้น
- 2) ทำให้เกิดกลไกการกำกับดูแลกิจการที่นำมาปฏิบัติร่วมกันเพื่อนำไปสู่การลดลงของการบริหารกำไรของผู้บริหาร
- 3) เป็นแนวทางในการปรับปรุงแก้ไขระบบกลไกการกำกับดูแลที่ดีทั้งด้านบริษัทและด้านผู้มีส่วนได้เสีย เพื่อทำให้เกิดความสมดุลในตลาดทุน โดยเฉพาะตลาดทุนในประเทศไทย

1.6.2 ประโยชน์จากการนำผลการศึกษาวิจัยไปใช้

1) เป็นข้อเสนอแนะ สำหรับแนวทางการพัฒนากลไกการกำกับดูแลกิจการที่เหมาะสม และเป็นรูปธรรม ในการสร้างผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และนำเสนอเพื่อเป็นข้อมูลให้นักลงทุนใช้เป็นองค์ประกอบในกลไกการกำกับดูแลกิจการประกอบการพิจารณาตัดสินใจในการลงทุน

2) เป็นประโยชน์และเป็นฐานข้อมูลให้นักวิจัย และผู้ที่สนใจทั่วไปในการขยายขอบเขตของการวิจัยในอนาคตต่อไป

3) ทำให้กิจการทราบถึงแนวโน้มการจัดการกำไรที่อาจเปลี่ยนแปลงตามการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน สามารถทำการวางแผนแก้ไขปัญหาที่อาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือถือโดยนักลงทุนสถาบัน

4) ทำให้หน่วยงานกำกับดูแลกิจการทราบถึงบทบาทของนักลงทุนสถาบันทั้งในและนอกมีต่างชาติที่กำลังมีบทบาทต่อสถานะเศรษฐกิจทั่วโลก ว่าส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรของกิจการในประเทศไทยอย่างไร ซึ่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ มีการสนับสนุนจากกลุ่มนักลงทุนสถาบันมากยิ่งขึ้น หากพบว่ามีทิศทางตรงข้าม และส่งผลให้มีการสนับสนุนการพัฒนาตลาดทุนไทยต่อไป หรือทางมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันจะเป็นแนวทางให้ตลาดหลักทรัพย์หาทางป้องกัน และติดตามการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียน อันมีสาเหตุมาจากนักลงทุนสถาบัน

1.6.3 ประโยชน์ด้านอื่นๆ

นอกจากประโยชน์ข้างต้นที่กล่าวมานี้ การศึกษาวิจัยเกี่ยวกับ การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถใช้เป็นฐานข้อมูลในการจัดทำงานวิจัยสำหรับผู้ที่มีความสนใจศึกษาวิจัยและใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์และใช้เป็นกรณีศึกษาเพื่อการพัฒนาด้านการศึกษาวิจัยสำหรับแนวทางดังกล่าวข้างต้นนี้ต่อไปในอนาคต

1.7 นิยามศัพท์

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หมายถึง ระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำและการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบตามหน้าที่ด้วยความโปร่งใสและสร้างความสามารถในการแข่งขัน เพื่อรักษาเงินทุนและเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวภายใต้กรอบจริยธรรมที่ดี โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่นและสังคมโดยรวมประกอบ (อัญญา ชันธวิทย์ และคณะ, 2552)

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance) ตามความหมายของ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมายถึง ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของ ความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น

การป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน (Preventing Involvement With Corruption) ตามความหมายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2557) หมายถึง การส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนและผู้ประกอบธุรกิจเข้าร่วมกระบวนการรับรองเป็น สมาชิกแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (Thailand's Private Sector Collective Action Coalition: CAC) จึงให้การสนับสนุนโครงการของสถาบันไทยพัฒนา ในการจัดทำ ตัวชี้วัดความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicator) ของบริษัทจดทะเบียนและผู้ประกอบธุรกิจด้วย ตามแผนพัฒนาความยั่งยืน สำหรับบริษัทจดทะเบียน (Sustainability Development Roadmap)

สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของบริษัท (Proportion Of Institutional Shareholders Of The Company) หมายถึง การที่บริษัทมีนักลงทุนที่ไม่ได้เป็น เฉพาะตัวบุคคลมาร่วมลงทุน แต่ เป็นนิติบุคคลอยู่ในรูปแบบทางกฎหมาย ซึ่งจะแตกต่างกันในกลุ่ม นักลงทุนสถาบันด้วยกัน ครอบคลุม ถึงทุกอย่างตั้งแต่บริษัทร่วมทุน ไปถึง ห้างหุ้นส่วนที่จำกัดความรับผิดชอบ และการรวมกลุ่มธุรกิจของ บริษัทหลายบริษัทมาร่วมกันดำเนินธุรกิจ เช่น กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ นักลงทุนสถาบันทำหน้าที่ อิสระ หรือเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มบริษัท ขนาดใหญ่หรือกลุ่ม บริษัทในเครือ เช่น กรณีกองทุนรวม บริษัทในเครือของธนาคาร และบริษัทประกันภัย (Çelik & Isaksson, 2014)

สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (Proportion Of Holding Shares Held By Foreign Institutional Investors) หมายถึง ตัวแทนถือหลักทรัพย์ ที่ไม่ใช่ผู้รับ ประโยชน์ที่แท้จริง ในรูปของกำไรจากการขายเงินปันผล หรือผลตอบแทนอื่นๆ จากหลักทรัพย์นั้นๆ โดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติจะปรากฏอยู่ในทะเบียนรายชื่อผู้ถือหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนใน ฐานะผู้ถือหลักทรัพย์ แทนที่ผู้รับประโยชน์ที่แท้จริง นักลงทุนที่มีเจตนาที่จะอำพรางการถือหุ้นของตน เพื่อทุจริต โดยมากมักใช้นักลงทุนสถาบันต่างชาติเป็นบุคคลหรือนิติบุคคลที่ไม่เข้าข่ายบุคคลที่ เกี่ยวข้องกัน ตามมาตรา 258 ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535

การจัดการกำไร (Profit Management) หมายถึง กำไรที่แท้จริงที่สามารถสะท้อนให้ เห็นถึงผลประกอบการของกิจการได้อย่างน่าเชื่อถือ และเป็นกำไรที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ เพียงพอต่อความต้องการในการดำเนินงานของกิจการ

รายการคงค้างรวม (Total Accruals) หมายถึง รายการคงค้างรวมประจำปี ประกอบด้วยรายการคงค้างปกติและรายการคงค้างเกินปกติ ซึ่งคำนวณได้จากผลต่างระหว่างกำไรสุทธิประจำงวดกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) หมายถึง เทคนิคการวิเคราะห์ทางการเงินที่ใช้ดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพการดำเนินงาน แสดงถึงมูลค่าที่เพิ่มขึ้นขององค์กร หรืออีกนัยหนึ่งก็คือมูลค่าเชิงเศรษฐกิจที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน (ณัฐชา วัฒนวิไล, 2554)

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) เป็นอัตราส่วนที่ทำให้ทราบว่า เงินลงทุนในกิจการนั้น สามารถสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นเป็นเท่าไร เป็นการวัดความสามารถในการทำ กำไรของกิจการ

ขนาดของกิจการ (Business Size) โดยกิจการที่มีขนาดใหญ่กว่าต้องเผชิญกับต้นทุนทางการเงินมากกว่าเมื่อเทียบกับกิจการที่มีขนาดเล็กกว่า เนื่องจากกิจการขนาดใหญ่กว่าจะมีการตรวจสอบอย่างละเอียดของนักวิเคราะห์ทางการเงินมากกว่าตามตลาดของกิจการ (market capitalization) และกิจการขนาดใหญ่กว่ามีการตรวจสอบภายในและการตกแต่งกำไรได้มากกว่า กิจการที่มีขนาดเล็กตามงานวิจัยของ Watt & Zimmerman (1978) และ Sung Wook Joh (2003) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ในทางตรงกันข้ามงานวิจัยของ Michael L. Lemmon, Karl V. Lins (2003) และ Rountree et al. (2008) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ จึงคาดการณ์ว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่กว่าจะมีการตกแต่งกำไรที่น้อยกว่า

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Total Asset Ratio) คืออัตราส่วนที่แสดงการเปรียบเทียบว่า กิจการมีหนี้สินเป็นกี่เท่าของสินทรัพย์รวม ถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมต่ำ แสดงว่ากิจการ มีโครงสร้างหนี้รวมเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วต่ำ ซึ่งจะเกิดผลดีเนื่องจากทำให้กิจการมีภาระในการชำระคืนหนี้สินน้อยและมีโอกาสกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้มาก ตรงกันข้าม ถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมสูง แสดงว่ากิจการมี โครงสร้างหนี้สินรวมเมื่อเปรียบเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วสูง จะเกิดผลเสียเนื่องจาก ทำให้กิจการมีภาระ ในการชำระคืน หนี้สินมาก และมีโอกาสจะกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้น้อย

อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth Rate) เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร จากงานวิจัยที่ของ Abor (2005, 2007) พบว่าอัตราการเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และ Lee, Li, & Yue (2006) พบว่าการเติบโตที่วัดด้วยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมหารด้วย

สินทรัพย์รวมของปีก่อนหน้ามีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่เกิดจาก
ดุลยพินิจของผู้บริหาร

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรอิสระประกอบด้วย ระดับการกำกับดูแลกิจการ ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ ซึ่งได้มาจากการเก็บค่าตัวแปรในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนตัวแปรตาม ประกอบด้วย การจัดการกำไรมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ได้มาจากการเก็บค่าตัวแปรใน www.setsmart.com อีกทั้งผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเอกสาร หนังสือ รวมถึงงานวิจัยทั้งในและต่างประเทศเพื่อให้ทราบแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง และนำมาใช้เป็นแนวทางในการศึกษาวิจัย ซึ่งจะได้นำเสนอเป็นลำดับดังนี้

- 2.1 แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ
- 2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน
- 2.3 แนวคิดเกี่ยวกับนักลงทุนสถาบัน
- 2.4 แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร
- 2.5 แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
- 2.6 แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
- 2.7 ทฤษฎีตัวแทน
- 2.8 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย
- 2.9 ทฤษฎีผลประโยชน์ทับซ้อน
- 2.10 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

2.1.1 ความหมายและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการเป็นเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มบุคคลต่างๆ ได้แก่ คณะผู้บริหารของบริษัท คณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียทุกราย ซึ่งการที่บริษัทที่การกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นจะช่วยให้บริษัทสามารถดำเนินธุรกิจให้บรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมายที่กำหนดไว้ได้ง่ายขึ้น และถือว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นกลไกหนึ่งในการติดตาม และประเมินผลการดำเนินงานให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพอีกด้วย (OECD, 2004)

มีหลายคำนิยามสำหรับการกำกับดูแลกิจการแต่ความหมายโดยรวมก็เน้นไปที่เรื่องราวของความโปร่งใส การตรวจสอบการปฏิบัติงานเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กิจการและคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสีย เช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2558) ได้กล่าวถึงการกำกับดูแลกิจการว่าอาจได้ยินในบริบทอื่น เช่น บริษัทภิบาล หรือ Corporate Governance หรือ CG ซึ่งหมายถึง “การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย”

สังเวียน อินทวิชัย (2548) ให้นิยามว่า หมายถึง “ระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำและการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบตามที่ด้วยความโปร่งใส และสร้างความสามารถในการแข่งขันเพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นระยะยาวภายในกรอบการมีจริยธรรมที่ดีโดยรวมประกอบ”

ศิลปะพร ศรีจันเพชร (2555) กล่าวว่า “การกำกับดูแลกิจการเป็นปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่งในการปรับปรุงประสิทธิภาพขององค์กรซึ่งเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างฝ่ายจัดการ คณะกรรมการเจ้าของและผู้มีส่วนได้เสียอื่น และยังช่วยให้เกิดโครงสร้างที่สำคัญ ซึ่งเป็นกลไกในการกำหนดวัตถุประสงค์ของกิจการและกำหนดวิธีที่จะบรรลุวัตถุประสงค์เหล่านั้น รวมถึงการสอดส่องดูแลผลการปฏิบัติงานของกิจการ”

Samaduzzaman, Zaman & Quazi (2015) ให้ความหมายว่า “กลไกของการกำกับดูแลกิจการเป็นระบบการดำเนินงานภายในของกิจการ ประกอบด้วย นโยบาย มนุษย์ และ กระบวนการต่างๆ ที่การตอบสนองความต้องการของผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสีย ด้วยการควบคุม ดูแล และกำกับการบริหารในการจัดการบริษัทเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ ด้วยความซื่อสัตย์ในธุรกิจ ถือว่าเป็นนโยบายข้อบังคับและกฎที่ถูกระบุไว้ เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นของ บริษัท”

ณญาดา สุขอนันตธรรม (2558) ได้รวบรวมและสรุปความหมายของการกำกับดูแลกิจการที่ดีไว้ว่าเป็นระบบที่จัดให้มีกระบวนการ โครงสร้างและการควบคุมของกิจการ ให้บุคลากรของกิจการทุกคนปฏิบัติตามความรับผิดชอบต่อหน้าที่ด้วยความโปร่งใส ทำให้กิจการเกิดการพัฒนาความสามารถในการแข่งขันเพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวภายใต้กรอบจริยธรรมที่ดีโดยรวม

ไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล (2549) ได้ระบุถึงประโยชน์จากการที่การกำกับดูแลกิจการที่ดีในอีกมุมมองหนึ่งคือ การที่การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะนำมาซึ่งการกระตุ้นการลงทุนของนักลงทุนสถาบันทั้งในและต่างประเทศ เพราะการกำกับดูแลกิจการที่ดียอมทำให้ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายของกิจการได้รับการปฏิบัติในฐานะผู้ถือหุ้นด้วยความโปร่งใส ยุติธรรม ได้รับข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนที่ถูกต้อง ครบถ้วน และทันเวลา การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนต่างๆ รวมถึงนักลงทุนสถาบันจะใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน นอกเหนือจากข้อมูลทางการเงินและข้อมูลดำเนินงานของบริษัท โดยผลการวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันทั้งในและต่างประเทศ

จากความหมายที่กล่าวมาข้างต้น สามารถสรุปความหมายของการกำกับดูแลกิจการได้ว่า หมายถึงกระบวนการและหลักปฏิบัติของบริษัทที่ผู้บริหารใช้บริหารงานและควบคุมการทำงานเพื่อให้เกิดความมั่นใจว่ามีความยุติธรรมและความโปร่งใสในองค์กร โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียเป็นสำคัญ ซึ่งผู้มีส่วนได้เสียขององค์กร เช่น ผู้ถือหุ้น พนักงานบริษัท เจ้าหนี้การค้า ลูกค้า รัฐบาล ชุมชนรวมไปถึงสิ่งแวดล้อมด้วย

2.1.2 วิวัฒนาการของการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย

ในช่วงที่ประเทศไทยประสบวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 เนื่องจากบริษัทในประเทศไทย ส่วนใหญ่มี รูปแบบธุรกิจเป็นแบบครอบครัว แม้ว่าจะเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก็ตาม รวมทั้ง มาตรฐานรายงานทางการเงิน และข้อกำหนดของการเปิดเผยข้อมูลบริษัทยังไม่เพียงพอและ เหมาะสม ทำให้เอื้อประโยชน์ให้แก่ตนเองหรือพวกพ้อง นอกจากนี้ยังใช้แหล่งเงินทุนระยะสั้น มีภาระหนี้สินสูง กระบวนการตรวจสอบจากภายนอกไม่มีประสิทธิภาพ ส่งผลทำให้การกำกับดูแลกิจการอ่อนแอ (Reddy, 2009), (Hodgson, Lhaopadchan & Buakes, 2011) ส่งผลกระทบให้ธุรกิจหลายขนาดต้องประสบปัญหาและเกิดความเสียหายอย่างต่อเนื่อง รัฐบาลไทยจึงให้ความสำคัญถึงการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี นับแต่ปี พ.ศ. 2545 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับรองและส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เห็นถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้มีการเสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติให้แก่บริษัทจดทะเบียน ซึ่งต่อมาในปี พ.ศ. 2549 ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organization for Economic Co-Operation and Development และ ข้อเสนอแนะของธนาคารโลก ในปี พ.ศ. 2555 มีการแก้ไขเพิ่มเติมโดยการเปลี่ยนแปลงในส่วนของแนวทางการปฏิบัติที่ดี ให้สอดคล้องกับ CG Watch และ ASEAN CG Scorecard เพื่อช่วยส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนสามารถปฏิบัติตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการในระดับสากล และสร้างความเชื่อมั่นสำหรับนัก

ลงทุนมากยิ่งขึ้น สำหรับประสิทธิภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการ ตามหลักการกำกับดูแลกิจการ ของตลาดหลักทรัพย์ฯที่กำหนดขึ้นมาเป็นแนวปฏิบัติข้างต้นยังไม่ชัดเจน เห็นได้จากงานวิจัยของ Yammesri&Herath (2010), Chitnomrath,Evans&Christopher (2011) และTantivanichanon, Wongsurawat & Rajchamaha (2015) ผลลัพธ์สะท้อนให้เห็นว่าประสิทธิภาพของการกำกับดูแล กิจการที่ดีทำให้บริษัทสามารถทำกำไร และมูลค่าบริษัทเพิ่มมากขึ้น แต่ Kouwenberg, Salomons & Thontiraw (2014) ผลลัพธ์กลับพบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำกว่ามีผลตอบแทนสูงกว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่า

รมิตา คงเขตวณิช (2559) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแล กิจการ (CGR) กับความสามารถในการทำกำไรโดยใช้อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยพบว่าคะแนนการประเมินการ กำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับ ความสามารถในการทำกำไร 2 ด้าน ได้แก่ ด้านอัตราผลตอบแทน ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) โดยเป็นความสัมพันธ์ เชิงบวก

Samia, Wangb, and Zhouc (2011) ศึกษาถึงผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อ การดำเนินงานและการประเมินมูลค่าของบริษัทในประเทศจีน โดยมีตัวแปรอิสระคือมาตรการกำกับ ดูแลกิจการที่ดี (GOV-SCR) และวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อัตรา ผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และวัดมูลค่าของบริษัทโดยใช้Tobin's Q และมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของ กิจการ อัตราส่วนวัดความเข้มข้นของทุน อัตรากำไรจากผลการดำเนินงานและอัตราส่วนหนี้สินต่อ สินทรัพย์รวม ผลการศึกษาพบว่ามาตรการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลกระทบเชิงบวกกับอัตรา ผลตอบแทนจากสินทรัพย์อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและTobin's Q

สุรางค์ เห็นสว่าง (2560) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลตอบแทนส่วนเกินและผลประกอบการเชิงการเงิน จำนวน 191 บริษัท ใน ระหว่างปี พ.ศ. 2556 - 2558 โดยมีตัวแปรอิสระคือ 1. การกำกับดูแลกิจการใช้ระดับคะแนนการ กำกับดูแลกิจการที่จัดทำโดยสถาบันกรรมการบริษัทไทย 2. โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยใช้การกระจายการ ถือครองหุ้นของนักลงทุนรายย่อย การถือครองหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัท และการถือครอง หุ้นของนักลงทุนสถาบันตัวแปรตามคือผลตอบแทนส่วนเกินและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินและโครงสร้างผู้ถือหุ้น

อย่างไรก็ตามบางงานวิจัยก็ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการตกแต่ง กำไร เช่น Siregar and Utama (2008) ที่ศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย แล้วพบว่าทั้งสองตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์และยังพบอีกว่าการตกแต่งกำไรนั้นก็ไม่มีสัมพันธ์กับ

โครงสร้างของผู้ถือหุ้นและขนาดของกิจการเช่นกันอย่างไรก็ตามยังคงมีอีกหลายปัจจัยที่มีผลต่อการดำเนินงาน เช่น สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระก็มีผลต่อการดำเนินงานที่ดีขึ้นซึ่งช่วยลดโอกาสในการตกแต่งกำไรได้ จากงานวิจัยของ Hermalin and Weisbach (1991) และ Bai et al. (2002) ซึ่งมาจากสาเหตุที่ว่ากรรมการอิสระสามารถตรวจสอบฝ่ายบริหารได้ดีกว่ากรรมการจากภายใน ขนาดของคณะกรรมการอิสระก็มีความสัมพันธ์ต่อผลดำเนินงานของบริษัทเช่นกัน ดังงานวิจัยของ Kyereboach and Beikpe (2002) ที่พบว่าจำนวนของคณะกรรมการบริษัทที่มากขึ้นก็จะส่งผลต่อการดำเนินงานที่ดีขึ้นด้วย จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการเองก็มีส่วนช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีขึ้นดังงานวิจัยของ Evans and Weir (1995) และ Conger et al. (1998)

Epps and Cereola (2008) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทโดยใช้กลุ่มตัวอย่างจาก S&P500 ในระหว่างปี ค.ศ. 2002 - 2004 จำนวน 256 บริษัท 269 บริษัท และ 273 บริษัทตามลำดับโดยใช้ตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการคือคะแนนการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี 61 ข้อใน 8 ประเภทการกำกับดูแลกิจการซึ่งจัดโดยสถาบันนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investor Services: ISS) และวัดผลการดำเนินงานโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและตัวแปรควบคุมคือลอการิทึมธรรมชาติของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท

Pham, Suchard and Zein (2007) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่มีจำนวนเงินทุนมากที่สุดในประเทศออสเตรเลีย จำนวน 150 บริษัท ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1994 ถึง ค.ศ. 2003 เพื่อหาความสัมพันธ์ผลการดำเนินงานของบริษัท โดยดูจาก Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งใช้ตัวแปรในการวัดผลนี้ สัดส่วนความเป็นอิสระของกรรมการและขนาดของคณะกรรมการ จำนวนผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลภายใน และบุคคลภายนอก ผลการศึกษาพบว่า ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทกับกลไกการกำกับดูแลกิจการ อีกทั้ง Tobin's Q และ EVA ยังไม่สามารถเชื่อมโยงหรือหาผลกระทบไปยังกลไกของการกำกับดูแลกิจการได้ สาเหตุของความไม่สัมพันธ์กันครั้งนี้ผู้วิจัยได้อธิบายในการทำวิจัยประเภทนี้ว่า การควบคุมปัจจัยภายในที่มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นทำได้ยากเนื่องจากมีปัจจัยหลายตัวและยากต่อการควบคุม และปัจจัยเหล่านี้ ถูกทำนายว่าเกิดมาจากตัวแปรสาเหตุอื่นๆซึ่งไม่สามารถนำมาวิเคราะห์ได้ทั้งหมด เช่น ธุรกิจบางประเภทมีลักษณะเฉพาะ เช่น สถาบันการเงินหรือบริษัทเงินทุน ส่งผลให้การวิจัยของความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทไม่เกี่ยวข้องกัน ประกอบกับทั้ง Tobin's Q และ EVA นั้น ล้วนแล้วแต่เป็นตัวเลขที่แปรผันตามปัจจัยภายนอกทั้งสิ้น ซึ่งแม้จะทำการปรับเพื่อลดปัจจัยภายนอกออกไปก็ไม่สามารถทำได้หมด

Fodio, Ibikunle & Oba (2013) ที่ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ และคุณภาพกำไรที่รายงานในกลุ่มบริษัทประกันภัยในประเทศไนจีเรีย พบว่ามีผลกระทบในทิศทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกล่าวคือ ยิ่งจำนวนขนาดคณะกรรมการของบริษัทมากขึ้น การบริหารกำไรกลับลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bala & Kumai (2015) ที่ศึกษาลักษณะของคณะกรรมการบริษัทที่มีต่อการบริหารกำไรในกลุ่มบริษัทอาหารและเครื่องดื่มในประเทศไนจีเรีย พบว่ามีผลกระทบในทิศทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และ Soliman & Ragab (2013) ศึกษาผลกระทบของคณะกรรมการบริษัทและการบริหารกำไรในประเทศอียิปต์ ผลลัพธ์ขนาดคณะกรรมการของบริษัทกับการบริหารกำไรมีทิศทางตรงข้ามกัน เช่นกัน

ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงมองว่าการสร้างความเชื่อมั่นสำหรับนักลงทุนเพียงประการเดียวยังไม่เพียงพอสำหรับการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรจะต้องสร้างผลประกอบการที่ดี และบริษัทจะต้องสามารถปรับตัวให้ได้อย่างเหมาะสมกับสภาพธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงไป พร้อมทั้งมีความสัมพันธ์ที่ดีกับสังคมรอบข้างเพื่อให้บริษัทเติบโตในระยะยาวด้วย อีกทั้งเป็นการปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมในส่วนของแนวปฏิบัติทั้ง 5 หมวด ได้แก่

- 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น
- 2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน
- 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย
- 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส
- 5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

การกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นเครื่องมือที่ช่วยเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท เนื่องจากเป็นระบบการบริหารจัดการบริษัทให้มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ซึ่งหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีแนวปฏิบัติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปีพ.ศ. 2555 ที่ใช้อยู่เดิมมุ่งเน้นความสำคัญในการประกอบธุรกิจโดยเฉพาะเรื่องการสร้าง ความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน แต่สร้างความเชื่อมั่นอย่างเดียวยังคงไม่พอต่อสภาวะการแข่งขันธุรกิจในปัจจุบัน ควรจะต้องสร้างผลประกอบการที่ดี เพื่อให้ทันต่อการเปลี่ยนแปลงด้านสภาพธุรกิจ สภาพแวดล้อม เทคโนโลยี และความคาดหวังว่าจะรับผิดชอบต่อสังคมที่เพิ่มขึ้น พร้อมทั้งมีความสัมพันธ์ที่ดีกับสังคมรอบข้างเพื่อให้บริษัทเติบโตในระยะยาวด้วย คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จึงได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ Corporate Governance Code (CG Code) ฉบับปี พ.ศ. 2560 ขึ้นมา เพื่อเป็นแนวทางสำหรับคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนในการปฏิบัติหน้าที่ โดยมุ่งหวังให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีโดยคำนึงถึงความต่อเนื่องในระยะยาว มีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น ผู้ที่เกี่ยวข้อง และผู้มีส่วนได้เสีย สังคม สิ่งแวดล้อม ตลอดจนปรับตัวภายใต้การเปลี่ยนแปลงต่างๆและสำหรับภาพรวมธุรกิจเพื่อพัฒนาตลาดทุนด้วยการ

สร้างมูลค่าเพิ่มและส่งเสริมคุณค่าตลอดห่วงโซ่อุปทาน และเพื่อให้ระบบเศรษฐกิจโดยรวมเติบโตอย่างมีคุณภาพ

ตามหลัก CG Code ได้กำหนดหลักปฏิบัติความเป็นผู้นำของคณะกรรมการครอบคลุมตั้งแต่

- การกำหนดวัตถุประสงค์ เป้าหมายของกิจการที่เป็นไปเพื่อสร้างคุณค่าให้กิจการยั่งยืน การดำเนินการให้บรรลุเป้าหมาย ด้วยการมีคณะกรรมการที่เอื้อให้บรรลุวัตถุประสงค์ ดูแลและพัฒนาผู้บริหารและบุคลากรให้มีความสามารถ ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างรับผิดชอบ
- การติดตามและเปิดเผยข้อมูลโดยดูแลให้มีระบบควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม
- การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล ตลอดจนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น

CG Code จะประกอบไปด้วยเนื้อหาที่สำคัญ 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 หลักปฏิบัติ และหลักปฏิบัติย่อย โดยหลักปฏิบัติหลักมี 8 ข้อ และส่วนที่ 2 แนวปฏิบัติและคำอธิบายในการปฏิบัติในส่วนที่ 1 ซึ่งหลักปฏิบัติ 8 ข้อ มี ดังนี้



ภาพประกอบที่ 2 หลักปฏิบัติสำหรับคณะกรรมการ 8 ข้อ

1. ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน ได้แก่

- กำหนดวัตถุประสงค์ เป้าหมาย กลยุทธ์ นโยบายการดำเนินงานของบริษัท ตลอดจนจัดสรรทรัพยากรที่สำคัญเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมาย โดยต้องมีการติดตาม ประเมินผล และดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน
- กำกับดูแลกิจการให้สามารถแข่งขันได้ มีผลประกอบการที่ดีโดยคำนึงถึงผลกระทบระยะยาว ประกอบธุรกิจอย่างมีจริยธรรม เคารพสิทธิและมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสีย

รวมทั้งสร้างประโยชน์ให้กับสังคมและผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม และช่วยให้กิจการปรับตัวได้ภายใต้ปัจจัยการเปลี่ยนแปลง เพื่อสร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน

- ดูแลให้กรรมการและผู้บริหารทุกคนปฏิบัติหน้าที่ด้วยความรับผิดชอบ รับผิดชอบ ชื่อสัตย์ต่อองค์กร และดูแลให้การดำเนินงานเป็นไปตามกฎหมาย ข้อบังคับ และมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น

- เข้าใจขอบเขตหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการเอง และกำหนดขอบเขตการมอบหมายหน้าที่ความรับผิดชอบให้กรรมการผู้จัดการใหญ่และฝ่ายจัดการอย่างชัดเจน ตลอดจนติดตามดูแลให้มีการปฏิบัติหน้าที่ตามที่ได้รับมอบหมาย

2. กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายทางธุรกิจที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืนโดยวัตถุประสงค์และเป้าหมายควรสอดคล้องกับการสร้างคุณค่าให้ทั้งกิจการ ลูกค้า ผู้มีส่วนได้เสีย และสังคมโดยรวม รวมทั้งการกำหนดเป้าหมายระยะกลางและระยะสั้นก็ควรที่จะสอดคล้องกัน และมีการนำเทคโนโลยีและนวัตกรรมมาใช้ที่เหมาะสม

3. เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผลที่เอื้อต่อการบรรลุผล โดย

- กำหนดและทบทวนโครงสร้างคณะกรรมการ ทั้งเรื่องขนาด องค์กรประกอบ สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ ที่เหมาะสมในการนำพาวงค์กรไปสู่วัตถุประสงค์และเป้าหมายที่กำหนดไว้

- เลือกประธานกรรมการที่เหมาะสมที่สามารถใช้ดุลยพินิจในการตัดสินใจได้อย่างมีอิสระ

- กำกับดูแลให้การสรรหาและคัดเลือกคณะกรรมการมีกระบวนการที่โปร่งใส ชัดเจน และมีคุณสมบัติสอดคล้องกับองค์ประกอบที่กำหนดไว้ รวมทั้งกำกับดูแลให้กรรมการที่ได้รับคัดเลือกมีความรับผิดชอบในการปฏิบัติหน้าที่และจัดสรรเวลาอย่างเพียงพอ

- พิจารณาค่าตอบแทนคณะกรรมการให้มีความเหมาะสมกับความรับผิดชอบและจูงใจให้คณะกรรมการปฏิบัติตามเป้าหมายในการดำเนินงานทั้งระยะสั้นและระยะยาว และเสนอให้ผู้ถือหุ้นอนุมัติ

- กำกับดูแลให้มีกรอบและกลไกในการกำกับดูแลนโยบายและการดำเนินงานของบริษัทย่อยและกิจการอื่นที่บริษัทไปลงทุนอย่างมีนัยสำคัญในระดับที่เหมาะสมกับกิจการแต่ละแห่ง และทำความเข้าใจกับบริษัทเหล่านั้นให้ถูกต้องตรงกัน

- จัดให้มีการประเมินผลการปฏิบัติหน้าที่ประจำปีของคณะกรรมการ คณะกรรมการชุดย่อย และคณะกรรมการรายบุคคล เพื่อนำผลการประเมินไปใช้ในการพัฒนาการปฏิบัติหน้าที่ต่อไป

- กำกับดูแลให้กรรมการแต่ละคนมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับบทบาทหน้าที่ลักษณะการประกอบธุรกิจ และกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจรวมทั้งส่งเสริมให้มีการพัฒนาทักษะและความรู้ที่ใช้ในการปฏิบัติหน้าที่อีกด้วย

- ดูแลให้มั่นใจว่าการดำเนินงานของคณะกรรมการเป็นไปด้วยความเรียบร้อยสามารถเข้าถึงข้อมูลที่จำเป็นได้ มีเลขานุการที่มีความรู้และประสบการณ์ที่จำเป็นเพื่อสนับสนุนการดำเนินงานของคณะกรรมการ

4. สรรหาและพัฒนากรรมการผู้จัดการใหญ่และผู้บริหารระดับสูงให้มีความรู้ ทักษะ ประสบการณ์ และคุณลักษณะที่จำเป็นที่ขับเคลื่อนองค์กร รวมทั้งเข้าใจโครงสร้างการบริหารบุคลากร ดูแลโครงสร้างค่าตอบแทน ติดตามดูแลให้มีการบริหารทรัพยากรบุคคลที่เหมาะสม

5. ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างรับผิดชอบ ด้วยการส่งเสริมนวัตกรรม และการประกอบธุรกิจอย่างรับผิดชอบ ด้วยการสนับสนุนการสร้างนวัตกรรมที่ก่อให้เกิดมูลค่าแก่ ธุรกิจควบคู่ไปกับการสร้างคุณประโยชน์ต่อลูกค้าหรือผู้ที่เกี่ยวข้อง และมีความรับผิดชอบต่อสังคม และสิ่งแวดล้อม และดูแลให้ฝ่ายจัดการจัดสรรและจัดการทรัพยากรให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิภาพ รวมทั้งจัดให้มีการกำกับดูแลและการบริหารจัดการเทคโนโลยีสารสนเทศ เพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการของกิจการ และสร้างโอกาสทางธุรกิจ

6. ดูแลให้มีระบบควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม และเป็นไปตามกฎหมาย จัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบที่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพและเป็นอิสระ รวมทั้งมีการจัดการความขัดแย้งของผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น และจัดการให้มีกลไกในการรับข้อร้องเรียนและดำเนินการกรณีมีเบาะแส

7. รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล ดูแลให้รายงานทางการเงิน และเปิดเผยข้อมูลสำคัญต่างๆ ถูกต้อง เพียงพอ ทันเวลา เป็นไปตามมาตรฐานและแนวปฏิบัติที่เกี่ยวข้อง ดูแลสภาพคล่องทางการเงินและความสามารถในการชำระหนี้ โดยคำนึงถึงความเป็นธรรมต่อเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น รวมทั้งจัดการให้มีหน่วยงานหรือผู้รับผิดชอบงานนักลงทุนสัมพันธ์เพื่อสื่อสารกับผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่น และส่งเสริมให้มีการนำเทคโนโลยีสารสนเทศมาใช้เผยแพร่ข้อมูล

8. สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น ให้ผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมในการตัดสินใจในเรื่องสำคัญ ดูแลให้วันประชุมผู้ถือหุ้นเป็นไปด้วยความเรียบร้อย โปร่งใส มีประสิทธิภาพ พร้อมทั้งเปิดเผยมติที่ประชุมและจัดทำรายงานการประชุมผู้ถือหุ้นให้เป็นไปอย่างถูกต้องและครบถ้วน

ซึ่งหลักปฏิบัติ 8 ข้อ เหล่านี้จะถูกคณะกรรมการของบริษัทนำไปบูรณาการเข้าไปในกระบวนการดำเนินธุรกิจของบริษัท 3 ประการ คือ

1. การกำหนดวัตถุประสงค์ เป้าหมายของกิจการที่เป็นไปเพื่อสร้างคุณค่าให้กิจการยั่งยืน
2. การดำเนินการให้บรรลุเป้าหมาย ด้วยการมีคณะกรรมการที่เอื้อให้บรรลุวัตถุประสงค์

ดูแลและพัฒนาผู้บริหารและบุคลากรให้มีความสามารถ ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างรับผิดชอบ

3. การติดตามและเปิดเผยข้อมูลโดยดูแลให้มีระบบควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล ตลอดจนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 1 แสดงกระบวนการดำเนินธุรกิจกับหลักปฏิบัติ 8 ข้อภายใต้กรอบ CG Code





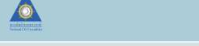
กระบวนการ ดำเนินธุรกิจ	หลักปฏิบัติ 8 ข้อ
1. กำหนดวัตถุประสงค์	หลักปฏิบัติที่ 1 ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของ คณะกรรมการของบริษัทในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน หลักปฏิบัติที่ 2 กำหนดวัตถุประสงค์ และเป้าหมายหลักของกิจการที่ เป็นไปเพื่อความยั่งยืน
2. ดำเนินการตามวัตถุประสงค์ที่กำหนด	หลักปฏิบัติที่ 3 เสริมสร้างคณะกรรมการของบริษัทที่มีประสิทธิภาพ หลักปฏิบัติที่ 4 สรรหา และพัฒนาผู้บริหารระดับสูง และการบริหารบุคลากร หลักปฏิบัติที่ 5 ส่งเสริมนวัตกรรม และประกอบธุรกิจอย่างมีความ
3. ติดตามผลการดำเนินงานและเปิดเผยข้อมูล	หลักปฏิบัติที่ 6 ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยง และการควบคุมภายในที่เหมาะสม หลักปฏิบัติที่ 7 รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงิน และการเปิดเผยข้อมูล หลักปฏิบัติที่ 8 สนับสนุนการมีส่วนร่วม และการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560)

จากหลักเหล่านี้ หากคณะกรรมการบริษัทนำไปปฏิบัติและปรับใช้แล้วพบว่า สภาพธุรกิจของบริษัทไม่เหมาะสมกับหลักการเหล่านี้ คณะกรรมการสามารถอธิบายเหตุผลและมาตรการทดแทน และบันทึกไว้ในรายงานการประชุมคณะกรรมการบริษัทได้ โดยจะต้องมีการพิจารณาทบทวนความเหมาะสมในการนำ CG Code ไปใช้อย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง และต้องมีข้อยืนยันว่ากรรมการได้พิจารณา

และทบทวนการนำหลักปฏิบัติตาม CG Code ไปปรับใช้ตามบริบททางธุรกิจของบริษัทแล้ว และต้องเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปี และแบบแสดงข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1)

ถึงแม้ว่าจะมีการนำหลัก CG Code มาปรับใช้ให้เหมาะสมกับสภาพทางธุรกิจ แต่ในด้านของการประเมินรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนยังคงใช้หลักเกณฑ์เดิมในการประเมินคือ ใช้กรอบพิจารณาแบ่งเป็น 5 หมวด แต่น้ำหนักที่ใช้ประเมินในแต่ละหมวดอาจเปลี่ยนแปลงไปตามความเห็นชอบของคณะกรรมการโครงการ (สามารถดูรายละเอียดหลักเกณฑ์ในการประเมินได้จากภาคผนวก ก) โดยการให้คะแนนจะแบ่งเป็น 5 ระดับ ตั้งแต่ผ่านไปถึงระดับดีเลิศ ดังตารางและรูปภาพต่อไปนี้

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 - 100		ดีเลิศ (Excellent)
80 - 89		ดีมาก (Very Good)
70 - 79		ดี (Good)
60 - 69		ดีพอใช้ (Satisfactory)
50 - 59		ผ่าน (Pass)
ต่ำกว่า 50	-	N/A

ภาพประกอบที่ 3 ระดับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

โดยขอบเขตของงานวิจัยนี้เป็นการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง พ.ศ.2560-2562 หลักเกณฑ์ น้ำหนักที่ใช้ในการประเมิน CG Code ในช่วงเวลาดังกล่าวตามตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 2 หลักเกณฑ์การประเมินรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนปี 2560-2562

หัวข้อ	หลักเกณฑ์การประเมิน (ข้อ)			น้ำหนัก (%)		
	2560	2561	2562	2560	2561	2562
1. สิทธิของผู้ถือหุ้น	32	32	32	15	15	15
2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม	19	19	19	10	10	10
3. การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย	29	29	29	20	20	20

ตารางที่ 2 (ต่อ)

หัวข้อ	หลักเกณฑ์การประเมิน (ข้อ)			น้ำหนัก (%)		
	2560	2561	2562	2560	2561	2562
4.การเปิดเผยข้อมูลและ ความโปร่งใส	53	53	53	20	20	20
5.ความรับผิดชอบของ คณะกรรมการ	108	108	108	35	35	35
รวม	241	241	241	100	100	100

ดังนั้นจากการที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการย่อมส่งผลดีทั้งกับบริษัท และกับตลาดทุนโดยรวม นอกจากนี้ การประเมินการกำกับดูแลกิจการรายบริษัทจดทะเบียนโดยหน่วยงานภายในประเทศ จะช่วยทำให้เกิดพัฒนาการของบริษัทจดทะเบียนในปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการให้เป็นมาตรฐานสากล เช่น โครงการการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน (CGR) โดยสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทย โครงการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นโดยสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย เป็นต้น

2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน

ความหมายของคำว่า การทุจริตคอร์รัปชัน

คำว่า “ทุจริต” พจนานุกรมฉบับราชบัณฑิตยสถาน (2542) ให้ความหมายของคำว่า “ทุจริต” หมายถึงความประพฤติชั่ว คดโกง ฉ้อโกง เป็นต้น

จากรุวรรณ สุขุมาลพงษ์ (2556) กล่าวว่า การทุจริตคอร์รัปชัน เป็นการฉ้อราษฎร์บังหลวง คดโกง ทุจริตอย่างกว้างขวาง ส่วนมากใช้ในเรื่องทุจริตและการไม่เชื่อตรงต่อหน้าที่ในวงราชการ

ผาสุก พงษ์ไพจิตร และ สังคีต พิริยะรังสรรค์ (2549) ให้ความหมายว่า การคอร์รัปชัน เป็นการใช้อำนาจเพื่อให้ได้มาซึ่งผลกำไร ตำแหน่ง ชื่อเสียง เกียรติยศ หรือผลประโยชน์เฉพาะกลุ่ม โดยการฝ่าฝืนกฎหมายหรือมาตรฐานทางศีลธรรม รวมถึงพฤติกรรมเบี่ยงเบนของผู้มีตำแหน่งในราชการ เพื่อให้ได้ผลประโยชน์เข้าตนและพวกพ้อง ทั้งในด้านสังคม การเงิน และ ตำแหน่ง

Myrdal (1986) และประชัย เปี่ยมสมบูรณ์ (2551) ได้กล่าวถึงความหมายของคำว่า “ทุจริต” หรือ “คอร์รัปชัน” ว่า “คอร์รัปชัน” มาจากคำว่า Corrupt ที่แปลว่า คดโกง กินสินบน ต่ำช้า ชั่ว ไม่บริสุทธิ์ ดังนั้นในการวินิจฉัยว่าการกระทำเป็นการทุจริตหรือไม่ หรือการกระทำใดเป็นการ

ทุจริตของเจ้าหน้าที่ของรัฐหรือข้าราชการ และผู้ดำรงตำแหน่งทางการเมืองหรือไม่นั้น จะต้องพิจารณาจากองค์ประกอบ ดังต่อไปนี้

1. ผู้กระทำได้รับประโยชน์อย่างใดอย่างหนึ่ง ไม่ว่าจะเงินหรือไม่ก็ตาม รวมถึงการรับสินบนด้วย
2. ผู้กระทำการไม่มีอำนาจโดยชอบด้วยกฎหมายที่กระทำการตามข้อ 1)
3. การได้รับประโยชน์เป็นผลเสียหายแก่ส่วนได้เสียของสาธารณะหรือประชาชนเป็นส่วนใหญ่
4. ผู้กระทำการมีตำแหน่งฐานะในหน้าที่ราชการ และได้กระทำภายใต้ตำแหน่งหน้าที่ราชการของตน
5. การกระทำของบุคคลนั้นเป็นการฝ่าฝืน หรือละเมิดต่อกฎหมาย ระเบียบ ข้อบังคับที่กำหนดไว้ สำหรับการปฏิบัติหน้าที่ราชการโดยทำให้ระบบราชการเสียหาย

คำว่า “มิชอบ” หมายถึง ไม่เป็นไปตามกฎหมาย ระเบียบของทางราชการ คำสั่งของผู้บังคับบัญชา มติคณะรัฐมนตรี แบบธรรมเนียมของทางราชการ หรือตามทำนองคลองธรรม คือ ไม่เป็นไปตามทางที่ถูกที่ควรและคำว่า “ประพหุติมิชอบ” หมายถึง การใช้อำนาจหน้าที่ในตำแหน่ง หรือการใช้อำนาจหน้าที่อันเป็นการฝ่าฝืนกฎหมายระเบียบ คำสั่ง หรือมติคณะรัฐมนตรีที่มุ่งหมายการใช้เงินของแผ่นดิน

จากความหมายของ คำว่า “ทุจริต” หรือ “Corrupt” ที่กล่าวมาข้างต้น เป็นความหมายเนื่องมาจากระเบียบทางสังคม วัฒนธรรม และค่านิยมในสังคมของประเทศนั้น ๆ ที่แตกต่างกันคือ สังคมตะวันตกการให้สินจ้างรางวัลในการปฏิบัติหน้าที่ที่มีความละเอียดอ่อนกว่า กล่าวคือถึงแม้ว่าจะไม่ผิดทางราชการ แต่ก็ถือว่าเป็นการคอร์รัปชันได้ ส่วนในแถบประเทศตะวันตก เช่น อินเดีย จีน และไทย กลับมองว่าเป็นค่าธรรมเนียมที่ทุกสังคมจะขาดเสียมิได้ เพราะถือว่าเป็นการแสดงน้ำใจไมตรี ดังนั้นจึงเป็นปัญหาให้นักรัฐศาสตร์ และนิติศาสตร์ ร่วมกันคิดว่าจะถือปทัสถานของสังคมเป็นหลักในการวินิจฉัยว่าการกระทำเป็นคอร์รัปชันหรือไม่ โดยเฉพาะในปัจจุบันการคมนาคมมีความเจริญมากขึ้น การไปมาระหว่างประเทศนั้นมีมากขึ้น ปัญหาความขัดกันทางปทัสถานจึงมีความสับสนกัน (พรชัย เลื่อนฉวี, 2553)

กล่าวโดยสรุป การทุจริตคอร์รัปชัน หมายถึง การประพหุติชั่วทั้งกาย วาจา และใจ ด้วยการรับสินบน การคดโกงไม่สุจริต ไม่ซื่อตรงและไม่ซื่อสัตย์ มีพฤติกรรมเพื่อแสวงหาประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าประโยชน์ส่วนรวมจนส่งผลให้ประเทศชาติได้รับความเสียหายขาดศักยภาพในการพัฒนาประเทศ

รูปแบบของการทุจริตคอร์รัปชัน

สังคิต พิริยะรังสรรค์ (2549) ได้นำเสนอรูปแบบของการทุจริตคอร์รัปชันของในสังคมไทย ในปัจจุบัน ประกอบไปด้วย 15 ลักษณะ ดังนี้คือ 1) การแสวงหาค่าเช่าทางเศรษฐกิจ เช่น การผูกขาด การให้สัมปทาน และการเรียกเก็บส่วนแบ่งอย่างผิดกฎหมาย โดยการสร้างความขาดแคลนเทียม เช่น ปัญหาการขาดแคลนน้ำตาล 2) เคลปโต เครซี (Kleptocracy) เป็นการนำทรัพยากรของรัฐมาเป็นของครอบครัวและอาจกระทำโดยการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ 3) การมีผลประโยชน์ทับซ้อน หมายถึง สถานการณ์ที่เจ้าหน้าที่ของรัฐมีผลได้รับผลเสียส่วนตัว และผลดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจ หรือ การกระทำหน้าที่โดยขาดความเที่ยงธรรม 4) การใช้อิทธิพลทางการเมืองหาผลประโยชน์ จากตลาดหลักทรัพย์ (ปันราคาหุ้นของตัวเอง) 5) ปกปิดการบริหารงานที่ไม่ถูกต้อง การปิดบัง และให้การเท็จ 6) การใช้นโยบาย กฎหมาย กฎเกณฑ์ ข้อบังคับต่าง ๆ อย่างมีอคติและลำเอียง 7) การใช้อิทธิพลทางการเมืองค้าแสดง บทบาทเป็นนายหน้าหรือมีผลประโยชน์ทับซ้อน จากการค้าขายต่าง ๆ ตอบแทน การแลกเปลี่ยนสินค้าเกษตรกับประเทศคู่ค้า 8) การใช้ทรัพยากรของรัฐในทางมิชอบ การปลอมแปลง เอกสาร การฉ้อฉล การใช้กองทุนของรัฐ เพื่อหาประโยชน์ทางการเมือง 9) ไม่กระทำการตามหน้าที่ แต่ใช้ลัทธิพรรคพวกแทน เช่น การฮั้วประมูล 10) การให้และการรับสินบน การขู่เข็ญบังคับและการให้สิ่งล่อใจ 11) การยอมรับของขวัญที่ไม่ถูกต้อง เช่น เช็คของขวัญและสินบนที่มีมูลค่าสูง 12) ผู้บริหารประเทศทำตัวเป็นผู้อุปถัมภ์รายใหญ่ของประเทศโดยใช้นโยบายประชานิยม 13) ใช้อำนาจของตำรวจ ทหาร และข้าราชการในทางที่ผิด 14) ทุจริตการเลือกตั้ง ทั้งการซื้อเสียง และการทุจริตด้วยวิธีต่าง ๆ และ 15) การบริจาคเพื่อช่วยเหลือการรณรงค์ที่ผิดกฎหมาย เช่น การบริจาคให้แก่ นักการเมืองและ พรรคการเมืองรัฐบาล เพื่อที่จะมีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายของรัฐบาล

ฉัตร เตโช (2560) ได้กล่าวถึงสาเหตุของการทุจริตที่พบในสังคมไทย มีทั้งหมด 4 ด้าน คือ 1. ด้านเศรษฐกิจและการครองชีพ ได้แก่ งบประมาณรายจ่ายของรัฐเป็นสิ่งล่อใจ ประชาชนซื้อความสะดวกจากเจ้าหน้าที่ของรัฐ และเจ้าหน้าที่ของรัฐมีรายได้ไม่เพียงพอเมื่อเทียบกับรายจ่าย 2. ด้านระบบบริหารราชการ ได้แก่ ผู้บังคับบัญชาบกพร่อง ไม่กำกับดูแลให้เป็นไปตามระเบียบจนทำให้เกิดการทุจริต และขาดดุลแห่งอำนาจในการบริหารราชการส่วนกลาง ส่วนภูมิภาค และส่วนท้องถิ่น ทำให้การควบคุมดูแลไม่ทั่วถึงจึงเกิดการทุจริตในวงราชการได้ง่าย รวมถึงความเกรงใจและเกรงกลัวผู้บังคับบัญชา ใช้อำนาจหน้าที่แสวงหาประโยชน์ ไม่ศึกษาและปฏิบัติตามระเบียบแบบแผนของทางราชการ 3. ด้านสังคม วัฒนธรรม และศีลธรรม ได้แก่ การที่เจ้าหน้าที่ของรัฐขาดคุณธรรม การประพฤติตัวเป็น แบบอย่างไม่ดีของเจ้าหน้าที่ของรัฐชั้นผู้ใหญ่ ที่ทุจริตคอร์รัปชันแล้วไม่ถูกจับ จึงเป็นตัวอย่งให้เจ้าหน้าที่ของรัฐใน ระดับชั้นผู้น้อยทำตาม สังคมไทยที่เน้นวัตถุนิยมมากกว่าความดีงาม และศีลธรรม เงิน คือ สิ่งที่มีคุณค่าของสังคม เจ้าหน้าที่ของรัฐใช้จ่ายฟุ่มเฟือยทางด้านอุปโภคบริโภค จึงต้องดิ้นรนด้วยการทุจริตคอร์รัปชัน 4. ด้านกฎหมายและวิธีการ ได้แก่ การลงโทษทางวินัย ที่มี

ความยุ่งยากในการหาพยานหลักฐาน เพราะมีระเบียบ ขั้นตอนมากในการสอบสวน การพิสูจน์ พฤติกรรมการทุจริตคอร์รัปชันและประพฤตินิยมชอบ จะต้องมีความชัดเจนจึง ยากแก่การพิสูจน์

อรพรรณ เลิศจุฬารัตน (2559) การศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยวัดจากผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ และผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวก ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE อย่างมีนัยสำคัญ เมื่อพิจารณามูลค่ากิจการของบริษัทในมุมมองทางการตลาดจะพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยวัดจากผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น และผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมกับตัวแปรตามที่แตกต่างกัน นั่นคือ โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

จะเห็นได้ว่าปัญหาคอร์รัปชัน เป็นที่ปรากฏอย่างชัดเจนและปรากฏในทุกประเทศ โดยเฉพาะในสังคมที่กำลังพัฒนา เนื่องจากมีปัจจัยต่างๆ จำนวนมากที่เอื้อต่อการเจริญเติบโตของการคอร์รัปชัน ซึ่งก่อให้เกิดผลกระทบในการบั่นทอนความเจริญเติบโตของทุกประเทศทั่วโลก เนื่องจากประเทศใดที่มีการคอร์รัปชันจำนวนมากจะส่งผลกระทบต่อการพัฒนาของประเทศนั้นในทุกๆ ด้าน จนเป็นเหตุให้บั่นทอนการพัฒนาประเทศอย่างยั่งยืน และเป็นภัยต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศเป็นอย่างยิ่ง ด้วยเหตุนี้ปัญหาคอร์รัปชันจึงถูกยกเป็นปัญหาสำคัญระดับโลกขึ้นอย่างจริงจัง ทำให้เกิดการจัดตั้งองค์กรเพื่อความโปร่งใสนานาชาติ Transparency International (TI) ในประเทศเยอรมนีซึ่ง ได้รับการสนับสนุนจากธนาคารโลก (World Bank) รัฐบาลประเทศต่าง ๆ และองค์กรข้ามชาติบางองค์กร โดย TI เป็นองค์กรนานาชาติ ไม่มุ่งหวังผลกำไรและเป็นองค์กรภาคประชาสังคมระดับโลก มีเครือข่ายกว่า 120 ประเทศทั่วโลก วัตถุประสงค์หลักในการก่อตั้ง TI คือ 1) ผลักดันการคอร์รัปชันเป็นวาระของโลก 2) แสดงบทบาทสำคัญในการจัดทำอนุสัญญาการต่อต้านคอร์รัปชัน และ 3) ยกกระดับมาตรฐานความแข็งแกร่งภาครัฐ พร้อมทั้งจัดทำดัชนีภาพลักษณ์คอร์รัปชัน (Corruption Perceptions Index : CPI) เพื่อเป็นตัวชี้วัดปรากฏการณ์คอร์รัปชันในประเทศต่างๆ ทั่วโลก เป็นประจำทุกปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 เป็นต้นมา (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2557)

นอกจากนี้ องค์การสหประชาชาติ ตระหนักว่าเครื่องมือทางกฎหมายต่อต้านคอร์รัปชันเป็นสิ่งจำเป็น จึงได้จัดประชุมเพื่อหาเครื่องมือเหล่านี้ที่สำนักงานใหญ่ the United Nations Office on Drugs and Crime (UNODC) และในปี พ.ศ. 2546 ที่ประชุม General Assembly ได้ยอมรับผลข้อตกลงการประชุม United Nations Convention against Corruption (UNCAC) พร้อมทั้งกำหนดให้สำนักงานสหประชาชาติด้าน UNODC เป็นเลขานุการของการประชุม UNCAC และที่ประชุมได้กำหนดให้วันที่ 9 ธันวาคม เป็นวันต่อต้านคอร์รัปชันสากล (International Anti Corruption Day) เพื่อให้โลกเกิดความตระหนักในการต่อสู้และป้องกันปัญหาคอร์รัปชัน อีกทั้ง UNCAC กำหนดให้ประเทศสมาชิกบัญญัติกฎหมายจัดระเบียบสถาบัน เพื่อป้องกันคอร์รัปชัน รวมถึงการลงโทษเพิ่มการบังคับใช้กฎหมายระหว่างประเทศ และขอความร่วมมือจากศาลให้มีกลไกตรวจสอบทรัพย์สินพร้อมทั้งให้มีการแลกเปลี่ยนข้อมูล เพื่อร่วมกันแก้ไขปัญหาการคอร์รัปชัน อย่างมีประสิทธิภาพต่อไป (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2557)

สำหรับประเทศไทย นอกจากการจัดตั้งหน่วยงานที่ทำหน้าที่ป้องกันและปราบปรามการทุจริตหลายองค์กร เช่น สำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตแห่งชาติ (ป.ป.ช.) สำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตในภาครัฐ (ปปท.) สำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการฟอกเงิน (ปปง.) สำนักงานการตรวจเงินแผ่นดิน (สตง.) และมีตัวบทกฎหมายมากมายเพื่อลงโทษผู้กระทำความผิดทุจริตคอร์รัปชันแล้วนั้น ความร่วมมือระหว่างภาคเอกชนยังถือเป็นส่วนสำคัญเพื่อแก้ปัญหาทุจริตคอร์รัปชันดังเช่น การจัดตั้งโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption “CAC”) ที่ได้รับการสนับสนุนการจัดทำโดยรัฐบาลและ ป.ป.ช. และดำเนินการโดยความร่วมมือของ 8 องค์กรชั้นนำอันได้แก่ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย หอการค้าไทย หอการค้านานาชาติ สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย สมาคมธนาคารไทย สมาคมธุรกิจตลาดทุนไทย สมาคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย และสมาคมอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2557)

สถาบันไทยพัฒน์ (Thaipat Institute) เป็นองค์กรสาธารณประโยชน์ ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ. 2542 ทำงานด้านการส่งเสริมความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการด้วยการวิจัย (Research) การฝึกอบรม (Training) และการให้คำปรึกษา (Consulting) ด้านบรรษัทภิบาลหรือความรับผิดชอบต่อสังคมให้แก่ภาคเอกชนภายใต้บริบทของการพัฒนาที่ยั่งยืน ได้รับการรับรองจากองค์กรแห่งการริเริ่มว่าด้วยการรายงานสากล (Global Report Initiative : GRI) ให้เป็น GRI Certified Training Partner ในปี พ.ศ. 2556 ครอบคลุมการดำเนินงานในประเทศไทย อินโดนีเซีย มาเลเซีย เวียดนาม ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ และยังได้เป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียภาคองค์กร (Organizational Stakeholder) ของ GRI มา ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 นอกจากนี้ สถาบันไทยพัฒน์ ได้พัฒนาทีมที่ปรึกษาซึ่งผ่านการอบรมและ

ได้รับ การรับรองให้เป็น Certified Shared Value Consultant จาก Shared Value Initiative สำหรับรองรับความต้องการขององค์กรที่ประสงค์จะนำแนวคิด CSV (Creating Shared Value) มาพัฒนาเป็นกลยุทธ์ธุรกิจเพื่อตอบโจทย์ทางสังคมโดยดึงศักยภาพและความเชี่ยวชาญขององค์กรมาใช้สร้างคุณค่าเชิงเศรษฐกิจและสังคมไปพร้อมกัน (สถาบันไทยพัฒนา, 2555)

ในฐานะหน่วยงานด้านวิชาการ ซึ่งทำหน้าที่ช่วยเหลือสนับสนุนการขับเคลื่อนความรับผิดชอบต่อสังคมของภาคธุรกิจ ได้จัดทำแนวทางการประเมินระดับการรายงานแห่งความยั่งยืนของกิจการเมื่อปี พ.ศ. 2556 และได้พัฒนาเป็นโครงการประกาศรางวัลรายงานแห่งความยั่งยืน (Sustainability Report Award) ซึ่งเป็นกิจกรรมหนึ่งในงานสัมมนา CSR Thailand ประจำปีเพื่อส่งเสริมการจัดทำรายงานแห่งความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนและบริษัททั่วไปในปี พ.ศ. 2557 สถาบันไทยพัฒน์มีแนวคิดในการจัดทำโครงการประเมินการดำเนินการเพื่อความยั่งยืนของของบริษัทจดทะเบียนไทย ซึ่งบริษัทให้ความสำคัญกับการปฏิบัติ โดยจะนำข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยในรูปแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) หรือรายงานประจำปี (แบบ 56-2) ซึ่งครอบคลุมการดำเนินงานที่เกี่ยวกับเรื่อง CSR และการต่อต้านการทุจริต (Anti-Corruption) มาใช้ในการประเมิน (สถาบันไทยพัฒนา, 2555) เนื่องจากโครงการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนที่สถาบันไทยพัฒนาจะดำเนินการมีความสอดคล้องกับแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงาน ก.ล.ต. สถาบันไทยพัฒนาจึงได้เสนอเข้ามาจัดทำ CSR Progress Indicator และ Anti-Corruption Indicator ดังกล่าว เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำผลการประเมินไปใช้เป็นข้อมูลสำหรับการวางแผนพัฒนา ปรับปรุงการดำเนินธุรกิจให้เป็นไปด้วยความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม รวมทั้งการพัฒนา แนวทางและมาตรการในการสนับสนุนการพัฒนาความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนได้อย่างมีประสิทธิภาพและสอดคล้องกับกรอบหรือมาตรฐานที่เป็นสากล (สถาบันไทยพัฒนา, 2555)

ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) สนับสนุนสถาบันไทยพัฒนา จัดทำตัวชี้วัดการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการ ป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (Anti-corruption Progress Indicator) โดยแบ่งออกเป็น 5 ระดับ ได้แก่

ระดับ 1. มินโยบาย (Committed) การแสดงให้เห็นถึงคำมั่นจากผู้บริหาร สูงสุดและองค์กร โดยมติและนโยบายของคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วน เกี่ยวข้องกับการทุจริตและขอบเขตการดำเนินการ หรือมติคณะกรรมการถึงการรับทราบหน้าที่ดูแล ให้บริษัทปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมาย (รวมถึง กฎหมายเกี่ยวกับการห้ามจ่ายสินบน หรือการ สนับสนุนการทุจริต)

ระดับ 2. ประกาศเจตนารมณ์ (Declared) การแสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นโดย การประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านการทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในทำนองเดียวกัน ที่แสดงให้เห็นว่า คณะกรรมการบริษัทมีเจตนารมณ์ที่จะดำเนินการเพื่อต่อต้านการทุจริตในสังคม

ระดับ 3. มีมาตรการป้องกัน (Established) การแสดงให้เห็นถึงระดับขอบเขต ของนโยบายของบริษัท เช่น ไม่จ่ายให้เจ้าหน้าที่รัฐ ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องและต่อต้านผู้เกี่ยวข้อง การสื่อสาร และฝึกอบรมแก่พนักงานเพื่อให้ความรู้เกี่ยวกับนโยบายและแนวปฏิบัติในการต่อต้านการทุจริต

ระดับ 4. ได้รับการรับรอง (Certified) การแสดงให้เห็นว่ามีการสอบทานความ ครบถ้วน เพียงพอของกระบวนการจากคณะกรรมการตรวจสอบ หรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน คณะกรรมการ กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ให้ความเห็นชอบ การได้รับรองเป็นสมาชิกแนว ร่วมปฏิบัติ (CAC) ของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านคอร์รัปชัน หรือได้รับการตรวจสอบจาก Independent External Assurance

ระดับ 5. ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง (Extended) การแสดงให้เห็นถึงนโยบายที่ ครอบคลุมถึง หุ้นส่วนทางธุรกิจ ที่ปรึกษา ตัวกลาง หรือตัวแทนธุรกิจ รวมถึงการดำเนินการผลักดันให้ คู่ค้าในห่วง โซ่ธุรกิจดำเนินนโยบายและแนวปฏิบัติที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริต

โดยผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน เป็น ปัจจัยที่สำคัญที่ผู้นำภาคธุรกิจส่วนใหญ่มีความเข้าใจถึงธรรมชาติของการคอร์รัปชันในประเทศไทย เป็นอย่างดี ทั้งสิ่งที่เป็นสาเหตุของการคอร์รัปชันและผลกระทบที่เกิดจากการคอร์รัปชัน และมีผลต่อ การลดทอนประสิทธิภาพในการแข่งขันของประเทศ ทำให้ภาพลักษณ์ของประเทศไม่ดีนัก รวมถึง ทำลายคุณค่าที่ดีทางสังคม ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควร ตระหนักถึงความสำคัญของหลักธรรมาภิบาลในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส ไร้คอร์รัปชันตรวจสอบ ได้ เปิดเผยข้อมูลอย่างมีคุณภาพและเป็นที่ยอมรับในระดับสากล เนื่องจากในปัจจุบัน ความต้องการ ของผู้ลงทุนที่มีต่อข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน ไม่ได้จำกัดอยู่เพียงข้อมูลทางการเงิน ซึ่งเป็นการ สะท้อนถึงผลประกอบการในอดีต ผู้ลงทุนได้ให้ความสำคัญของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเลขทางการเงินเพิ่ม มากขึ้นเรื่อย ๆ ทั้งประเด็นด้านความรับผิดชอบต่อสังคมด้วย

2.3 แนวคิดเกี่ยวกับนักลงทุนสถาบัน

Bushee and Noe (2000) วิจัยด้านการเปิดเผยข้อมูลของกิจการส่งผลกระทบต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ที่เป็นนักลงทุนสถาบัน และผลตอบแทนหลักทรัพย์ หากบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลในระดับสูง จะมีผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน โดยนักลงทุนสถาบันดังกล่าวจัดเป็นนักลงทุนสถาบันที่ดูถึงการ เปิดเผยข้อมูลมากโดยไม่ได้พิจารณาถึงผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ได้รับ อย่างไรก็ตามการปรับส่วน

ของการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการเพิ่มขึ้นในส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันที่ถือหุ้นโดยชั่วคราวจะมีลักษณะการซื้อขายหลักทรัพย์ในระยะสั้นๆเท่านั้น โดยมีการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยข้อมูลกับเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ซึ่งสามารถแยกนักลงทุนสถาบันได้เป็น 3 ประเภท คือ Transient Institutions, Dedicated Institutions และ Quasi-Indexer ส่วนระดับการเปิดเผยข้อมูลวัดจากประเภทของ AIMR โดยมีการควบคุมปัจจัยต่างๆได้แก่ ผลตอบแทนของตลาด จำนวนหุ้นที่ซื้อขาย ขนาดของกิจการ ค่าเบต้า และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนกำไรต่อราคา อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหุ้นกับมูลค่าตลาดของหุ้น และอัตราการเติบโตของยอดขาย

โดยผลที่ได้ คือ เปอร์เซนต์นักลงทุนสถาบันประเภท Transient Institutions และ Quasi-Indexer มีความสัมพันธ์กับระดับการเปิดเผยข้อมูลในทิศทางเดียวกันซึ่งสามารถอธิบายได้ว่านักลงทุนสถาบันประเภท Transient จะชอบลงทุนในบริษัทที่มีผลการดำเนินงานในตลาดที่ดี มีกลยุทธ์ในการซื้อขายหลักทรัพย์มาก บริษัทที่เลือกลงทุนมักมีค่าเบต้าสูง มีเงินปันผลน้อย และมีการเติบโตของยอดขายในอัตราที่สูง ส่วนที่นักลงทุนสถาบันประเภท Quasi-Indexer เลือกลงทุนในบริษัทโดยดูจากผลการดำเนินงานในตลาดเพียงแค่มิใช่สปีดาร์ มีอัตราส่วน Book-to-price สูง

McCahry, Starks และ Sautner (2011) ได้ศึกษาถึงการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อของการกำกับดูแลกิจการ พบว่านักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจลงทุนในกิจการที่มี “การกำกับดูแลกิจการที่ดี” มากกว่า และเมื่อเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นแล้วก็มีแนวโน้มที่จะให้ความสำคัญร่วมมือที่จะสร้างความเคลื่อนไหวเพื่อรักษาผลประโยชน์ของเจ้าของ (Shareholder Activism) เพื่อส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดี

Healy, Hutton และ Palpu (1999) ได้แสดงให้เห็นว่านักลงทุนสถาบันคือปัจจัยสำคัญที่ทำให้กิจกรรมเพิ่มระดับการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทมากยิ่งขึ้น แต่ก็ยังมีความแตกต่างกันในประเภทของนักลงทุนสถาบันดังที่แยกไว้ข้างต้น พบว่านักลงทุนสถาบันที่สนใจในการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทเป็นนักลงทุนที่มีการลงทุนระยะยาว และมีการหมุนเวียนการถือหลักทรัพย์ที่น้อย อย่างไรก็ตามการเปิดเผยข้อมูลยังเป็นที่น่าสนใจแก่นักลงทุนสถาบันที่มีการถือหุ้นไว้เพียงชั่วคราวหรือระยะสั้นๆอยู่บ้าง เนื่องจากนักลงทุนสถาบันประเภทนี้สนใจในผลตอบแทนของหุ้น

สุทธิชา เกริกฤทธิ์ (2550) รวบรวมงานวิจัยเชิงประจักษ์ในอดีตและสรุปว่า ในตลาดทุนมีปัญหาเรื่องความขัดแย้งของข้อมูลในกลุ่มนักลงทุน โดยกลุ่มนักลงทุนสถาบันเป็นกลุ่มที่มีโอกาสและความสามารถที่จะเข้าถึงข้อมูลมากกว่า อีกทั้งยังมีความสามารถและทรัพยากรที่พร้อมในการประเมินหลักทรัพย์สูงกว่านักลงทุนรายย่อย เช่นในด้านบุคลากร นักลงทุนสถาบันมีนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มากประสบการณ์และมีความเชี่ยวชาญสูง ทำให้สามารถเข้าใจกลไกของตราสาร ตลาดและความสามารถในการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างดี หรือในด้าน

เงินทุน ที่นักลงทุนสถาบันมักมีเงินทุนจำนวนมากที่ถูกจัดสรรไว้ในการสนับสนุนการวิจัยต่างๆ เพื่อใช้ประกอบการวิเคราะห์หลักทรัพย์ ทั้งหมดนี้จึงทำให้นักลงทุนสถาบันสามารถใช้ข้อมูลข่าวสารที่ได้รับมาให้เกิดประโยชน์สูงสุดด้วยการนำมาใช้ประกอบการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของแต่ละกิจการได้อย่างเหมาะสมและทันเวลา นักลงทุนสถาบันจึงมักมีลักษณะการลงทุนที่ดีกว่านักลงทุนรายย่อยทั่วไป

Han and Suk (1998) ที่ชี้ให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่เพิ่มสูงขึ้นจะช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น เนื่องจากการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันจะช่วยลดพฤติกรรมการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่นของผู้บริหารลงได้ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการติดตามอย่างมีประสิทธิภาพสอดคล้องกับงานวิจัยของ McConnell and Servaes (1990) ซึ่งพบว่า พฤติกรรมการฉกฉวยผลประโยชน์เพื่อตนเองของผู้บริหารจะเป็นไปได้ยากขึ้นเมื่อบริษัทมีการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน อีกทั้งยังมีงานวิจัยของ Aoki (1984) และ Lowenstein (1988) ที่ได้ศึกษาพบว่า การลงทุนของนักลงทุนสถาบันส่วนใหญ่จะเป็นการลงทุนปริมาณมากๆ บางครั้งจึงยากที่จะหาการขายหลักทรัพย์ในทันที หากผลตอบแทนไม่เป็นไปในทิศทางที่คาดไว้เนื่องจากจะก่อให้เกิดการขาดทุนเป็นจำนวนมาก ดังนั้นการลงทุนของนักลงทุนสถาบันส่วนหนึ่งจึงเป็นการลงทุนในระยะยาว ประกอบกับสัดส่วนการถือหุ้นที่มากทำให้นักลงทุนสถาบันกลุ่มนี้มีสิทธิในการออกเสียงที่มากและสามารถสร้างแรงกดดันให้ผู้บริหารมีการลงทุนในโครงการที่จะสร้างผลตอบแทนที่สูงในระยะยาวได้ เช่น การวิจัยและพัฒนาการคิดค้นผลิตภัณฑ์ใหม่หรือการเพิ่มความสามารถในการผลิตเพื่อเพิ่มกำไรให้บริษัท และสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทในระยะยาว

จากการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาสามารถสรุปได้ว่า นักลงทุนสถาบัน คือ ผู้ที่ทำการรวบรวมเงินทุนจากบุคคลภายนอกเพื่อนำมาลงทุนในหลักทรัพย์ โดยหลักเกณฑ์ตามคำจำกัดความของประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้ระบุว่านักลงทุนสถาบันคือนักลงทุน 18 ประเภท ดังต่อไปนี้

1. ธนาคารแห่งประเทศไทย
2. ธนาคารพาณิชย์ธนาคารที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
3. บริษัทเงินทุนบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ บริษัทหลักทรัพย์
4. บริษัทประกันวินาศภัยบริษัทประกันชีวิต
5. กองทุนรวม
6. กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
7. กองทุนส่วนบุคคล
8. องค์กรหรือนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์หลักในการบริหารจัดการกองทุน เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ กองทุนประกันสังคม เป็นต้น

9. ผู้ประกอบธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้าผู้ประกอบธุรกิจการซื้อขายล่วงหน้าตามกฎหมายว่าด้วยการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า
10. สถาบันการเงินระหว่างประเทศ
11. สถาบันคุ้มครองเงินฝาก
12. กองทุนฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน
13. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
14. นิติบุคคลประเภทบริษัท
15. นิติบุคคลที่บุคคลตามข้อ 1 ถึง 14 ถือหุ้นรวมกันเกินกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมด
16. ผู้ลงทุนต่างประเทศซึ่งลักษณะเดียวกับบุคคลข้อ 1 ถึงข้อ 15 โดยอนุโลม
17. บุคคลธรรมดาที่ได้รับการขึ้นทะเบียนเป็นผู้มีคุณสมบัติเป็นผู้จัดการกองทุนหรือผู้จัดการเงินทุนสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
18. ผู้ลงทุนอื่นตามที่ ก.ล.ต.ประกาศกำหนด

อ้างอิงจากประกาศฉบับที่ 65/2555 ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

นักลงทุนสถาบันเป็นผู้ที่มีความเชี่ยวชาญมากกว่านักลงทุนรายย่อยทั่วไป เพราะนักลงทุนสถาบันเป็นผู้ที่รวบรวมเงินทุนจากบุคคลภายนอกเพื่อนำมาลงทุนในหลักทรัพย์ ความรับผิดชอบต่อบุคคลภายนอกซึ่งเป็นเจ้าของเงินลงทุนที่แท้จริงซึ่งเป็นแรงจูงใจที่กระตุ้นให้นักลงทุนสถาบันพยายามวางแผนการลงทุนให้มีประสิทธิภาพและเกิดประสิทธิผลมากที่สุด

ประเภทของนักลงทุนสถาบัน ตามความหมายของ เอกชัย นิตยาเกษตรวัฒน์ และประดิษฐ์ วิศิฎภกร (2544) สามารถแบ่งนักลงทุนสถาบันได้เป็น 3 ประเภทหลักๆ คือ บริษัทเพื่อการลงทุน (Investment company) ในที่นี้หมายถึง บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (Mutual Fund Company) โดยจะรวมกองทุนส่วนบุคคล (Private Fund) บริษัทประกัน (Insurance Company) ซึ่งรวมบริษัทประกันภัยและบริษัทประกันชีวิต (Property and Casualty Insurance Company and Life Insurance Company) และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (Provident Fund) โดยรวมถึงกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (Pension Fund)

1. บริษัทเพื่อการลงทุน (Investment Company)

บริษัทเพื่อการลงทุน คือ บริษัทที่ทำการรวบรวมเงินทุนเพื่อการลงทุนจัดตั้งกองทุนขึ้นมา ผู้ถือหุ้นไม่ได้เป็นเจ้าของหลักทรัพย์โดยตรง แต่เป็นเจ้าของหน่วยลงทุน บริษัทจะจัดหาเงินทุนโดยการขาดความเป็นเจ้าของหุ้น (Ownership Share) ให้แก่นักลงทุนซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นผู้มีเงินออมรายย่อย

โดยเงินที่หาได้จะนำมาลงทุนในสินทรัพย์ภายในทิศทางการบริหารของผู้จัดการมืออาชีพ (Professional Manager) สามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ คือ กองทุนรวม (Mutual Fund) และกองทุนส่วนบุคคล (Private Fund)

กองทุนรวม (Mutual Fund)

กองทุนรวม หมายถึง บริษัทเพื่อการลงทุนที่ทำการลงทุนให้กับกลุ่มคนผู้ซึ่งมีส่วนร่วมในเป้าหมายทางการเงินที่คล้ายคลึงกัน หรือบริษัทที่รวบรวมเงินของนักลงทุนและเข้าซื้อหลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ กองทุนรวมจะมีขนาดและประสิทธิภาพซึ่งรวมถึงการบริหารงาน การกระจายการลงทุน การเลือกหลักทรัพย์ เช่น ตราสารทุน ตราสารหนี้ที่ดีกว่า มีต้นทุนที่ต่ำ และมีความสะดวกให้กับนักลงทุนได้มากกว่า กองทุนรวมในปัจจุบันสามารถแบ่งได้หลายประเภท อย่างไรก็ตามเราสามารถแบ่งประเภทของกองทุนรวมได้ตามนี้ 1) กองทุนระยะยาว (Growth Fund) 2) กองทุนเพื่อการลงทุนระยะสั้น (Income Fund) 3) กองทุนเพื่อการลงทุนเฉพาะ (Growth and Income Fund) 4) กองทุนเพื่อความสมดุล (Balance Fund) 5) กองทุนเพื่อการลงทุนเฉพาะ (Specialized Fund) 6) กองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมในการซื้อขายและไม่เก็บค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย (No Load and Load Mutual Funds) 7) กองทุนปิดและกองทุนเปิด (Closed End and Open End Funds)

กองทุนส่วนบุคคล (Private Fund)

กองทุนส่วนบุคคล หมายถึง การจัดการเงินทุนของบุคคลตั้งแต่ 5 คน หรือคณะบุคคล ตั้งแต่ 1 คณะขึ้นไปที่ได้มอบหมายให้จัดการกองทุนเพื่อแสวงหาผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ โดยได้รับค่าธรรมเนียมหรือค่าตอบแทนไม่รวมถึงการจัดการกองทุนตามกฎหมายว่าด้วยกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

2. บริษัทประกันชีวิต (Insurance Company)

บริษัทประกัน คือ บริษัทที่รับประกันความเสี่ยงทั้งบุคคลและไม่ใช่บุคคล มีบทบาทในด้านการเป็นสถาบันรับประกันความเสียหายที่สร้างความมั่นคงพื้นฐานแก่บุคคล ครอบครัว และธุรกิจสาขาอื่นๆ และเป็นการระดมเงินออมในรูปเบี้ยประกันภัย เพื่อนำไปใช้ในการจัดสรรกระจายการลงทุนในกิจกรรมต่างๆ ที่สนับสนุนการพัฒนาระบบเศรษฐกิจโดยรวม โดยทั่วไปแล้ว ธุรกิจประกันภัยแบ่งเป็น 2 ประเภท คือ การประกันภัย และการประกันชีวิต

3. กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (Provident Fund) และกองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pension Fund)

กองทุนสำรองเลี้ยงชีพเป็นรูปแบบหนึ่งของสวัสดิการที่นายจ้างให้แก่ลูกจ้าง โดยเป็นการออมและการลงทุนเพื่อผลตอบแทนแก่ลูกจ้างในกรณีที่ถูกเลิกจ้าง ลาออกจากงาน หรือ เกษียณงาน โดยกองทุนสำรองเลี้ยงชีพจะบริหารเงินลงทุนที่ได้จากการหักเงินเดือนของลูกจ้างและนายจ้างมีผู้จัดการกองทุนที่มีความสามารถเป็นผู้บริหาร

กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (Government Pension Fund) หรือ กบข. เป็นนักลงทุนสถาบันที่มีขนาดใหญ่ที่สุด จะทำหน้าที่จัดการลงทุนเพื่อผลประโยชน์ของเหล่าข้าราชการซึ่งตั้งขึ้นมาเป็นนิติบุคคลอิสระ ได้แก่ กบข. จะเป็นผู้ดูแลเงินกองทุนข้าราชการและเป็นผู้ดูแลการนำส่งเงินกองทุนของสมาชิกและดูแลการนำส่งเงินของรัฐบาล โดยจะจ่ายเป็นบำเหน็จ บำนาญ

กองทุนสำรองเลี้ยงชีพข้าราชการรัฐวิสาหกิจ และพนักงานเอกชน (State Enterprise and Corporate Provident Funds) จัดอยู่ในกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการพัฒนาการออมโดยข้าราชการรัฐวิสาหกิจ และพนักงานเอกชนในฐานะลูกจ้างหักเงินเดือนของตนเองส่วนหนึ่ง ขณะที่รัฐบาลและบริษัทซึ่งเป็นฝ่ายนายจ้างจะสมทบกองทุนส่วนหนึ่ง ซึ่งเมื่อการทำงานเพิ่มขึ้น เงินสมทบกองทุนฝ่ายนายจ้างจะเพิ่มมากขึ้น เพื่อเป็นหลักประกันเมื่อเกษียณงาน หรือลาออกจากงาน

ประเภทของนักลงทุนสถาบันจำแนกออกเป็น นักลงทุนสถาบันไทย (Domestic Institutions) และนักลงทุนสถาบันที่เป็นนอมินีต่างชาติ (Foreign Institutions)

Davis และ Kim (2007) ได้วิจัยกรณีศึกษาของนักลงทุนรายใหญ่สัญชาติสหรัฐอเมริกา อย่าง Fidelity Investments ผ่านการเปิดเผยข้อมูลการลงคะแนนเสียงพบว่า Fidelity Investments ได้มีบทบาทในการตรวจสอบและสอดส่องดูแลการทำงานของฝ่ายบริหารของกิจการที่ตนไปลงทุนในสหราชอาณาจักรอย่างเข้มงวด แต่สำหรับกิจการที่ตนไปลงทุนในสหรัฐอเมริกา กลับไม่ได้ดำเนินการอย่างเข้มงวดเท่าใดนัก ซึ่งอาจเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันในประเทศอาจมีความเกี่ยวข้องกับกิจการในประเทศเองทางใดทางหนึ่ง จึงทำให้ไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ในการช่วยส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้เต็มที่นัก ในขณะที่หากเป็นการลงทุนในกิจการต่างประเทศ นักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มที่จะมีข้อจำกัดน้อยกว่าในการปฏิบัติหน้าที่ช่วยส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพราะไม่ได้มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทที่ไปลงทุน จึงสามารถปฏิบัติหน้าที่เพื่อรักษาสิทธิความเป็นเจ้าของในกิจการที่ไปลงทุนในฐานะผู้ถือหุ้นที่เต็มศรัทธามากกว่า

สำหรับในกรณีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนักลงทุนสถาบันต่างชาติที่ระบุสัญชาติชัดเจนในรายละเอียดของผู้ถือหุ้นใหญ่แล้ว สถิติ อาชวานันทกุล (2548) ได้วิจัยเรื่องการใช้ตัวแทนถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ามีรายชื่อนักลงทุนสถาบันที่เป็นนอมินีต่างชาติอีกจำนวน 21 ราย ดังนี้

ตารางที่ 3 แสดงรายชื่อบริษัทที่เป็นนอมินีต่างชาติ หรือน่าสงสัยว่าเป็นนอมินีต่างชาติ 21 รายใหญ่

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ประเภทองค์กร
1	State Street	ธนาคารพาณิชย์
2	HSBC	ธนาคารพาณิชย์
3	Chase	ธนาคารพาณิชย์
4	Bank of New York	ธนาคารพาณิชย์
5	Mellon	ธนาคารพาณิชย์
6	Nortrust Nominees	บริษัทนอมินี
7	Littledown Nominees	บริษัทนอมินี
8	Morgan Stanley	บริษัทหลักทรัพย์
9	UBS	ธนาคารพาณิชย์
10	Goldman Sachs	บริษัทหลักทรัพย์
11	Somers (U.K) Limited	บริษัทในเขตปลอดภาษี
12	Citigroup	ธนาคารพาณิชย์
13	Merrill Lynch	บริษัทหลักทรัพย์
14	Credit Suisse	บริษัทหลักทรัพย์
15	N.C.B. Trust	บริษัทนอมินี
16	Clearstream Nominees	บริษัทนอมินี
17	Deutsche Bank	ธนาคารพาณิชย์
18	Raffles Nominees	บริษัทนอมินี
19	Norbax Inc.	บริษัทนอมินี
20	DBS Vickers	บริษัทหลักทรัพย์
21	Albouys Nominees	บริษัทในเขตปลอดภาษี

ที่มา : สฤณี อาชวานันทกุล งานวิจัยการใช้ตัวแทนถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บทบาทของนักลงทุนสถาบัน (The Role of Institutional Investors) เสมือนผู้ถือหุ้นรายหนึ่ง แต่ด้วยขนาดและมูลค่าการลงทุนที่มาก จึงมีแนวโน้มจะมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของผู้บริหารได้มากกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อย นักลงทุนสถาบันจึงสามารถส่งเสริมให้กิจการที่ไปลงทุนมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้ด้วยการปฏิบัติตนเป็นผู้ถือหุ้นที่ดี ใส่ใจติดตามกิจกรรมการปฏิบัติงานของผู้บริหาร เช่น วิเคราะห์ว่ามีการจัดการกำไรในรอบบัญชีนั้นหรือไม่ และการตัดสินใจต่างๆของผู้บริหารส่งผลเสียต่อ

ผู้ถือหุ้นและผู้ส่วนได้เสียอื่นอย่างไร ก่อนที่จะใช้คะแนนเสียงที่มีให้เป็นประโยชน์เพื่อให้กิจการสามารถดำเนินงานไปได้อย่างมีประสิทธิภาพภายใต้แนวทางของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งย่อมนำไปสู่มูลค่ากิจการที่ดีขึ้นและผลตอบแทนที่ดีจากการลงทุนในที่สุด

บทบาทของนักลงทุนสถาบันที่สามารถสร้างประโยชน์ให้กิจการในแง่ของการส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการนี้ เป็นประเด็นที่ผู้กำหนดแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับโลกเล็งเห็นถึงความสำคัญมาเป็นเวลานานแล้ว ดังจะเห็นได้จากแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากมายที่มีการให้ความสำคัญกับบทบาทของนักลงทุนสถาบันอยู่เสมอ ดังเช่น The Cadbury Committee (1992) ที่เป็นแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั่วโลก (Corporate Governance – The Code of Best Practice) ได้มีการระบุถึงบทบาทของนักลงทุนสถาบันที่ต้องทำการสนับสนุนให้กิจการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมถึงทำการติดตามผลอย่างใกล้ชิด เช่นเดียวกันกับใน The Greenbury Report (1995) และ The Hampel Report (1996)

จนกระทั่งใน ค.ศ. 2010 ที่มีการพัฒนาแนวคิด Stewardship Code ขึ้นในสหราชอาณาจักรอย่างจริงจัง เป็นแนวทางที่กำหนดให้ให้นักลงทุนสถาบันต้องปฏิบัติตาม คือการใช้สิทธิความเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการสนับสนุนและส่งเสริมให้กิจการดำเนินงานไปในแนวทางที่ยั่งยืนและคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย โดย UK Stewardship Code 2010¹ นี้ ได้ระบุแนวทางต่างๆที่นักลงทุนสถาบันพึงกระทำ เช่น การที่นักลงทุนสถาบันต้องทำการติดตามการดำเนินงานของกิจการที่ไปลงทุนอย่างใกล้ชิด ใช้สิทธิที่มีให้เกิดประโยชน์ด้วยการเข้าร่วมประชุมลงคะแนนเสียง และออกรายงาน Stewardship ของตนเองแก่สาธารณะ เพื่อให้บุคคลภายนอกสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการประเมินกิจการนั้นๆต่อไป

¹ The seven principles of the UK Stewardship Code are that institutional investors should:

Principle 1 - publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.

Principle 2 - have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed.

Principle 3 - monitor their investee companies.

Principle 4 - establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value.

Principle 5 - be willing to act collectively with other investors where appropriate.

Principle 6 - have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.

Principle 7 - report periodically on their stewardship and voting activities.

บทบาทของนักลงทุนสถาบันที่มีแนวโน้มจะใช้สิทธิความเป็นผู้ถือหุ้นเข้ามาติดตามและตรวจสอบการดำเนินงานกิจการมากขึ้นเรื่อยๆในปัจจุบัน ย่อมมุ่งใจให้ผู้บริหารของกิจการที่มีสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันสูง มีความตระหนักที่จะปฏิบัติงานภายใต้การกำกับดูแลกิจการที่ดีมากขึ้น ทำการตัดสินใจมีประสิทธิภาพมากขึ้น เห็นประโยชน์ของเจ้าของกิจการที่แท้จริงอย่างผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ จึงอาจนำไปสู่การลดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) และทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นได้ในที่สุด

ดังเช่นในงานวิจัยของ Aggarwal, Ferreira และ Matos (2011) ที่พบว่ายิ่งกิจการมีสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันสูง ยิ่งมีเหตุการณ์ที่สร้างเสริมให้เกิดการพัฒนาของการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากขึ้น เช่น การปลด CEO ที่มีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี และทำให้กิจการนั้นๆมีมูลค่ากิจการ (Firm Value) เพิ่มมากขึ้นในที่สุด และในทางกลับกัน กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ยังเป็นการดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันรายใหม่เข้ามาลงทุนมากขึ้นอีกด้วย (Ferreira และ Matos, 2008)

ดังนั้น พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนที่กิจการจะได้รับในรูปของการจัดการกำไร จึงถือเป็นเรื่องที่น่าสนใจสำหรับการศึกษาวิจัยครั้งนี้ เพราะในกรณีของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังไม่มีงานวิจัยที่ศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันและบทบาทของนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการอย่างชัดเจนนัก ในขณะที่นักลงทุนสถาบันกลับมีจำนวนมากขึ้นและมีความสำคัญมากขึ้นในตลาดหลักทรัพย์

ตารางที่ 4 สรุปตัววัดการกำกับดูแลกิจการ การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ

ลำดับ	ผู้วิจัย	ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ	ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ
1.	Yamneesri & Herath (2010)	✓			
2.	Chitnomrath, Evans & Christopher (2011)	✓			

ตารางที่ 4 (ต่อ)

ลำดับ	ผู้วิจัย	ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ	ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ
3.	Tantivanichanon, Wongsurawat & Rajchamaha (2015)	✓			
4.	Kouwenberg, Salomons & Thontiraw (2014)	✓			
5.	รมิตา คงเขตวณิช (2559)	✓			
6.	สังคิต พิริยะรังสรรค์ (2549)		✓		
7.	ณภัทร เตโซ (2560)		✓		
8.	อรพรรณ เลิศรุจิวิช (2559)	✓	✓		
9.	Brian J. Bushee and Christopher F. Noe (2000)			✓	✓
10.	McCahry, Starks and Sautner (2011)			✓	✓
11.	Healy, Hutton and Palpu (1999)			✓	✓
12.	สุทธิชา เกริกฤทธิ์ (2550)			✓	✓
13.	Davis and Kim (2007)			✓	✓
14.	Aggarwal, Ferreira and Matos (2011)	✓		✓	✓

จากการทบทวนวรรณกรรมตามแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้นเกี่ยวกับตัวแปรต้น พบว่า Aggarwal, Ferreira and Matos (2011) ได้วัดใน 3 ด้าน คือ ระดับคะแนนการกำกับ

ดูแลกิจการ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ ส่วนอรรถพรณ เลิศรุจิวิช (2559) ได้วัดใน 2 ด้าน คือ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน งานวิจัยที่เหลือจะวัดเพียง 1 ด้านเท่านั้น จึงสามารถสรุปได้ว่า กลไกในการบริหารกิจการภายในมาจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการป้องกันการมีส่วนร่วมของการทุจริตคอร์รัปชัน ส่วนกลไกภายนอกมาจากสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ อันส่งผลต่อผลตอบแทนของกิจการ ดังนั้น ผู้จัดทำวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรที่นำมาใช้ในการวิจัยครั้งนี้จะวัดจาก 4 ด้าน เพื่อให้ได้ข้อมูลการวิเคราะห์ผลการวิจัยที่สะท้อนถึงมุมมองของตัวแปรต้นที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น คือ 1) ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ 2) ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน 3) สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน และ 4) สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ

2.4 แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร

แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร เกิดจากแนวปฏิบัติทางบัญชีที่เปิดโอกาสให้ผู้บริหารใช้วิจารณญาณในการเลือกใช้นโยบายการบัญชีและการประมาณการทางบัญชีต่างๆ ซึ่งผู้บริหารแต่ละคนจะใช้วิจารณญาณที่แตกต่างกัน ผู้บริหารบางกลุ่มอาจใช้วิจารณญาณเพื่อให้ตัวเลขทางบัญชีสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ ในขณะที่ผู้บริหารบางกลุ่มอาจใช้วิจารณญาณเพื่อให้เกิดประโยชน์หรือเป้าหมายส่วนตัว (สมชาย สุภัทรกุล, 2548)

Healy and Wahlen (1999) ได้ให้คำจำกัดความของการจัดการกำไร (Earning Management) คือ การจัดการกำไรเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารได้ตัดสินใจเลือกทางเลือกในรายงานทางการเงินและในการดำเนินงานที่ชี้้นำทำให้ผู้มีส่วนได้เสียเข้าใจผิดพลาดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งความพยายามของผู้บริหารในการจัดการกำไรในการลดกำไร หรือเพิ่มกำไรในรายการทางการเงินนั้นขึ้นอยู่กับแรงจูงใจของผู้บริหารว่าต้องการเป็นไปในทิศทางใด มีการสรุปถึงแรงจูงใจของผู้บริหารในการจัดการกำไรออกเป็น 3 ประเภท คือ มูลค่าที่คาดหวังของกิจการในตลาดทุน (Capital Market Expectations and Valuation) ข้อตกลงในลักษณะของตัวเลขทางบัญชี (Contracts Written in Term of Accounting Numbers) และหลักเกณฑ์และข้อกำหนดของภาครัฐ (Anti-trust or Government Regulation) รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารสามารถทำให้ผู้บริหารกำหนดทางเลือกในนโยบายบัญชีเพื่อแสดงถึงทรัพยากรเชิงเศรษฐกิจการให้

เป็นประโยชน์มากที่สุด รายงานทางการเงินที่หลอกลวงมาจากการวางแผนหลบหลีกโดยใช้การจัดรายการคงค้างซึ่งแสดงกำไรของกิจการแบบค่อยเป็นค่อยไปเพื่อรายงานสู่สาธารณชน

วรศักดิ์ ทูมมานนท์ (2543, น.20-21) กล่าวถึงการจัดการกำไรว่าเป็นลักษณะหนึ่งของ Creative Accounting ซึ่งเป็นกระบวนการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีโดยอาศัยความได้เปรียบช่องโหว่ของหลักการบัญชีและทางเลือกต่างๆ ในการวัดมูลค่าและการเปิดเผยข้อมูลทางบัญชีเพื่อที่จะเปลี่ยนแปลงงบการเงินจากสิ่งที่เหมาะสมไปสู่สิ่งที่ผู้จัดทำต้องการที่จะให้เป็นในรายงานทางการเงิน รวมทั้งเป็นกระบวนการสร้างรายงานทางธุรกิจขึ้นเพื่อก่อให้เกิดผลลัพธ์ทางการบัญชีที่ต้องการแทนที่จะรายงานเหตุการณ์ทางธุรกิจด้วยความเป็นกลางและยึดหลักความสม่ำเสมอ

กฤษณา กัมปนาทโกศล และ ชาญชัย ตังเรื่อนรัตน์ (2551) กล่าวถึงการจัดการกำไรว่า หมายถึง “การที่ทีมผู้บริหารใช้วิจารณญาณในการเลือกใช้นโยบายการบัญชี รวมถึงการประมาณการทางบัญชีต่างๆ เพื่อบิดเบือนข้อมูลในงบการเงิน ทำให้งบการเงินไม่สะท้อนผลการดำเนินงานของทีมอย่างแท้จริง ซึ่งอาจส่งผลให้ผู้ใช้งบการเงินตัดสินใจผิดพลาดได้” จากลักษณะของการจัดการกำไรดังกล่าวข้างต้นจึงสรุปได้ว่าการจัดการกำไรเป็นกระบวนการในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีในรายงานทางการเงินเพื่อให้เป็นไปตามความต้องการของผู้บริหารหรือเพื่อให้แสดงผลการดำเนินงานตามที่ต้องการ ซึ่งข้อมูลดังกล่าวทำให้งบการเงินไม่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการหรือมีการจัดการกำไรที่ต่ำ

Mulford and Comiskey (1996) ได้ให้ความหมายของการจัดการกำไร ไว้ว่า หมายถึง การปรับแต่งผลการดำเนินงานด้วยความจงใจที่จะสร้างภาพลักษณ์ของผลการดำเนินงานให้แปรเปลี่ยนไปในทิศทางที่ต้องการ ได้จำแนกการจัดการกำไร เป็น 5 ลักษณะดังนี้

1) การเพิ่มกำไรของงวดปัจจุบันให้สูงขึ้น เช่น การรับรู้รายได้เร็วกว่าที่ควรเป็น หรือการบันทึกค่าใช้จ่ายไปเป็นสินทรัพย์ การกำหนดระยะเวลาการตัดจำหน่ายค่าใช้จ่ายรอการตัดบัญชีหรือสินทรัพย์อื่นให้ยาวนานกว่าความเป็นจริงโดยการแสดงมูลค่าสินทรัพย์บางรายการสูงกว่ามูลค่าที่คาดว่าจะได้รับ (Realizable Value) (เช่น ลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ เงินลงทุนในหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด) การไม่บันทึกรายการค่าใช้จ่ายค้างจ่ายเป็นหนี้สิน เป็นต้น

2) การเปลี่ยนแปลงทางการบัญชีไปตามดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accounting Changes) เช่นการเปลี่ยนแปลงประมาณการทางบัญชีหรือหลักการบัญชีตามดุลยพินิจของผู้บริหารโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มกำไรของงวดปัจจุบันเป็นสำคัญ ซึ่งการเปลี่ยนแปลงทางการบัญชีก็เป็นไปตามดุลยพินิจของผู้บริหาร ครอบคลุมถึงการเปลี่ยนแปลงประมาณการทางบัญชีหรือหลักการบัญชีเพื่อให้การแสดงผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินในงวดถัดไปถูกต้องตามควรและเป็นไปตามหลักการบัญชีที่รองรับโดยทั่วไป แม้ว่าการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะทำให้กำไรและ

สินทรัพย์ของกิจการลดลง แต่ช่วยให้ผลการดำเนินงานและฐานะการเงินของกิจการสามารถเปรียบเทียบกับกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกันได้

3) การกำหนดช่วงเวลาที่จะทำการตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงาน (Timed Management Actions) เช่น การตัดสินใจขายสินทรัพย์ที่ได้มาในราคาต่ำ ในช่วงเวลาที่ราคาของสินทรัพย์นั้นปรับตัวสูงขึ้นเพื่อชดเชยกับผลการดำเนินงานที่ลดลง นอกจากนี้ยังครอบคลุมถึงการชะลอค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานออกไปเพื่อเพิ่มกำไรงวดปัจจุบัน เช่น ค่าโฆษณา ค่าใช้จ่ายในการศึกษาและพัฒนาผลิตภัณฑ์ ค่าฝึกอบรม เป็นต้น

4) การลดกำไรของงวดปัจจุบันลง (Reducing Current Performance) เช่น การลดอายุการใช้งานของสินทรัพย์ การตัดสินทรัพย์บางรายการในอัตราเร่ง หรือการตั้งสำรองที่มากเกินไป การพิจารณาสินทรัพย์บางรายการเป็นรายการที่มีการเสื่อมมูลค่าลงเพื่อเร่งการตัดจำหน่ายเป็นค่าใช้จ่าย การตั้งภาระหนี้สินในจำนวนที่สูงเกินความเป็นจริง

5) การล้างบาง (The Big Bath) มีลักษณะคล้ายคลึงกับการลดกำไรของงวดปัจจุบันลง โดยการล้างผลขาดทุนทั้งหมดให้หมดไปในงวดปัจจุบัน ทั้งนี้เพื่อให้ในอนาคตสามารถแสดงกำไรได้ต่อไปอย่างไม่ยาก

จากการนิยามข้างต้นสรุปได้ว่า การจัดการกำไร หมายถึง กระบวนการในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีในรายงานทางการเงินเพื่อให้เป็นไปตามความต้องการของผู้บริหารหรือเพื่อให้แสดงผลการดำเนินงานตามที่ต้องการ ทำให้ไม่สอดคล้องผลลัพธ์ทางการเงินที่แท้จริง ซึ่งส่งผลให้ความสามารถในการจัดการกำไรในอนาคตลดลงได้

รายการคงค้าง หมายถึง การบันทึกรายได้หรือค่าใช้จ่ายตามเกณฑ์ที่เกิดขึ้นตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งกิจการต้องบันทึกเพื่อให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่ยอมรับโดยทั่วไป แม้ว่าจะยังไม่ได้รับเงินสดเข้ามา หรือจ่ายเงินออกไป จะกระทบต่อเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการในอนาคต (กนกกาญจน์ เรืองปลอด, 2555) รายการคงค้างสามารถแบ่งเป็น 2 ประเภท (วรรณพร ศิริทิพย์, 2555) คือ

1. แบ่งตามช่วงระยะเวลา

รายการคงค้างแบ่งตามช่วงระยะเวลาแบ่งได้เป็น รายการคงค้างระยะสั้น (Current Accruals) คือ การพิจารณาหรือการเปลี่ยนแปลงในส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียน เช่น การรับรู้รายได้รับล่วงหน้า หรือการชะลอรับรู้ค่าใช้จ่ายและรายการคงค้างระยะยาว (Non-current Accruals) คือ การพิจารณาหรือการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์สุทธิตัวถาวร เช่น การชะลอการตัดค่าเสื่อมราคา

2. แบ่งตามความสามารถของผู้บริหาร

รายการคงค้างแบ่งตามความสามารถของผู้บริหารแบ่งได้เป็น รายการคงค้างซึ่งใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) คือ รายการคงค้างที่มีการตกแต่งตัวเลขซึ่งเป็นการ

กระทำของฝ่ายบริหาร เช่น การตั้งประมาณการหนี้สงสัยจะสูญ หรือการเลือกใช้วิธีการคิดค่าเสื่อมราคาและรายการคงค้างจากการดำเนินการ คือ รายการคงค้างที่เกิดขึ้นตามภาวะเศรษฐกิจไม่สามารถควบคุมได้ เช่น ยอดขายที่เป็นไปตามการเติบโตของอุตสาหกรรม

แบบจำลองในการวัดการจัดการกำไร

ในการวัดการจัดการกำไรนั้น เป็นที่ยอมรับกันว่าสามารถใช้รายการคงค้างเป็นตัวแทนในการวัดการจัดการกำไรได้ เนื่องจากรายการคงค้างเป็นแหล่งที่ก่อให้เกิดรายได้และค่าใช้จ่ายที่ส่งผลกระทบต่อกำไรขาดทุนของกิจการ (อิสริย์ โชว์วิวัฒนา, 2552) ซึ่งรายการคงค้างตามแนวคิดทางทฤษฎีบัญชีว่าด้วยการจัดการกำไรสามารถแยกพิจารณาได้จากรายการคงค้างทางบัญชีตามแนวคิดกระแสเงินสด และรายการคงค้างตามแนวคิดงบแสดงฐานะการเงินโดยการคำนวณรายการคงค้างทั้งสองวิธีให้ผลที่ไม่แตกต่างกัน ซึ่งแนวคิดในการหาค่ารายการคงค้างสามารถอธิบายได้ดังนี้ (Ahmed, 2004)

1. รายการคงค้างตามแนวคิดกระแสเงินสด คือ รายการคงค้างรวมจะเท่ากับกำไรสุทธิในงบกำไรขาดทุนหักด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ซึ่งแสดงได้จากสมการดังนี้

$$TAt = Nit - CFOt$$

โดยที่	TAt	คือ รายการคงค้างรวมในปีที่ t
	Nit	คือ กำไรก่อนรายการพิเศษในปีที่ t
	CFOt	คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปีที่ t

2. รายการคงค้างตามแนวคิดงบแสดงฐานะการเงิน คือ รายการคงค้างรวมจะเท่ากับผลรวมของรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ซึ่งวิธีการโดยทั่วไปในการประมาณค่าของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารคือการแยกรายการคงค้างรวมกับรายการคงค้างปกติหรือรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารจะเป็นตัวแทนของการจัดการกำไร ซึ่งสามารถแสดงเป็นสมการได้ดังนี้

$$TAt = \Delta CA_t - \Delta Casht - \Delta CL_t + \Delta STD_t - DEPt$$

โดยที่	TAt	คือ รายการคงค้างรวมในปีที่ t
	ΔCA_t	คือ การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์หมุนเวียนในปีที่ t
	$\Delta Casht$	คือ การเปลี่ยนแปลงในรายการเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด
		ในปีที่ t
	ΔCL_t	คือ การเปลี่ยนแปลงในหนี้สินหมุนเวียนในปีที่ t

Δ STDt คือ การเปลี่ยนแปลงในหนี้สินระยะยาวที่ครบกำหนดชำระภายใน 1 ปี ในปีที่ t

DEPt คือ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายปีที่ t

แบบจำลองที่ใช้ในการวัดการจัดการกำไรตามเกณฑ์คงค้างนั้นได้มีผู้พัฒนาแบบจำลองมาอย่างต่อเนื่อง ซึ่งแต่ละแบบจำลองจะมีการแบ่งข้อมูลรายการคงค้างออกเป็นรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals: DAC) กับรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Non-Discretionary Accruals: NDAC) โดยรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารจะเป็นรายการคงค้างที่มีการจัดการกำไร และแบบจำลองที่ใช้วัดการจัดการกำไรนั้น Dechow, Sloan, and Sweeney (1995) ได้มีการศึกษาแบบจำลองในการวัดการจัดการกำไรตามงานวิจัยในอดีตและได้พัฒนาแบบจำลองขึ้นโดยมีรายละเอียดดังนี้

The Healy Model

Healy ได้พัฒนาแบบจำลองในปี 1985 ซึ่งทดสอบการจัดการกำไรโดยการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของรายการคงค้างรวม (ถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์รวม) ผ่านตัวแปรที่ได้แบ่งแยกการจัดการกำไร ซึ่ง Healy ได้ศึกษาความแตกต่างจากการจัดการกำไร โดยคาดการณ์ว่าการจัดการกำไรที่เป็นระบบจะเกิดขึ้นในทุกช่วงเวลา และได้แบ่งตัวแปรจากกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3 กลุ่ม โดยกลุ่มแรกคาดการณ์ว่ามีการจัดการกำไรในรอบบัญชีนั้นเพิ่มขึ้น และอีกสองกลุ่มที่เหลือคาดการณ์ว่ามีการจัดการกำไรลดลง จากนั้นเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยรายการคงค้างรวมเป็นคู่ในกลุ่มที่คาดการณ์ว่ามีการจัดการกำไรเพิ่มขึ้นกับค่าเฉลี่ยรายการคงค้างของกลุ่มที่คาดการณ์ว่ามีการตกแต่งกำไรให้ลดลง โดยวิธีการนี้พบว่าค่าเฉลี่ยของรายการคงค้างมีค่าเท่ากัน โดยค่าเฉลี่ยรายการคงค้างรวมจากการประมาณค่าตามช่วงเวลาจะเป็นตัวแทนการวัดรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยแบบจำลองดังกล่าวสามารถแสดงได้ดังนี้

$$NDA_t = \frac{\sum TAt}{T}$$

โดยที่ NDA_t คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารปี ที่ t
 TAt คือ รายการคงค้างรวมถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์รวมในปี ที่ t-1
 T คือ จำนวนปีที่ใช้ในการประมาณค่า

The DeAngelo Model

DeAngelo พัฒนาแบบจำลองขึ้นในปี 1986 โดยเป็นการทดสอบการจัดการกำไรโดยคำนวณจากความแตกต่างในรายการคงค้างรวม และสมมติว่าความแตกต่างในครั้งแรกจะถูก

คาดการณ์ว่ามีมูลค่าเท่ากับศูนย์คือไม่มีการจัดการกำไร โดยแบบจำลองนี้ใช้รายการคงค้างรวมของปีก่อนถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์รวม ซึ่งเป็นการวัดรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยแบบจำลองดังกล่าวสามารถแสดงได้ดังนี้

$$NDA_t = TA_t / A_{t-1}$$

โดยที่	NDA_t	คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารปี ที่ t
	TA_t	คือ รายการคงค้างรวมในปีที่ t
	A_{t-1}	คือ สินทรัพย์รวมในปีที่ t-1

The Jones Model

Jones พัฒนาขึ้นในปี 1991 เป็นแบบจำลองภายใต้ข้อสมมติที่ว่ารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารจะมีค่าคงที่และรายการคงค้างรวมเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของรายได้ตั้งนั้น แบบจำลองดังกล่าวจึงใช้การควบคุมผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของรายได้ ซึ่งเป็นการวัดค่าการเปลี่ยนแปลงในทางธุรกิจ และได้เพิ่มสินทรัพย์ถาวรเข้าไปเพื่อเป็นตัวแปรควบคุมในการคำนวณ โดยสามารถแสดงได้ดังนี้

$$NDA_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t) + \alpha_3(PPE_t)$$

โดยที่	NDA_t	คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารปีที่ t
	A_{t-1}	คือ สินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t-1
	ΔREV_t	คือ การเปลี่ยนแปลงของรายได้ปี ที่ t ถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์รวมปี ที่ t-1
	PPE_t	คือ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิปี ที่ t ถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์รวมปี ที่ t-1

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเชิงเส้นของตัวแปร

The Modified Jones Model

The Modified Jones Model พัฒนามาจาก The Jones Model ของ Jones (1991) โดย Jones อธิบายว่า “การเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิจากการขายสุทธิใช้ในการควบคุมสถานะแวดล้อมทางเศรษฐกิจของบริษัท และมูลค่าทางบัญชีขั้นต้นของที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ (Gross Property, Plant, and Equipment) หรือ GPPE ใช้ในการควบคุมส่วนของรายการคงค้างที่เกี่ยวข้องกับค่าเสื่อมราคาที่ไม่ได้เกิดจากการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารโดย GPPE ถูกนำมารวมในแบบจำลองเนื่องจากค่าเสื่อมราคารวมถูกใช้ในการคำนวณรายการคงค้างรวม และใช้มูลค่าทางบัญชีแทนมูลค่าการเปลี่ยนแปลง (Change) เนื่องจากค่าเสื่อมราคาถูกนำมารวมในการวัดรายการคงค้างรวม และตัว

แปรทั้งหมดถูกทอนด้วยสินทรัพย์รวม ณ ต้นปี เพื่อลดปัญหา Heteroskedasticity” ด้วยเหตุนี้ Dechow et al. (1995) จึงได้นำการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้มาหักออกจากการเปลี่ยนแปลงของรายได้เพื่อให้แสดงรายได้ที่เป็นรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารได้ชัดเจนยิ่งขึ้น และยังให้เหตุผลว่าการปรับตกแต่งแบบจำลองเป็นการออกแบบเพื่อตัดแนวโน้มการคาดเดาของแบบจำลอง Jones เพื่อวัดรายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหารที่มีความคลาดเคลื่อนมากกว่ารายได้ โดยแบบจำลองดังกล่าวแสดงได้ดังนี้

$$NDA_t = \alpha_1(1/At_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t - \Delta REC_t) + \alpha_3(PPEt)$$

โดยที่	NDA_t	คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารปี ที่ t
	ΔREV_t	คือ การเปลี่ยนแปลงของรายได้ปี ที่ t ถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์รวมปี ที่ t-1
	$PPEt$	คือ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิปี ที่ t ถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์รวมปี ที่ t-1
	ΔREC	คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้ถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์ในปี ที่ t-1
	At_{t-1}	คือ สินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t-1

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเชิงเส้นของตัวแปร

Industry Model

Industry Model เป็นแบบจำลองที่พัฒนาโดย Dechow and Sloan ในปี 1991 ซึ่งเป็นแบบจำลองลักษณะเดียวกับ Jones Model โดย Industry Model มีข้อสมมติที่ว่ารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของผู้บริหารมีค่าคงที่ตลอดเวลา นอกจากนี้ค่าของรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารในอุตสาหกรรมเดียวกันจะมีค่าเท่ากัน โดยแบบจำลองดังกล่าวแสดงได้ดังนี้

$$NDA_t = \gamma_1 + \gamma_2 \text{median}(TAt)$$

โดยที่ median (TAt) คือ ค่ามัธยฐานของรายการคงค้างรวมถ่วงน้ำหนักด้วยสินทรัพย์รวมในปีที่ t-1

γ_1, γ_2 คือ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงเส้นของตัวแปร

จากการศึกษางานในอดีตพบว่ามีการใช้วิธีการจัดการกำไรตามแบบจำลอง Modified Jones หลายแนวทาง เช่น แนวคิดรายการค้างรับค้างจ่ายรวม และแนวคิดเงินทุนหมุนเวียน โดยเชื่อว่าแนวคิดดังกล่าวสามารถแสดงการจัดการกำไรที่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารและรายการค้างรับค้างจ่าย ไม่ได้เพียงแค่แสดงวิธีการบัญชีที่เลือกปฏิบัติเท่านั้น แต่ยังสะท้อนให้เห็นถึงผลกระทบจากระยะเวลาที่เลือกรับรู้รายได้และค่าใช้จ่าย (พัทธกานต์ ตปนียะ, 2553) Dechow et al. (1995) ได้เสนอแนวคิดพัฒนาแบบจำลองของ Modified Jones (1991) ว่าควรเพิ่มรายการเปลี่ยนแปลงของ

ลูกหนี้ด้วย เพราะบริษัทที่จดทะเบียนอาจต้องการบันทึกการขายออกขายที่สูงขึ้นโดยนโยบายการให้เครดิตลูกหนี้ที่หละหลวมทำให้ยอดลูกหนี้เพิ่มขึ้น และได้ทำการทดสอบเพื่อประเมินว่าตัวแบบรายการคงค้างใดที่มีความสามารถในการตรวจพบการจัดการกำไรได้มากที่สุด โดยใช้แบบรายการคงค้างจำนวน 5 ตัวแบบ ได้แก่ Healy Model, DeAngelo Model, Jones Model, Modified Jones Model, Industry Model ใช้วิธีการทดสอบทางสถิติและพิจารณาความถี่ของการเกิดข้อผิดพลาดของตัวแบบแต่ละตัวในการทดสอบสมมุติฐาน ผลการศึกษาพบว่า ตัวแบบ Modified Jones Model มีความสามารถในการตรวจพบการจัดการกำไรได้ดีกว่าตัวแบบอื่นๆ

จากที่กล่าวมาแนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร การวัดการบริหารกำไรจะสะท้อนถึงความน่าเชื่อถือได้ของข้อมูลทางบัญชี แต่การบริหารกำไรของผู้บริหารเพื่อวัตถุประสงค์ของตนเองค่อนข้างที่จะลดลงยาก เนื่องจากบริบทของวัฒนธรรม สิ่งแวดล้อม โครงสร้างการบริหาร ที่เป็นลักษณะเด่นของกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา หรือประเทศเศรษฐกิจใหม่ แต่เครื่องมือที่จะนำมาใช้เพื่อสร้างความมั่นใจ เชื่อถือได้ในตัวเลขที่ปรากฏในรายการการเงินนั้น ผู้วิจัยได้ศึกษาในบทบาทของในการติดตามกำกับ ดูแล พฤติกรรมของผู้บริหารโดยใช้กลไกการกำกับดูแลกิจการ และสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันเป็นตัวกำหนด

2.5 แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ปัจจุบันแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added หรือ EVA) ได้นำมาใช้กันอย่างแพร่หลาย EVA เป็นตัววัดมูลค่าทางการตลาดตัวหนึ่งที่ได้รับการยอมรับว่าเป็นเครื่องมือที่ใช้วัดผลการดำเนินงานได้ดีกว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีอยู่ในรูปของตัวเลขทางการบัญชี (วิภาดา ภาโนมัย และ นงศ์นิตย์ จันทร์จรัส, 2559) แนวคิดนี้ตั้งอยู่บนพื้นฐานของแนวคิดของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์หรือกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ที่ว่า ความมั่งคั่งจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการสามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและต้นทุนเงินทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้นจนหมดสิ้น (ศิลาพร ศรีจันเพชร, 2551)

แนวคิดมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ หรือเรียกอีกอย่างว่า National Profit หรือ Shareholder Value Added เป็นตัววัดความสามารถของกิจการในการสร้างมูลค่าเพิ่มในช่วงระยะเวลาหนึ่งๆ EVA ได้ถูกพัฒนาขึ้นโดย Stern Stewart & Company ซึ่งเป็นบริษัทที่ปรึกษาระหว่างประเทศ (ศิลาพร ศรีจันเพชร, 2551) Stewart ได้เปรียบเทียบมาตรฐานกำไรทางบัญชีกับมาตรฐานกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ ได้คำนึงถึงต้นทุนการใช้เงินทุนขององค์กร ดังนั้น หากกิจการลงทุนเป็นจำนวนมาก ต้นทุนทางการเงินจะสูงและส่งผลให้ค่า EVA ต่ำ ในขณะที่เดียวกันหากกิจการดำเนินงานธุรกิจและมีความเสี่ยงสูง ค่าความเสี่ยงสูงจะสะท้อนอยู่ในอัตราต้นทุนของเงินทุนที่สูง ทำให้ต้นทุนทางการเงินของกิจการมีระดับสูงและส่งให้ค่า EVA ต่ำ (อัญญา ชันฉวีวิทย์ และคณะ, 2552) แนวคิดนี้ยังสามารถ

นำมาใช้เป็นเครื่องมือในการวัดประสิทธิภาพและประสิทธิผลของการทำงานของผู้บริหารได้อย่างแท้จริง (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551)

ความแตกต่างระหว่างกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Profit) และกำไรทางบัญชี (Accounting Profit) คือ กำไรทางบัญชีคำนวณจากรายได้หักด้วยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานหักด้วยต้นทุนของเงินทุนที่ได้มาจากการก่อหนี้เฉพาะรูปแบบของดอกเบี้ยจ่ายเท่านั้น ไม่รวมเงินลงทุนที่ได้จากผู้ถือหุ้น กำไรส่วนที่เหลือก็จะเป็นของผู้ถือหุ้น แต่สำหรับกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ก็การยังคงไม่มีกำไรจนกว่าอัตราผลตอบแทนของผู้ให้เงินลงทุนทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นเงินทุนที่ได้มาจากการก่อหนี้หรือเงินทุนที่ได้มาจากต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นจะได้รับขดเซยหมดสิ้น (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551) ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่า EVA เป็นผลกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหักด้วยผลรวมต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนขององค์กร ซึ่งประเมินความเสี่ยงด้วยรายได้จากผลประกอบการว่ามากกว่าหรือน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้จะได้รับคืน โดยกำไรทางเศรษฐศาสตร์ได้พัฒนาจากแนวคิดกำไรขาดทุนแบบดั้งเดิม แต่จะมีการปรับปรุงเพื่อให้สะท้อนถึงส่วนมูลค่าเพิ่มขององค์กรอย่างแท้จริงและแสดงต้นทุนค่าเสียโอกาสโดยเฉพาะต้นทุนทางการเงินในส่วนเจ้าของที่ต้องนำกลับมาคิดคำนวณเป็นต้นทุนทางเศรษฐศาสตร์ด้วย (โกศล ดีศีลธรรม, 2552)

จากงานวิจัยของศิลปพร ศรีจันเพชร (2551) ศึกษาความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างผู้ถือหุ้น กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งเป็นตัวแปรตามนั้น ผลการศึกษาพบว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ การที่ประธานกรรมการบริษัทมีอิสระมากเท่าไร ทำให้หลีกเลี่ยงการเกิดปัญหาในเรื่องการขัดแย้งทางผลประโยชน์มากเท่านั้น ส่วนสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีมาก ก็จะทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีค่าสูงขึ้น นักลงทุนมีความเชื่อมั่นว่า ผู้ถือหุ้นเหล่านี้จะมีอำนาจในการบริหารงานหรืออำนาจในการออกเสียงของบริษัท เช่นเดียวกับงานวิจัยของสวางค์ ลือกิตตินันท์ (2551) พบว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท จำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการบริษัท และความอิสระด้านการบริหารของประธานกรรมการ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

Pham, Suchard and Zein (2007) ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและวัดผลการดำเนินงานของกิจการโดยศึกษาบริษัทชั้นนำ 150 บริษัทของประเทศออสเตรเลียตั้งแต่ปี 1994 ถึง 2003 พบว่าการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของกิจการเนื่องจากการวัดผลการกำกับดูแลกิจการนั้นขึ้นอยู่กับว่าพบปัจจัยอื่นๆ อีกมากมายที่ยากที่จะทำการตรวจสอบผลกระทบที่แท้จริงของการเปลี่ยนแปลงการกำกับดูแลกิจการ การขาดแคลนความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลและการวัดผลระยะสั้นเช่น EVA อาจจะไม่มีประสิทธิภาพในการเป็นตัววัดผลการดำเนินงาน การขาดแคลนความสัมพันธ์ของโครงสร้างการกำกับ

ดูแลที่เหมาะสมในการบริหารจัดการเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ อาจไม่จำเป็นต้องสะท้อนในรูปของ EVA

Prober, Larry M. (2000) ศึกษาพบว่า EVA เป็นเครื่องมือในการรายงานทางการเงินที่ดีที่สุดที่สุดในที่ ถูกใช้ใน USA เพราะใช้หลักการที่มุ่งเน้นความสำเร็จขององค์กรเป็นหลัก (Successful Firm) และบริษัทควรต้องวัดผลตอบแทนอย่างน้อยเท่ากับต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) และการปรับปรุงของ EVA นั้น พยายาม ที่จะเปลี่ยนแปลงกำไรทางบัญชีรายได้ (หักค่าใช้จ่าย) ไปให้ใกล้เคียงกับกำไรทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Income) มากที่สุดและการปรับปรุงเพื่อกำจัดบิดเบือน ของเกณฑ์คงค้าง ซึ่งจะได้รับเป็นกระแสเงินสดส่วนเกิน จากค่าเสียโอกาสในต้นทุนเงินทุน ที่ การคิดเงินทุนของบริษัทนั้นจะต้องคิดทั้งส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น

วรศักดิ์ ทุมมานนท์ กล่าวไว้ในหนังสือมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมิติใหม่ของการสร้างมูลค่า กิจการและการสร้างระบบผลตอบแทนพนักงาน (2548) โดยสามารถสรุปได้ดังนี้

EVA เป็นตัววัดความสามารถของกิจการในการสร้างมูลค่าเพิ่มในช่วงระยะเวลาหนึ่งโดย EVA ตั้งอยู่บนรากฐานของแนวคิดของกำไรเชิงเศรษฐศาสตร์หรือกำไรส่วนที่เหลือที่ว่า “ความมั่งคั่ง จะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการสามารถสร้างรายได้จนสามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและต้นทุน เงินทุนได้จนหมดสิ้น” สามารถอธิบายได้ดังนี้ คือ กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์แตกต่างไปจากกำไรทางบัญชี ตามแนวคิดของนักบัญชีในแง่ที่ว่ากำไรทางบัญชีคำนวณขึ้นมาจากรายได้หักด้วยค่าใช้จ่ายในการ ดำเนินงานหักด้วยต้นทุนเงินทุนที่มาจากกรก่อก่อนในรูปของดอกเบี้ย โดยรับรู้เฉพาะดอกเบี้ยจ่าย เท่านั้นเป็นต้นทุนเงินทุน และถือว่าต้นทุนเงินทุนที่ได้มาจากผู้ถือหุ้นเป็นศูนย์ เมื่อได้หักค่าใช้จ่ายใน การดำเนินงานและดอกเบี้ยออกจากรายได้ กำไรที่เกิดขึ้นจะตกเป็นของผู้ถือหุ้น แต่สำหรับนัก เศรษฐศาสตร์แล้วกิจการยังไม่มีกำไรจนกว่าอัตราผลตอบแทนของผู้ให้เงินทุนทั้งหมดจะได้รับการ ชดเชยหมดสิ้น กล่าวคือ กำไรที่แท้จริงจะเกิดขึ้นเมื่อได้มีการหักต้นทุนเงินทุนทั้งหมดไม่ว่าจะเป็น ต้นทุนเงินทุนที่ได้มากจากก่อก่อนหรือต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นออกจากรายได้หมดสิ้น

กำไรทางบัญชี = รายได้-ต้นทุนขาย/บริการ-ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน-ดอกเบี้ยจ่าย-ภาษีเงินได้

กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ = รายได้-ต้นทุนขาย/บริการ-ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน-ดอกเบี้ยจ่าย-ภาษี เงินได้-ต้นทุนเงินทุนทั้งหมดที่นำไปใช้ลงทุนในกิจการ

หาก EVA เป็นบวก คือ องค์กรได้รับผลตอบแทนมากกว่าต้นทุนค่าเสียโอกาสของต้นทุนที่ลงไป แต่ หาก EVA เป็นลบ คือ ผลตอบแทนที่ได้รับไม่เพียงพอกับต้นทุนค่าเสียโอกาสของต้นทุนที่ลงไป

การคำนวณหา EVA

รายได้	XX
หัก ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	XX
กำไรจากการดำเนินงาน (EBIT)	XX

ภาษีเงินได้	XX
กำไรสุทธิจากการดำเนินงานภายหลังหักภาษี (NOPAT)	XX
ต้นทุนเงินทุน (ทุนที่ลงไป X ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก)	XX
EVA	XX

EVA จึงเป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่สอดคล้องกับการสร้างมูลค่า เพราะว่า EVA คำนึงถึงค่าใช้จ่ายในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งรวมถึงต้นทุนเงินทุนทั้งหมดที่กิจการนำมาใช้ตลอดจนความเสี่ยงธุรกิจที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษางานในอดีตหลายงาน เช่น Grant (1996) กล่าวว่านักวิเคราะห์ที่ใช้มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นตัวชี้วัดว่า บริษัทมีความมั่นคงที่แท้จริงให้แก่ผู้ถือหุ้นได้หรือไม่ พบว่า บริษัทที่มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นบวก ราคาหุ้นของบริษัทก็สูงขึ้นด้วย ส่งผลให้มูลค่าทางการตลาดเพิ่ม ทำให้ผู้ถือหุ้นได้ประโยชน์เพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยเลือกใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added หรือ EVA) เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของกิจการว่ามีมูลค่าอยู่ในระดับใด เนื่องจาก EVA จะสามารถลงลึกในรายละเอียดของผลการดำเนินงานและความสามารถในการสร้างกำไรได้อย่างชัดเจน

2.6 แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

อัญญา ชันชวิทย์, ศิลปพร ศรีจันทเพชร และเดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศรี (2552) ได้กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการสามารถพิจารณาได้ว่าเป็นกิจกรรมหนึ่งซึ่งช่วยเสริมสร้างผลการดำเนินงานของกิจการให้มีมูลค่าสูงขึ้น และสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นแก่ผู้ถือหุ้นได้ ทั้งนี้ประโยชน์ที่เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นจะได้รับจากการกำกับดูแลกิจการสามารถชี้วัดได้ว่าเป็นรูปธรรมโดยใช้มูลค่าทางการเงินของกิจการซึ่งเป็นส่วนของผู้ถือหุ้นหรือส่วนของผู้ถือหุ้น

ผลการศึกษาของ ของเบญจวรรณ ศุภภัทรพร (2561) ได้ศึกษาผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงาน โดยมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยได้ผลออกมาอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวว่ากิจการมีความสามารถในการบริหารจัดการเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทนอย่างมีประสิทธิภาพ แต่กิจการก็ต้องรับภาระดอกเบี้ยจากหนี้สินจำนวนมากด้วยจึงอาจเป็นสาเหตุให้ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Epps and Cereola (2008) ซึ่งกล่าวว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่ได้หมายความว่าถึงผลการดำเนินงานที่ดี และสอดคล้องกับภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2559) ที่ไม่พบ

ความสัมพันธ์ระหว่างผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานที่วัดจากรายได้รวม กำไรต่อหุ้นและอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นแต่ไม่สอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้และไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Samia et al. (2011), Brown and Caylor (2004), กังสตาล และคณะ (2560) และ สุรางค์ เห็นสว่าง (2560) ที่พบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารงานของบริษัทเพื่อให้เกิดผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นจึงมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

แต่ก็มีบางงานวิจัยที่ไม่พบความสัมพันธ์ เช่น Epps and Cereola (2008) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทโดยใช้กลุ่มตัวอย่างจาก S&P500 ในระหว่างปี ค.ศ. 2002 - 2004 จำนวน 256 บริษัท 269 บริษัท และ 273 บริษัทตามลำดับโดยใช้ตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการคือคะแนนการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี 61 ข้อ ใน 8 ประเภทการกำกับดูแลกิจการซึ่งจัดโดยสถาบันนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investor Services: ISS) และวัดผลการดำเนินงานโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและตัวแปรควบคุมคือ ลอการิทึมธรรมชาติของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท

โดยตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่นำมาใช้ในการทดสอบนี้คืออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) โดย ROE เป็นตัวชี้วัดที่เป็น Accounting – based Measure ซึ่งจะแสดงให้เห็นว่าเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น จะได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินการของกิจการนั้นในอัตราส่วนเท่าไร หากมีค่าสูงแสดงถึงประสิทธิภาพในการหากำไรสูงด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556)

$$\text{อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (\%)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ} \times 100}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น(เฉลี่ย)}}$$

ROE เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยเปรียบเทียบกับกำไรสุทธิ (Net Profit) ต่อสินทรัพย์ในส่วนของผู้ถือหุ้น (Shareholder's Equity) เพื่อดูว่าผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนสูงหรือต่ำเพียงใดเมื่อเทียบกับเงินลงทุนที่ลงทุนไป โดย Du Pont Analysis จะแยกพิจารณา ROE ออกเป็น 3 องค์ประกอบหลัก ได้แก่

$$\text{ROE} = \text{Net Profit Margin} \times \text{Asset Turnover} \times \text{Financial leverage}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ยอดขาย}} \times \frac{\text{ยอดขาย}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \times \frac{\text{สินทรัพย์รวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

1. Net Profit Margin คือความสามารถในการทำกำไรจากยอดขาย โดยเปรียบเทียบกำไรสุทธิ (Net Profit) ต่อยอดขาย (Sales) ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ว่าบริษัทสามารถเปลี่ยนยอดขาย ให้เป็นกำไรได้มากหรือน้อยเพียงใด ถ้าตัวเลขมีค่าน้อยแสดงว่าจากยอดขายที่สูงมาก แต่บริษัทได้กำไรเพียงเล็กน้อยเท่านั้น เป็นการบ่งชี้ถึงว่าตลาดมีการแข่งขันที่รุนแรง หรือผู้บริโภคไม่มีกำลังซื้อ

2. Asset Turnover คือความสามารถในการสร้างยอดขายจากสินทรัพย์ที่มี เช่น โรงงาน และเครื่องจักร โดยดูว่าสินทรัพย์ที่มีอยู่นั้นสามารถผลิตสินค้าออกมาขายได้มากน้อยเพียงใด คำนวณจากการเปรียบเทียบยอดขาย (Sales) ต่อบริษัททั้งหมด (Total Asset) ว่ายอดเป็นกี่เท่าของสินทรัพย์ที่มี ถ้าตัวเลขนี้มีค่าน้อยแสดงว่าประสิทธิภาพในการผลิตต่ำ คือมีโรงงานและเครื่องจักรมาก แต่ผลิตสินค้าออกมาขายได้เล็กน้อย หรืออาจแสดงถึงราคาสินค้าในตลาดที่ตกต่ำทำให้อายุขัยไม่สูง

3. Financial leverage คืออัตราส่วนระหว่างสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Asset) ต่อกองทุนของผู้ถือหุ้น (Shareholder's Equity) แสดงถึงความเสี่ยงของธุรกิจในด้านการเงิน ถ้าตัวเลขนี้มีค่ามากแสดงว่ามาจากสินทรัพย์ทั้งหมด ผู้ถือหุ้นใช้เงินส่วนตัวเพียงเล็กน้อยที่เหลือมาจากการกู้ยืมลงทุน ในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยต่ำ ทรัพย์สิน (Asset) จะสามารถสร้างรายได้ได้สูงกว่าดอกเบี้ยที่ต้องจ่าย ทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถทำกำไรได้มากโดยใช้เงินทุนส่วนตัวเพียงเล็กน้อย แต่หากอัตราดอกเบี้ยสูงเพิ่มขึ้น ภาระค่าใช้จ่ายในส่วนดอกเบี้ยจะสูงขึ้นจะทำให้เหลือกำไรสุทธิ ตกถึงผู้ถือหุ้นลดลง

ดังนั้นอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) วัดจากอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอัตราส่วนนี้จะเกี่ยวข้องกับส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งหมายถึงส่วนทุน กำไรสะสม และเงินสำรองต่างๆ โดยไม่รวมหนี้สิน จึงวัดผลตอบแทนจากการลงทุนของผู้ถือหุ้นโดยทำให้ทราบว่าเงินลงทุนที่ได้จากส่วนของผู้ถือหุ้น กิจการได้นำมาลงทุน และบริหารจัดการเพื่อสร้างประโยชน์และผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นอย่างไร กล่าวคือ อัตราส่วนนี้สามารถแสดงถึงความสามารถและผลการดำเนินงานของผู้บริหารในการสร้างผลกำไรเพื่อตอบสนองผู้ถือหุ้น หากอัตราส่วนนี้สูงแสดงให้เห็นว่ากิจการมีการบริหารงานและการลงทุนอย่างถูกต้อง บริหารเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ สร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นได้สูงอีกด้วย

ตารางที่ 5 สรุปที่มาของการได้มาซึ่งตัวแปรตามการจัดการกำไร มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น

ลำดับ	ผู้วิจัย	การจัดการกำไร	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น
1.	สมชาย สุภัทรกุล (2548)	✓		
2.	Healy and Wahlen (1999)	✓		

ตารางที่ 5 (ต่อ)

ลำดับ	ผู้วิจัย	การจัดการกำไร	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น
3.	วรศักดิ์ ทูมมานนท์ (2543)	✓		
4.	กฤษณา กัมปนาทโกศล และ ชาญชัย ตังเรื่อนรัตน์ (2551)	✓		
5.	Mulford and Comiskey (1996)	✓		
6.	กนกกาญจน์ เรืองปลอด (2555)	✓		
7.	วิภาดา ภาโนมัย และ นงคินิตย์ จันทร์จรัส (2559)		✓	
8.	ศิลปพร ศรีจันทเพร (2551)		✓	
9.	Pham, Suchard and Zein (2007)		✓	
10.	Prober, Larry M. (2000)		✓	
11.	เบญจวรรณ ศุภภัทรพร (2561)			✓
12.	Epps and Cereola (2008)			✓
13.	ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2559)			✓
14.	Samiaet al. (2011)			✓
15.	Brown and Caylor (2004)			✓

จากการทบทวนวรรณกรรมตามแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้นเกี่ยวกับตัวแปรตาม พบว่า งานวิจัยที่ผ่านมามีการศึกษาตัวแปรแค่บางตัวแปรเท่านั้น ยังไม่มีนักวิจัยท่านไหนศึกษาตัวแปรดังกล่าวพร้อมกัน ทำให้ผู้จัดทำวิจัยมีความสนใจที่จะนำตัวแปรที่ได้มีการศึกษาผ่านมาแล้ว มาศึกษาหาผลต่อการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้ง 3 ตัวแปร คือ การจัดการกำไร มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น เนื่องจากผลการดำเนินงานเป็นจุดสนใจให้นักลงทุนสนใจมาลงทุน และศึกษาผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี การทุจริตคอร์รัปชั่น ของบริษัทจดทะเบียนที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานด้วย

2.7 ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีตัวแทนมาจากแนวคิดของ Jensen และ Meckling ในปี ค.ศ.1976 โดยเป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงปัญหาจากการที่ผู้ถือหุ้นตัดสินใจลงทุนในกิจการ โดยมอบอำนาจ และหน้าที่ให้แก่ผู้บริหาร เป็นตัวแทนในการนำเงินลงทุนดังกล่าวไปบริหาร ซึ่งในความเป็นจริงผู้ถือหุ้นจะเสียเปรียบในการที่ไม่สามารถทราบได้ว่าผู้บริหารได้นำเงินไปใช้อย่างเกิดประโยชน์สูงสุดจริงหรือไม่ จึงเกิดเป็นปัญหาตัวแทน (Agency Problems) ขึ้น โดยปัญหาตัวแทนเกิดขึ้นจากความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ที่ 2 ฝ่ายได้รับ ฝ่ายหนึ่งคือตัวการ (Principal) หรือนักลงทุนผู้ซึ่งต้องการให้บริษัทมีกำไรและได้ผลประโยชน์สูงสุดมุ่งเพื่อให้บริษัทมีผลตอบแทนสูง คุ่มค่ากับที่ลงทุนไปให้มากที่สุดโดยจะคำนึงหรือไม่คำนึงถึงวิธีการที่จะได้มาของผลตอบแทนเหล่านั้น และอีกฝ่ายหนึ่งคือตัวแทน (Agent) ซึ่งหมายถึงกลุ่มผู้บริหารที่ทำหน้าที่บริหารกิจการด้วยเงินทุนที่ได้รับจากตัวแทนหรือเปรียบเสมือนลูกจ้างไม่ว่าจะอยู่ในระดับสูงหรือต่ำ ซึ่งมีหน้าที่ต้องทำให้ผู้ว่าจ้างหรือตัวการมีความพึงพอใจสูงสุดด้วยการที่ทั้ง 2 ฝ่าย ได้รับข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน กล่าวคือ นักลงทุนภายนอกไม่สามารถทราบข้อมูลภายในของกิจการได้เท่ากับผู้บริหาร ทำให้อาจเกิดช่องทางการที่ผู้บริหารสามารถเอาไรต์เอาเปรียบ นักลงทุนได้ โดยการนำเงินของนักลงทุนไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตัว หรือนำไปใช้จ่ายอย่างสุรุ่ยสุร่าย โดยการนำไปลงทุนในโครงการที่ไม่เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น หรือกิจการโดยรวม

ปัญหาตัวแทนล้วนแล้วแต่ทำให้เกิดต้นทุน โดยต้นทุนตัวแทนแบ่งได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการสร้างภาระผูกพันให้แก่ฝ่ายบริหาร (Bonding Cost) เป็นค่าใช้จ่ายเพื่อให้ฝ่ายบริหารรักษาสัญญาที่ได้ตกลงกับผู้ถือหุ้น เช่น ค่าตอบแทน โบนัส เป็นต้น และค่าใช้จ่ายในการสอดส่องดูแลฝ่ายบริหาร (Monitoring Cost) เป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นเพื่อให้ผู้ถือหุ้นใช้ในการประเมินผลและควบคุม กำกับพฤติกรรมของฝ่ายบริหาร เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าการตัดสินใจของผู้บริหารจะสร้างผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น (วรรณพร ศิริทิพย์, 2555) ส่วน Fan and Wong (2002) ได้กล่าวถึงโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวนั้นจะมีผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่สามารถคัดค้านหรือโต้แย้งการกระทำของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้เนื่องจากระบบกลไกและกฎหมายในการกำกับดูแลที่สร้างขึ้นมาเพื่อปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นมีความอ่อนแอและไม่มีประสิทธิผลเท่าที่ควร ทำให้มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและเกิดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนจึงจำเป็นต้องลดแรงจูงใจลงอันเนื่องมาจากการที่ผลประโยชน์ไม่สอดคล้องไปในทิศทางเดียวกันโดยการหาโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่เหมาะสมกับกิจการเพื่อลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) โดยโครงสร้างการถือหุ้นในแบบต่าง ๆ ที่ทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งน่าจะเป็นปัจจัยหนึ่งในการกำหนดผลการดำเนินงานที่เป็นเท็จ ดังนั้นเพื่อลดความขัดแย้งในการบริหารงานระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหารเพื่อก่อให้เกิดผลประโยชน์ที่สอดคล้องกัน และเกิดมูลค่าสูงสุดแก่กิจการดังจะเห็นได้ว่า

คุณภาพรายงานทางการเงินที่สูงมีความสัมพันธ์และส่งผลกับประสิทธิภาพในการทำงานและผลการดำเนินงานเนื่องจากผลการดำเนินงานที่ดีสามารถบ่งบอกถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานของบริษัทได้เป็นอย่างดีเช่นเดียวกับ กรัณท์รัตน์ บุญญวัฒน์ และศักดา มาฉวีวัฒน์ (2554)

จากการที่ผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารมีความสนใจที่ขัดแย้งกัน (Conflict of Interest) โดยผู้ถือหุ้นให้ความสนใจกับความมั่งคั่งที่เกิดจากมูลค่าของบริษัทที่เพิ่มขึ้น แต่ผู้บริหารทำหน้าที่เป็นตัวแทนในการบริหารงานแทนผู้ถือหุ้นและไม่ได้มีส่วนได้เสียกับบริษัทจึงให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของตนเอง เช่น ค่าตอบแทน ชื่อเสียงในหน้าที่การงานของตน ผู้ถือหุ้นสามารถลดปัญหาที่เกิดจากตัวแทน โดยการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารจากกรรมการอิสระผู้ตรวจสอบภายในหรือผู้ตรวจสอบภายนอกอีกทั้งการสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหารโดยการให้ค่าตอบแทนซึ่งมีเงื่อนไขขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไรจะทำให้ฝ่ายบริหารทำงานอย่างมีประสิทธิภาพก่อให้เกิดกำไรสูงสุดตรงตามความต้องการของผู้ถือหุ้น ดังนั้นค่าตอบแทนจึงถือเป็นวิธีหนึ่งที่สามารถลดปัญหาที่เกิดจากตัวแทนได้เนื่องจากผู้ถือหุ้นและผู้บริหารได้รับผลประโยชน์ที่พึงพอใจทั้งสองฝ่าย (อินทิพากุลย์ ศรประสิทธิ์, 2554)

ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน (Agency Problems) ตามการศึกษาของ McColgan (2001) สามารถแยกสาเหตุการเกิดปัญหาได้ดังนี้

1) Moral-Hazard คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทน บริหารงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เช่น ผู้บริหารหรือครอบครัว ของผู้บริหารนำทรัพย์สินของบริษัทไปใช้ส่วนตัว ทรัพย์สินเหล่านั้นจึงไม่ได้ถูกนำมาใช้ใน กิจกรรมที่มีประโยชน์ในการสร้างรายได้ให้แก่บริษัท เป็นต้น

2) Earnings Retention คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกี่ยวข้องกับขนาดของกิจการ (Firm Size) ที่วัดโดยกำไรสะสมของบริษัท ซึ่งผู้บริหารจะใช้ประโยชน์จากกำไรสะสมโดยการใช้นโยบายโครงสร้างเงินทุนที่เป็นแหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) มากกว่าการหาแหล่งเงินทุนจาก ภายนอก (เจ้าหนี้) เพื่อลดการถูกตรวจสอบการบริหารงานจากบุคคลภายนอก ซึ่งการใช้โครงสร้าง เงินทุนดังกล่าวทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในรูปเงินปันผลลดลง

3) Time Horizon คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากระยะเวลาการลงทุน โดยผู้ถือหุ้นจะให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดของบริษัทในอนาคต แต่ผู้บริหารจะให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดของบริษัทในช่วงระยะเวลาที่ตนบริหารอยู่เท่านั้น ดังนั้นผู้บริหารมักจะลงทุนในโครงการระยะสั้นมากกว่าโครงการระยะยาวถึงแม้ว่าโครงการนั้นจะให้ผลตอบแทนสูงกว่า ซึ่งปัญหาดังกล่าวมักเกิด กับผู้บริหารระดับสูงที่ใกล้เกษียณแล้ว

4) Risk Aversion คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากพฤติกรรมที่ยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้บริหาร ซึ่งเกิดจากค่าตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน ของ

บริษัท ผู้บริหารจะได้รับเพียงผลตอบแทนที่เป็นเงินเดือนเท่านั้น โดยเงินเดือนจะเป็นจำนวน ที่คงที่ ดังนั้นผู้บริหารย่อมเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำ เพราะผู้บริหารจะไม่ได้รับ ประโยชน์ส่วน เพิ่มจากโครงการนั้นๆ แม้ว่าโครงการดังกล่าวจะประสบความสำเร็จและมีผลตอบแทนสูง แต่โครงการ ที่มีผลตอบแทนสูงย่อมจะมีความเสี่ยงสูงด้วย ขณะเดียวกัน หากบริหารงานล้มเหลวก็ย่อมมี ผลกระทบต่อตำแหน่งหน้าที่งาน ส่วนผู้ถือหุ้นจะชอบผู้บริหาร ที่ตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีความ เสี่ยงสูงเพราะย่อมจะได้รับผลตอบแทนที่สูงด้วย เท่ากับ เป็นการเพิ่มความมั่งคั่งให้แก่ตัวผู้ถือหุ้นเอง

ดังนั้นในการแก้ไขปัญหาและลดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือ หุ้นนั้น สามารถทำได้โดยการนำหลักการกำกับดูแลกิจการมาใช้ในกิจการ ทั้งนี้การกำกับดูแลกิจการ เป็นการกำกับและควบคุมบริหารงานของผู้บริหาร โดยมุ่งเน้นผลประโยชน์ที่เป็นธรรมแก่ผู้เป็น เจ้าของเป็นหลัก อีกทั้งยังมีการยอมรับว่า การกำกับดูแลกิจการมีบทบาทสำคัญต่อความสำเร็จที่ เพิ่มขึ้นของการดำเนินกิจการอย่างยั่งยืน เพราะสามารถแสดงให้เห็นถึงว่า กิจการมีระบบบริหาร จัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น

2.8 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเป็นทฤษฎีที่มีความเกี่ยวข้องกับแนวคิดการจัดการองค์กรและแนวคิด จริยธรรมธุรกิจที่เน้นคุณธรรมและค่านิยมในการบริหารจัดการองค์กร ถูกเสนอครั้งแรกโดยอาร์เอ็ด เวิร์ดพีร์แมนในหนังสือการจัดการเชิงกลยุทธ์ หนังสือเล่มนี้ได้กล่าวถึงผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท การให้ ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียจะทำให้เกิดผลประโยชน์กับทั้งบริษัทและผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ (Freeman, 1984) โดยทั่วไปผู้ประกอบการจะให้ความสำคัญกับการแสวงหากำไร การสร้าง ความสามารถให้เหนือกว่าคู่แข่ง การลดต้นทุนให้ได้มากที่สุด แต่ปัจจัยผู้มีส่วนได้เสียถือเป็นปัจจัยหนึ่ง ที่ทำให้ผู้ประกอบการประสบความสำเร็จ การมีความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้มีส่วนได้เสียจะช่วยส่งเสริมให้ เกิดการแลกเปลี่ยนความรู้ แนวคิด หรือแลกเปลี่ยนทรัพยากรที่มีประโยชน์ระหว่างกัน และทำให้ ผู้ประกอบการเข้าใจสภาพแวดล้อมทางสังคมได้ดีขึ้น รวมทั้งส่งผลต่อภาพลักษณ์ของผู้ประกอบการ (Freeman et al., 2010; Harrison, Bosse, and Phillips, 2010) ผู้มีส่วนได้เสียแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มหลัก ๆ คือ (1) ผู้มีส่วนได้เสียหลัก เช่น ลูกค้า คู่แข่ง ผู้ผลิตวัตถุดิบ พนักงาน และผู้ถือหุ้น (2) ผู้มี ส่วนได้เสียรองได้แก่ รัฐบาล องค์กร ชุมชน สภาพแวดล้อม หรือนักเคลื่อนไหวต่าง ๆ (Freeman et al., 2010)

คู่แข่ง (competitor) ถือว่าเป็นผู้มีส่วนได้เสียหลัก เพราะไม่เพียงแต่เกี่ยวข้องในแง่ของการ เป็นคู่แข่งในด้านการหาลูกค้าหรือการจัดการทรัพยากรเท่านั้น แต่คู่แข่งยังเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดการ แข่งขัน ปรับปรุงสินค้าและบริการ ส่งผลไปยังการแข่งขันการสร้างนวัตกรรมและการพัฒนากลยุทธ์ ต่าง ๆ ของผู้ประกอบการ (Christensen and Bower, 1996) เช่น บริษัท Apple กับ Samsung

เป็นบริษัทผู้ผลิต smart phone ทั้งสองบริษัทถือเป็นคู่แข่งกันระหว่างกันในการหาลูกค้า แต่การแข่งขันระหว่างสองบริษัทนี้ทำให้เกิดการพัฒนาทั้งเรื่องการพัฒนาสินค้า การบริการ และนำไปสู่การสร้างนวัตกรรมใหม่ ๆ ให้แก่วงการ smart phone ดังนั้นเราจะเห็นว่าความเป็นคู่แข่งระหว่างกันไม่ได้เกิดผลในด้านลบอย่างเดียวแต่สามารถส่งผลในด้านบวกด้วย การสร้างเครือข่ายผู้ประกอบการจะทำให้เกิดการร่วมมือกันในการแลกเปลี่ยนข้อมูลหรือองค์ความรู้ที่เป็นประโยชน์ระหว่างกัน รวมทั้งผู้ประกอบการรายย่อยสามารถเรียนรู้ประสบการณ์และวิธีการจัดการของผู้ประกอบการรายใหญ่นอกจากนั้นถ้าผู้ประกอบการที่มีความสนใจคล้าย ๆ กันอาจจะมีการร่วมมือกันเพื่อการพัฒนาสินค้าหรือบริการให้ตรงกับความต้องการของลูกค้า ดังนั้นการเข้าใจทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย โดยเฉพาะผู้มีส่วนได้เสียหลักทำให้ผู้ประกอบการได้รับรู้และเข้าใจถึงอุปสรรคและโอกาส และทำให้ผู้ประกอบการสามารถสร้างเครือข่ายอย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น อีกทั้งก่อให้เกิดความร่วมมือระหว่างกันทั้งในการแลกเปลี่ยนข้อมูลหรือความรู้ที่มีประโยชน์ และเป็นตัวผลักดันให้เกิดการพัฒนาสินค้าและบริการนำไปสู่การสร้างนวัตกรรมในที่สุด (Ketchen et al., 2007)

การนำทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียมาวิเคราะห์ในบริบทของเครือข่ายผู้ประกอบการมุสลิมใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ ทำให้สามารถวิเคราะห์อุปสรรคการทำงานในเครือข่ายได้ดีขึ้น ซึ่งพบอุปสรรคหลายอย่างเช่น เครือข่ายดังกล่าวยังไม่สามารถทำให้คู่แข่งหรือผู้ประกอบการที่ผลิตสินค้าคล้ายกันร่วมกันแลกเปลี่ยนข้อมูลหรือองค์ความรู้ที่เป็นประโยชน์ระหว่างกันได้ ผู้ประกอบการรายเล็กไม่สามารถเรียนรู้ประสบการณ์และวิธีการจัดการของผู้ประกอบการรายใหญ่ได้ อีกทั้งไม่มีการร่วมมือในการทำงานอย่างแท้จริง เนื่องจากการรวมกลุ่มยังไม่เข้มแข็ง ขาดระบบที่มีประสิทธิภาพ ผู้นำของกลุ่มและคณะกรรมการไม่มีความรู้ความสามารถในการบริหาร รวมทั้งผู้ประกอบการหลายรายไม่มีความรับผิดชอบหน้าที่ ความตั้งใจในการทำงาน และการขาดจริยธรรมทางธุรกิจ ดังนั้นการเป็นคู่แข่งไม่ทำให้เกิดการพัฒนาปรับปรุงสินค้าและบริการเท่าที่ควรส่งผลประสิทธิภาพของเครือข่ายผู้ประกอบการ (สระอนี ดือเระ, 2555)

ลูกค้า (Customer) ถือเป็นผู้มีส่วนได้เสียที่ทำให้ผู้ประกอบการสามารถเข้าใจความต้องการของลูกค้าได้ดียิ่งขึ้น เช่น ลูกค้าต้องการสินค้าแบบไหน ราคาสินค้าเท่าไรที่ยอมรับได้ เทรนด์ของลูกค้า วัฒนธรรมความเป็นอยู่ ทั้งหมดนั้นจะเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่ผู้ประกอบการในการพัฒนาสินค้าและบริการให้ตรงกับความต้องการของลูกค้าอย่างแท้จริง (Payne et al., 2009) นอกจากนี้การสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าจะทำให้ผู้ประกอบการพัฒนาสินค้าให้มีความแปลกใหม่ มีความหลากหลาย เพราะลูกค้ามีหลายกลุ่ม แต่ละกลุ่มมีความต้องการที่แตกต่างกัน (Ramaswami et al., 2009) ความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าจะช่วยส่งเสริมให้เกิดการทำงานร่วมกัน ทำให้เกิดการถ่ายทอดประสบการณ์ รู้ถึงความต้องการ อุปสรรค และแนวทางที่จะอยู่ร่วมกันได้ ดังนั้นผู้ประกอบการควรให้ความสำคัญกับลูกค้าโดยการสร้างความสัมพันธ์ที่ดีระหว่างกัน รับฟังปัญหา อุปสรรค และความ

ต้องการของลูกค้าเพื่อที่จะสามารถปรับปรุงการขายสินค้าและบริการให้ตรงกับความต้องการของลูกค้าได้มากขึ้น (Iglesias et al., 2013)

ในบริบทของผู้ประกอบการมุสลิมใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้แล้วปัจจุบันผู้ประกอบการให้ความสำคัญกับลูกค้ามากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ประกอบการมุสลิมเน้นย้ำให้พนักงานบริการลูกค้าให้ดีขึ้น พยายามทำให้ลูกค้ามีความพึงพอใจต่อการบริการมากที่สุด อีกทั้งผู้ประกอบการหลายรายมีการพัฒนาสินค้าให้มีความแตกต่างและหลากหลายตรงกับความต้องการของลูกค้ามากขึ้น เช่น การที่ผู้ประกอบการมุสลิมมีการเปิดร้านอาหารญี่ปุ่น อาหารอิตาลี หรืออาหารเกาหลี ซึ่งโดยปกติแล้วร้านอาหารดังกล่าวที่กรุงเทพฯไม่มีฮาลาล แต่ผู้ประกอบการมุสลิมปรับเปลี่ยนเมนูอาหาร ปรับเปลี่ยนวัตถุดิบ รวมทั้งการบวนการทำอาหารให้เป็นแบบฮาลาล ซึ่งวิธีการดังกล่าวถือเป็นการพยายามพัฒนาสินค้าหรือบริการให้มีความหลากหลายตรงกับความต้องการของลูกค้ามากขึ้น (สระรอนี คือระ, 2555)

พนักงาน (Employee) ถือเป็นผู้ที่นำเอกลักษณ์ คุณค่า และแบรนด์ของผู้ประกอบการไปยังลูกค้า (Gyrd – Jones and Kornum, 2013) การที่พนักงานสร้างความสัมพันธ์ที่กับลูกค้าจะทำให้ลูกค้าเกิดความทรงจำที่ดี นอกจากนั้นพนักงานยังเป็นทรัพยากรที่มีค่า เพราะพนักงานแต่ละคนมีความรู้และประสบการณ์เป็นประโยชน์ต่อองค์กร ซึ่งความหลากหลายขององค์ความรู้ดังกล่าวจะเป็นประโยชน์ในการกำหนดวิสัยทัศน์ เป้าหมาย การจัดการเชิงกลยุทธ์ที่ถูกต้องและสามารถนำพากิจการให้มีความเข้มแข็งได้ (Andies and Czannitzki, 2014)

ในบริบทของผู้ประกอบการมุสลิมใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้แล้ว พนักงานส่วนใหญ่มิมีการศึกษาในระดับต่ำทำให้ไม่มีความเข้าใจในหลักของการสร้างความพึงพอใจแก่ลูกค้า ทั้งการพูดกริยาท่าทาง หรือการอธิบายสินค้าแก่ลูกค้า มีความแตกต่างจากพนักงานที่มีระดับการศึกษาที่สูง พนักงานดังกล่าวจะมีทักษะในการพูดหรืออธิบายสินค้าแก่ลูกค้าได้ดีกว่า มีอัธยาศัยที่ดีกับลูกค้า ซึ่งสามารถสร้างความพึงพอใจแก่ลูกค้า (ศูนย์อำนวยการบริหารจังหวัดชายแดนภาคใต้, 2542)

ผู้ผลิตสินค้า (Supplier) ถือเป็นผู้มีส่วนได้เสียหลักที่ผู้ประกอบการทุกรายต้องให้ความสำคัญ ความสัมพันธ์ที่ดีระหว่างผู้ประกอบการกับผู้ผลิตสินค้าจะทำให้ผู้ประกอบการสามารถประหยัดต้นทุน และทำให้ผู้ประกอบการได้ข้อมูลที่สำคัญในการขายสินค้าและบริการให้ดียิ่งขึ้น (Kim and Cavvsgil, 2013) นอกจากนี้ความสัมพันธ์ที่ดีระหว่างผู้ประกอบการกับผู้ผลิตสินค้าส่งเสริมให้เกิดการสร้างนวัตกรรมต่าง ๆ ทั้งในเรื่องรูปแบบการขายสินค้าหรือการบริการ รวมทั้งการทำงานอย่างใกล้ชิดกับผู้ผลิตสินค้าจะส่งเสริมให้เกิดการถ่ายทอดข้อมูลและองค์ความรู้ระหว่างกัน จะทำให้สองฝ่ายสามารถร่วมมือกันได้ (Takeishi, 2001) Barrales – Molina et al., (2014) ได้กล่าวว่า ความสัมพันธ์ที่ดีระหว่างผู้ประกอบการกับผู้ผลิตสินค้าจะช่วยส่งเสริมให้เกิดการจัดการห่วงโซ่อุปทานที่มีประสิทธิภาพระหว่างกัน เกิดพันธมิตรทางการตลาดร่วมกัน เกิดการเรียนรู้และแลกเปลี่ยนความรู้ระหว่างกัน ซึ่งจะพัฒนาไปสู่การสร้างนวัตกรรมที่เป็นประโยชน์กับทั้งสองฝ่าย ดังนั้นการให้

ความสำคัญกับผู้ผลิตสินค้าสามารถสร้างประโยชน์มากมายต่อผู้ประกอบการ และจะดียิ่งขึ้นถ้าผู้ประกอบการสามารถเชิญผู้ผลิตสินค้าเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของเครือข่ายผู้ประกอบการเพราะจะทำให้ผู้ประกอบการต่าง ๆ ในเครือข่ายสามารถเข้าถึงทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งสองฝ่ายสามารถที่จะพัฒนาวิสัยทัศน์ร่วมกัน กำหนดกลยุทธ์ รวมทั้งแลกเปลี่ยนข้อมูลและความรู้ที่เป็นประโยชน์ร่วมกัน ซึ่งในท้ายที่สุดแล้วจะทำให้เกิดความเข้มแข็งในเครือข่ายของผู้ประกอบการ

ในบริบทของผู้ประกอบการมุสลิมใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้แล้ววัตถุประสงค์หรือสินค้าที่นำมาขายส่วนใหญ่แล้วนำเข้าจากนอกพื้นที่ เช่น มาจากกรุงเทพมหานคร มาเลเซีย อินโดนีเซีย และประเทศจีน ซึ่งผู้ผลิตสินค้าอยู่ห่างไกลจากพื้นที่มากทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ประกอบการกับผู้ผลิตสินค้าไม่สนิทสนมเท่าเท่าที่ควร ซึ่งเกิดจากเรื่องของระยะทาง ความแตกต่างของภาษาและวัฒนธรรม โดยเฉพาะผู้ประกอบการมุสลิมในพื้นที่ 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้จะมีอุปสรรคในการพูดคุย การติดต่อประสานงาน การเจรจาต่อรองกับผู้ผลิตสินค้าในภาคใหญ่หรือในกรุงเทพมหานคร อีกทั้งความสามารถในการใช้ภาษาอังกฤษระดับต่ำทำให้ไม่สามารถนำเข้าวัตถุดิบจากต่างประเทศได้ (สุทธิพร บุญมาก, 2555)

ผู้มีส่วนได้เสียรอง (Second Stakeholder) ผู้มีส่วนได้เสียรองประกอบด้วย รัฐบาล องค์กร NGO ชุมชน หน่วยงานหรือองค์กรต่าง ๆ ที่เคลื่อนไหวในด้านสิ่งแวดล้อม การให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียรองทำให้ผู้ประกอบการเข้าใจความเป็นจริงของสภาพแวดล้อมที่รายล้อมผู้ประกอบการทั้งในด้านสังคม วัฒนธรรม เศรษฐกิจ การเมือง ชนิตพันธุ์ รวมทั้งปัญหาของสิ่งแวดล้อมได้ดียิ่งขึ้น ความเข้มแข็งของเครือข่ายผู้ประกอบการขึ้นอยู่กับความสามารถที่จะปรับตัวให้เข้ากับสภาวะแวดล้อมที่เป็นอยู่อย่างชาญฉลาด ด้วยการนำผู้มีส่วนได้เสียรองดังกล่าวเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของเครือข่ายของผู้ประกอบการ หรือการที่ผู้ประกอบการเข้าไปเป็นส่วนหนึ่งของเครือข่ายต่าง ๆ ที่มีอยู่จะช่วยส่งเสริมให้ผู้ประกอบการเข้าใจสถานการณ์ที่เกิดขึ้นได้ชัดเจนยิ่งขึ้น (Doha, 2010) Oetzel and Yaziji (2010) ได้กล่าวว่า เมื่อผู้ประกอบการประสบปัญหาในการขายสินค้า หรือสินค้าไม่เป็นที่ต้องการของลูกค้า ผู้ประกอบการสามารถรับรู้ปัญหาดังกล่าวผ่านองค์กรต่าง ๆ ที่เป็นเครือข่ายในพื้นที่โดยเฉพาะองค์กร NGO ซึ่งองค์กรเหล่านี้มีข้อมูลและงานวิจัยที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ประกอบการในหาทางแก้ปัญหาได้อย่างถูกต้องยิ่งขึ้น

ในบริบทของผู้ประกอบการมุสลิมใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ผู้ประกอบการมุสลิมไม่ได้ให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียรองเท่าที่ควรโดยเฉพาะอย่างยิ่งกับองค์กร NGO หรือองค์กรด้านสิ่งแวดล้อมต่าง ๆ เนื่องจากผู้ประกอบการมุสลิมส่วนใหญ่ไม่ตระหนักหรือรับรู้ผลประโยชน์จากการมีความสัมพันธ์ที่ดีกับองค์กรดังกล่าว การมีความสัมพันธ์ที่ดีจะทำให้ผู้ประกอบการมุสลิมได้รับข้อมูลที่เป็นประโยชน์ เช่น พฤติกรรมผู้บริโภค ปัญหาของชุมชน ปัญหาการขาดแคลนทรัพยากรต่าง ๆ หรือการเปลี่ยนแปลงต่าง ๆ ของสภาพแวดล้อมทางสังคม ซึ่งข้อมูลดังกล่าวจะเป็นโอกาสของ

ผู้ประกอบการมุสลิมในการเข้าใจปัญหาต่าง ๆ และสามารถปรับตัวให้ทันกับการเปลี่ยนแปลงได้ ดังนั้นการที่ผู้ประกอบการมุสลิมไม่ได้ให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียรองส่งผลให้ผู้ประกอบการมุสลิมไม่ได้รับข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาธุรกิจให้ดีขึ้น (สุทธิพร บุญมาก, 2555)

จากการศึกษาทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) สามารถสรุปได้ว่า ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียเป็นทฤษฎีที่ให้ความสำคัญกับบุคคลที่อยู่รอบ ๆ ผู้ประกอบการ อาจประกอบไปด้วย ชุมชน ลูกค้า คู่แข่ง NGO ผู้ผลิตสินค้า หรือสภาพแวดล้อม การที่ผู้ประกอบการเข้าใจและเล็งเห็นถึงความสำคัญของผู้มีส่วนได้เสียจะช่วยส่งเสริมให้เกิดการแลกเปลี่ยนความรู้ แนวคิด หรือแลกเปลี่ยนทรัพยากรที่มีประโยชน์ระหว่างกัน และทำให้ผู้ประกอบการเข้าใจสภาพแวดล้อมทางสังคมได้ดีขึ้น รวมทั้งส่งผลต่อภาพลักษณ์ของผู้ประกอบการ ซึ่งผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) แบ่งออกเป็น 6 กลุ่มด้วยกัน (1) คู่แข่ง (Competitor) เป็นตัวกระตุ้นให้เกิดการแข่งขันพัฒนาและปรับปรุงสินค้าและบริการ เกิดการสร้างนวัตกรรมใหม่ ๆ และการพัฒนากลยุทธ์ต่าง ๆ (2) ลูกค้า (Customer) ส่งผลให้ผู้ประกอบการเข้าใจความต้องการที่แท้จริงของลูกค้า ลูกค้าต้องการสินค้าแบบไหน ระดับราคาเท่าไรที่ยอมรับได้ เทรนด์ของลูกค้า และวัฒนธรรมความเป็นอยู่ เกิดการถ่ายทอดประสบการณ์ร่วมกัน แต่ละฝ่ายรู้ถึงความต้องการ อุปสรรค และแนวทางที่จะอยู่ร่วมกันได้โดยแต่ละฝ่ายจะได้ประโยชน์กันทั้งสองฝ่าย (3) พนักงาน (Employee) ทำให้ปฏิสัมพันธ์ที่ีระหว่างพนักงานกับลูกค้าจะทำให้เกิดความทรงจำที่ประทับใจ พนักงานแต่ละคนมีความรู้และประสบการณ์พนักงานยังเป็นทรัพยากรที่มีค่า (4) ผู้ผลิตวัตถุดิบ (Supplier) จะทำให้ผู้ประกอบการสามารถเข้าถึงแหล่งทรัพยากรได้ดีขึ้น ผู้ประกอบการได้ข้อมูลที่สำคัญในการพัฒนาสินค้าให้มีคุณภาพมากยิ่งขึ้น เกิดการสร้างนวัตกรรมใหม่ ๆ กำหนดวิสัยทัศน์บางอย่างร่วมกัน และเกิดพันธมิตรทางการตลาดร่วมกัน (5) ผู้มีส่วนได้เสียรอง (Second Stakeholder) คือ รัฐบาล องค์กร สิ่งแวดล้อม ชุมชน องค์กร NGO ซึ่งการมีปฏิสัมพันธ์ที่ดีทำให้ผู้ประกอบการเข้าใจความเป็นจริงของสภาพแวดล้อมทางด้านสังคม วัฒนธรรม เศรษฐกิจ การเมือง ชาติพันธุ์ รวมทั้งปัญหาของสิ่งแวดล้อมสามารถที่จะปรับตัวให้เข้ากับสภาวะแวดล้อมที่เป็นอยู่อย่างชาญฉลาด ดังนั้นการเข้าใจทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียจะทำให้เครือข่ายผู้ประกอบการเข้าใจสภาพแวดล้อมต่าง ๆ ในสังคมได้ดีขึ้น และสามารถปรับตัวให้เข้ากับสถานการณ์การเปลี่ยนแปลงได้อย่างทันท่วงที จะส่งผลให้เกิดความเข้มแข็งในเครือข่ายผู้ประกอบการมากขึ้น



ภาพประกอบที่ 4 กลุ่มต่างๆของผู้มีส่วนได้เสีย

ดังนั้นหลักการหรือการตีความขององค์ประกอบของผู้มีส่วนได้เสียจะขึ้นอยู่กับลักษณะของ บริษัทเป็นหลักไม่ใช่การท่องจำ แต่เป็นการประยุกต์ใช้เพื่อให้เหมาะสมในแต่ละองค์กรหรือแต่ละ สถานการณ์ โดยทฤษฎีนี้จะเน้นการคำนึงถึงและความเข้าใจของผู้มีส่วนได้เสียขององค์กร ไม่ว่าจะ เป็นทางตรงหรือทางอ้อม ซึ่งองค์กรต้องวิเคราะห์เพื่อให้ได้มาซึ่งผู้มีส่วนได้เสียขององค์กรอย่าง ถูกต้องและครบถ้วน เพื่อจะได้นำไปต่อยอดในการทำตามแนวทางบรรษัทภิบาลที่ดีต่อไป

2.9 ทฤษฎีผลประโยชน์ทับซ้อน

ผลประโยชน์ทับซ้อน หรือการขัดกันของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) คือ สถานการณ์ที่บุคคลผู้ดำรงตำแหน่งอันเป็นที่ไว้วางใจ เช่น นายความ นักการเมือง ผู้บริหาร หรือ ผู้อำนวยการของบริษัทเอกชน หรือ หน่วยงานรัฐ เกิดความขัดแย้งขึ้นระหว่างผลประโยชน์ ส่วนตัว กับผลประโยชน์ทางวิชาชีพ (Professional Interests) อันส่งผลให้ เกิดปัญหาที่เขาไม่สามารถปฏิบัติ หน้าที่ได้อย่างเป็นกลาง / ไม่ลำเอียงผลประโยชน์ทับซ้อนที่เกิดขึ้น อาจส่งผลให้เกิดความไม่ไว้วางใจที่ มีต่อบุคคลผู้นั้น ว่าเขาจะสามารถปฏิบัติงานตามตำแหน่งให้อยู่ในครรลองของคุณธรรมจริยธรรมได้ มากน้อยเพียงใด

กฤษฎณ์ วงศ์วิเศษธร ได้ให้ความหมายและความสำคัญของผลประโยชน์ทับซ้อนไว้ว่า ผลประโยชน์ส่วนตัว (Private Interest) เป็นสิ่งที่ตัวบุคคลได้รับ ซึ่งอาจจะไม่ใช่เพียงแค่นั้นเอง แต่ หมายรวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องด้วย ผลตอบแทนเหล่านั้นเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้คนเรามีพฤติกรรมต่างๆ ออกมาโดยผลประโยชน์ส่วนตัวมีอยู่ 2 รูปแบบ ได้แก่ ที่เกี่ยวข้องกับเงิน (Pecuniary) ไม่ว่าจะ เป็นใน

ลักษณะรูปแบบเงินทอง ของกำนัล ส่วนลดต่างๆ และที่ไม่เกี่ยวข้องกับเงิน จะเป็นลักษณะของการเกิดขึ้นเกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ของเครือญาติ เช่น เกิดการล่าเอียงในการทำงาน เป็นต้น

ผลประโยชน์สาธารณะ (Public Interest) เป็นผลประโยชน์ที่ไม่ได้เกิดขึ้นแค่ตัวปัจเจกบุคคล และเป็นผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นในสังคมส่วนรวม

จากคำสำคัญทั้งสองคำที่กล่าวมาข้างต้น ทำให้เกิดการนิยามความหมายของคำว่า “ผลประโยชน์ทับซ้อน” ขึ้น มีนักวิชาการได้ให้ความหมายของคำว่า “ผลประโยชน์ทับซ้อน” “การขัดกันของผลประโยชน์” “การขัดกันของประโยชน์ส่วนตนและประโยชน์ส่วนรวม” ไว้มากมาย อาทิ เช่น

Sandra William ให้ความหมายว่า การที่ผู้ดำรงตำแหน่งทางการเมืองหรือข้าราชการได้เปิดโอกาสให้เงินหรือผลประโยชน์ส่วนตนเข้ามามีอิทธิพลต่อหน้าที่ และความรับผิดชอบที่จะต้องมีต่อสาธารณะ

คู่มือจริยธรรมของสภาผู้แทนราษฎรสหรัฐอเมริกาให้ความหมายหลายนัย แต่ในกฎหมายและระเบียบของรัฐบาลกลาง จำกัดว่า เป็นสถานการณ์ที่การปฏิบัติหน้าที่ของเจ้าหน้าที่รัฐขัดกันกับกิจการทางเศรษฐกิจส่วนตัวของเจ้าหน้าที่ผู้นั้น ซึ่งเป็นการเสี่ยงต่อการทำให้ขาดความเป็นกลางในการใช้วิจารณ์ญาติ เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเมื่อมีสิ่งใดก็ตามที่เป็นการยั่วยวนที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว

สำนักงาน ก.พ. ได้นิยามความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ส่วนตนและผลประโยชน์ส่วนรวม ไว้ว่า สถานการณ์ หรือการกระทำที่บุคคลไม่ว่าจะเป็นนักการเมือง ข้าราชการ พนักงานบริษัท หรือผู้บริหารมีประโยชน์ส่วนตัวมากจนมีผลต่อการตัดสินใจ หรือการปฏิบัติหน้าที่ในตำแหน่งหน้าที่ที่บุคคลนั้นรับผิดชอบ

สำนักมาตรการป้องกันการทุจริต สำนักงาน ป.ป.ช. โดยศาสตราจารย์ ดร.กาชัย จงจักรพันธ์ ให้คำนิยามของ Conflict of Interest หรือการขัดกันแห่งผลประโยชน์ ว่าหมายถึง สถานการณ์ สถานการณ์ หรือข้อเท็จจริงที่บุคคลมีอำนาจหน้าที่ที่จะต้องใช้ดุลยพินิจ ปฏิบัติหน้าที่หรือกระทำการอย่างหนึ่งอย่างใดตาม อำนาจหน้าที่เพื่อส่วนรวม เพื่อหน่วยงาน หรือเพื่อองค์กร แต่ตนเองมีผลประโยชน์ส่วนตนเกี่ยวข้องอยู่ในเรื่องนั้นๆ

จากความหมายข้างต้น กล่าวโดยรวมน่า ผลประโยชน์ทับซ้อนเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นระหว่าง การขัดกันของประโยชน์ส่วนตนของเจ้าหน้าที่ นักการเมือง หรือพนักงานที่นำมาตัดสินใจในการดำเนินกิจกรรมที่เป็นประโยชน์ส่วนรวม จนทำให้เกิดความไม่เป็นกลาง ไม่มีความสมดุลและไม่ถูกต้องของผลประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นกับส่วนรวมตามวัตถุประสงค์ที่วางไว้เท่าที่ควร ซึ่งปัจจัยต่างๆเหล่านี้จะสามารถนำไปสู่การทุจริตคอร์รัปชันได้อย่างง่ายดาย

โดยภาษาไทยใช้อยู่ 3 อย่าง คือ

1. ความขัดแย้งกันระหว่างผลประโยชน์ส่วนตนและผลประโยชน์ส่วนรวม
2. ผลประโยชน์ทับซ้อน
3. ผลประโยชน์ขัดกัน

ผลประโยชน์ทับซ้อน ความหมายของ สำนักงาน ก.พ. สถานการณ์หรือการกระทำของบุคคล (ไม่ว่าจะเป็นนักการเมือง ข้าราชการ พนักงานบริษัท ผู้บริหาร) มีผลประโยชน์ ส่วนตนเข้ามาเกี่ยวข้อง จนส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจหรือการปฏิบัติหน้าที่ในตำแหน่งนั้น การกระทำ ดังกล่าว อาจเกิดขึ้นโดยรู้ตัวหรือไม่รู้ตัวทั้งเจตนาหรือไม่เจตนา หรือ บางเรื่อง เป็นการปฏิบัติสืบทอดกันมา จนไม่เห็นว่าจะเป็นสิ่งผิดแต่อย่างใดพฤติกรรมเหล่านี้เป็นการกระทำความผิดทางจริยธรรมของเจ้าหน้าที่รัฐที่ต้องคำนึงถึงผลประโยชน์สาธารณะ แต่กลับตัดสินใจปฏิบัติหน้าที่โดยคำนึงถึงประโยชน์ของตนเองหรือพวกพ้อง

แนวคิดของวิชาการ ให้ความหมายของผลประโยชน์ทับซ้อนไว้ 4 ประการ ดังนี้

1. ความหมายอย่างกว้างหมายรวมถึงการปฏิบัติงานตามตำแหน่งหน้าที่ที่รับผิดชอบอย่างต่อเนื่องหรือองค์การหรือต่อส่วนรวมแต่ดำเนินการตัดสินใจปฏิบัติหน้าที่โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเอง ครอบครัว และเพื่อนฝูง

2. ผลประโยชน์ทับซ้อนสามารถเกิดขึ้นได้ทั้งในหน่วยงาน ภาครัฐ องค์กรธุรกิจ สถาบันการศึกษา องค์กรพัฒนาเอกชน และองค์กรวิชาชีพต่างๆ โดยสามารถเกิดขึ้นได้ทั้งในระดับนโยบายของชาติ หน่วยงานราชการ และองค์กรในระดับท้องถิ่น ดังนั้นผลประโยชน์ทับซ้อนจึงมีมูลค่าความเสียหายตั้งแต่ไม่กี่ร้อยบาทไปจนถึงนับหมื่นล้านบาท และในบางกรณีความเสียหายได้ปรากฏออกมาในรูปของที่เป็นวัตถุโดย แต่ยังรวมถึงผลประโยชน์มิใช่วัตถุอีกด้วย

3. ผลประโยชน์ทับซ้อนมิได้จำกัดเฉพาะผลประโยชน์ของ บุคคลเท่านั้น แต่ยังรวมถึงการมีอคติในการตัดสินใจหรือดำเนินการอันมุ่งตอบสนองต่อผลประโยชน์ของหน่วยงานอีกหน่วยงานหนึ่งด้วย เช่น การที่บุคคลดำรงตำแหน่งซ้อนกันทั้งสองหน่วยงาน อันก่อให้เกิดการทำบทบาทที่ขัดแย้งกัน และมีการใช้อำนาจหน้าที่ของหน่วยงานหนึ่งไปรับใช้ผลประโยชน์ของอีกหน่วยงานหนึ่ง

4. การฉ้อราษฎร์บังหลวง และการคอร์รัปชัน เชิงนโยบาย (Policy Corruption) ต่างก็เป็น รูปแบบหนึ่งของผลประโยชน์ทับซ้อน เนื่องจากทั้งสอง รูปแบบต่างเป็นการใช้ตำแหน่งหน้าที่สำหรับมุ่งตอบสนอง ต่อผลประโยชน์ส่วนตัวและ/หรือพรรคพวก

โดยทฤษฎีนี้อาจเป็นต้นเหตุของหลายๆ ปัญหาที่เกิดขึ้นในสังคม โดยหลักการก็คือ เมื่อผลประโยชน์อยู่ในมือใครหรือฝ่ายใด อีกฝ่ายหนึ่งก็อาจเสียประโยชน์หรือมีการทับซ้อนของผลประโยชน์ได้ ทฤษฎีนี้อาจจะเกิดขึ้นได้ง่าย แต่ปัญหาที่อาจเกิดจากหลักการดังกล่าวนั้นแก้ได้ยาก เพราะทุกฝ่ายต่างมีเหตุผลของตัวเองและมีจุดมุ่งหมายที่แตกต่างกัน โดยการเอื้อผลประโยชน์ให้แก่ตนเองและพวกพ้อง ซึ่งเกิดขึ้นในทุกฝ่ายทั้งในและนอกองค์กร เช่น การจัดจ้างงานต่างๆ ไม่เว้น

กระทั่งผู้สอบบัญชีของบริษัท จึงมักจะทำให้เกิดปัญหาตามมาเสมอ สาเหตุเพราะการเอื้อประโยชน์ นั้นมักจะขัดกับสิ่งที่เรียกว่า จุดมุ่งหมายขององค์กร และผลประโยชน์ทับซ้อนคงจะแก้ได้ง่ายๆในวันเดียว อย่างไรก็ตาม บริษัทภักดานั้นพยายามเพิ่มความโปร่งใสและตรวจสอบให้แก่ทุกฝ่าย ลดความขัดแย้งและเพิ่มข้อมูลให้แก่กันและกัน จึงไม่แปลกใจเลยว่า ทำไมองค์กรที่มีความขัดแย้งของผลประโยชน์มากหรือบ่อยครั้งมักจะไม่มีการปฏิบัติที่ดีหรือไม่มีการปฏิบัติตามแนวทางบริษัทภักดานเลยก็เลย

2.10 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยในประเทศ

การศึกษาและทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ

จิภัตสร บุณรอด (2558) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งต่อมูลค่ากิจการ โดยมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง พ.ศ. 2556 – 2557 ผลการศึกษาความสัมพันธ์พบว่า กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันตัดสินใจลงทุนในกิจการมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และมีนักลงทุนสถาบันเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากขึ้นจะส่งผลตอบแทนให้กิจการมีมูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้นไปด้วย แต่เมื่อพิจารณาไปถึงประเภทนักลงทุนสถาบันที่แตกต่างกันพบว่า การมีนักลงทุนสถาบันต่างชาติเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากขึ้น เป็นเพราะนักลงทุนต่างชาติมีความอิสระและความคุ้นเคยในการปฏิบัติหน้าที่สนับสนุนให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากกว่านักลงทุนสถาบันไทย ในขณะที่การจัดประเภทของนักลงทุนสถาบันออกเป็นแบบอ่อนไหวต่อแรงกดดันและไม่ได้รับผลกระทบจากแรงกดดันจากกิจการที่ไปลงทุน อาจไม่ใช่วิธีที่เหมาะสมในการศึกษาบริษัทไทย ด้วย Financial System Architecture ที่แตกต่างกันจึงทำให้นักลงทุนสถาบันที่ถูกจัดประเภทด้วยวิธีดังกล่าวไม่มีบทบาทส่งต่อมูลค่ากิจการอย่างชัดเจน

ณภัทร เอี่ยมวชิรสกุล (2559) ได้ศึกษาว่า ASEAN Corporate Governance Scorecard และกลไกบรรษัทภิบาล ส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทย โดยรวบรวมข้อมูลทั้งหมด 2 ปี ตั้งแต่ ค.ศ. 2013 – 2014 อ้างอิงคะแนน ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) จำนวน 86 บริษัท คิดเป็นกลุ่มตัวอย่าง 172 ชุด โดยใช้วิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณและการถดถอยโดยวิธี Pooled OLS พบว่า ตัวแปรอิสระที่สัมพันธ์กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญ มีดังนี้ ขนาดคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท และการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลประกอบการของบริษัท

ส่วนคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท และสัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์ในทางลบกับความเสี่ยงของบริษัท ในขณะที่การควรวรมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวก

นภพรรณ ลิ้มตั้ง (2558) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100) โดยได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors : IOD) ในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report or Thai Listed Companies : CGR) อยู่ในระดับ “ดีเลิศ” “ดีมาก” และ “ดี” โดยการศึกษากลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2557 ถึง พ.ศ. 2558 และใช้สถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมานการวิเคราะห์ข้อมูล ผลการวิจัยพบว่าไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับคุณภาพกำไรของบริษัท ในขณะที่ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และบริษัทสอบบัญชี Big4 พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100)

ศัตยา ตันจันทรพงศ์ (2554) ได้ศึกษาเส้นทางความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีในกลุ่มธุรกิจการเงิน โดยมีขอบเขตการศึกษาจำกัดเฉพาะปี พ.ศ. 2554 จำนวน 326 บริษัท ซึ่งใช้แบบประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ผลการดำเนินงานวัดค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และ Tobin's Q สำหรับการวางแผนภาษี วัดค่าโดยใช้อัตราส่วนภาษีต่อสินทรัพย์รวม เพื่อวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 พบว่า ข้อมูลเชิงประจักษ์มีความสอดคล้องกับตัวแบบทางทฤษฎี รวมทั้งการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทั้งทางตรงและทางอ้อมในเชิงบวกกับผลการดำเนินงาน (วัดจากค่า Tobin's Q) ผ่านการวางแผนภาษี

เดชทัต คุณากรพรรษา (2557) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับการตกแต่งกำไรโดยตัดแปรที่ใช้ในการวัดการกำกับดูแลกิจการประกอบด้วย คะแนนการกำกับดูแลกิจการ การแข่งขันในตลาดสินค้า และขนาดของบริษัทสอบบัญชี และแบบจำลองที่ใช้วัดในการตกแต่งกำไร ได้แก่ แบบจำลอง Modified Jones และแบบจำลอง Extended Modified Jones โดยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปีพ.ศ. 2554 ถึงปี พ.ศ. 2556 จำนวน 1,055 ตัวอย่าง จากผลการวิจัยพบว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สูงกว่าจะมีการตกแต่งกำไรที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำกว่า และบริษัทที่มีระดับ

แข่งขันในตลาดสินค้าที่สูงกว่าจะมีการตกแต่งกำไรที่สูงกว่าบริษัทที่มีระดับการแข่งขันในอุตสาหกรรมต่ำกว่าเฉพาะในแบบจำลอง Extended Modified Jones อย่างไรก็ตามงานวิจัยนี้ไม่พบว่าขนาดของการสอบบัญชีมีความสัมพันธ์กับการตกแต่งกำไรในทั้งสองแบบจำลอง

สุรางค์ เทินสว่าง (2560) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลตอบแทนส่วนเกินและผลประกอบการเชิงการเงิน จำนวน 191 บริษัท ในระหว่างปี พ.ศ. 2556 - 2558 โดยมีตัวแปรอิสระ คือ 1. การกำกับดูแลกิจการใช้ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่จัดทำโดยสถาบันกรรมการบริษัทไทย 2. โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยใช้การกระจายการถือครองหุ้นของนักลงทุนรายย่อย การถือครองหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัท และการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบันตัวแปรตามคือผลตอบแทนส่วนเกินและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินและโครงสร้างผู้ถือหุ้น

ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2559) ศึกษาเกี่ยวกับผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET 50 กับความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่แบ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่ม จำนวน 42 บริษัทระหว่างปี พ.ศ. 2553 - 2557 โดยมีตัวแปรอิสระ คือ ผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ โดยใช้สัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรกเป็นตัวแปรคั่นกลาง และมีตัวแปรตามคือมูลค่าธุรกิจ ประกอบด้วย 1. ผลการดำเนินงานโดยใช้รายได้รวม กำไรต่อหุ้น และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น 2. มูลค่ากิจการ โดยใช้ค่า Tobin's Q 3. อัตราการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น โดยใช้อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนผลการศึกษาพบว่ากิจการที่มีผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีผ่านสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกหรือมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นมากจะมีผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่าธุรกิจในด้านอัตราการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นที่วัดจากอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน ส่วนด้านผลการดำเนินงานและด้านมูลค่ากิจการไม่พบความสัมพันธ์กับผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

อรพรรณ เลิศรุจิวิช (2559) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล อยู่ในกลุ่ม ESG100 จึงมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ จำนวน 100 บริษัท ซึ่งได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น ในปี พ.ศ. 2558 โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทดสอบความสัมพันธ์กับตัวแปรตามที่สะท้อนถึงมูลค่ากิจการของบริษัท ได้แก่ มูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE และมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q ผลของการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยวัดจากผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ และผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการ

ป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวก ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE อย่างมีนัยสำคัญ เมื่อพิจารณามูลค่ากิจการของบริษัทในมุมมองทางการตลาดจะพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยวัดจากผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น และผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมกับตัวแปรตามที่แตกต่างกัน นั่นคือ โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

ทิวาพร พุทธิประเสริฐ (2558) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการและการเข้าร่วมการต่อต้านการทุจริตในองค์กรต่อผลการดำเนินงานของบริษัท : กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) ในช่วงปีพ.ศ. 2555 - 2557 จำนวน 261 บริษัทซึ่งการศึกษาถึงคุณลักษณะของคณะกรรมการและการเข้าร่วมการต่อต้านการทุจริตในองค์กรในครั้งนี้เสมือนเป็นการสะท้อนให้เห็นว่า หากบริษัทมีหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลอย่างไรต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัทเป็นตัวแปรวัดผล จากผลการวิจัยโดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regressions) แสดงให้เห็นว่าคุณลักษณะของคณะกรรมการอันได้แก่สมาชิกคณะกรรมการที่เป็นเพศหญิงและประสบการณ์การทำงานของคณะกรรมการของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงานของบริษัทนอกจากนี้ยังพบว่า ระดับการศึกษาของคณะกรรมการของบริษัทและตัวแปรควบคุมคือขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษากลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนคณะกรรมการอิสระของบริษัทการเข้าร่วมเกี่ยวกับการต่อต้านการทุจริตในองค์กรของบริษัท และตัวแปรควบคุมคืออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงานของบริษัทแต่อย่างใด

บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วัตถุประสงค์ในการศึกษา คือ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร โดยแบ่งโครงสร้างผู้ถือหุ้นออกเป็น การกระจุกตัวผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย ส่วนความสามารถในการทำกำไรวัดโดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และ Tobin's Q ซึ่งคำนวณจากสูตรของ

Perfect and Wiles (1994) ตัวแปรควบคุมประกอบด้วยขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร และประเภทของอุตสาหกรรม ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นในประเทศไทย มีลักษณะกระจุกตัวสูง ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ส่วนใหญ่เป็นบุคคลธรรมดาและกลุ่มครอบครัว ความสามารถในการทำกำไร โดยเฉลี่ยบริษัทมีอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และพบว่า ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมมีผลต่อความแตกต่างของค่าเฉลี่ย Tobin's Q และ ROA อย่างมีนัยสำคัญ

เสาวลักษณ์ เศรษฐชาตนันท์ (2551) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และอัตราส่วนทางการเงิน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค โดยทำการศึกษาวัตถุประสงค์ 2 ประการคือ 1. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) โดยการศึกษาพบว่าอัตราร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสำหรับปี 2549 เมื่อเทียบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสำหรับปี 2548 โดยแยกตามแต่ละกลุ่มบริษัทที่ได้ระดับการกำกับดูแลกิจการซึ่งได้แก่กลุ่มบริษัท ที่ได้ระดับการกำกับดูแลกิจการในระดับ ดีเลิศ ดีมากและดี ซึ่งทุกกลุ่มบริษัทมีอัตราร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสำหรับปี 2549 ลดลง เมื่อเทียบกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสำหรับปี 2548 และผลจากการทดสอบค่ากลางของข้อมูลผลต่างของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสำหรับปี 2548 และ 2549 โดยวิธีทดสอบแบบ Mann-Whitney U Test พบว่า แต่ละกลุ่มบริษัทมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสำหรับปี 2549 ไม่แตกต่างจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสำหรับปี 2548 นั้นหมายความว่าระดับการกำกับดูแลกิจการที่ IOD ประกาศในปี 2549 ไม่ได้ส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของกิจการเพิ่มสูงขึ้น และ 2. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานที่วัดผลตามแนวคิดเชิงเศรษฐศาสตร์โดยใช้ EVA กับการวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน โดยได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาพบว่า ค่าเฉลี่ยของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน และได้วิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมานโดยใช้วิธีทดสอบค่าทางสถิติแบบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ พบว่า การวัดผลตามแนวคิดเชิงเศรษฐศาสตร์โดยใช้ EVA ไม่มีความสัมพันธ์กับการวัดผลตามแนวคิดทางบัญชีโดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน

นวนลนภา อัครพุทธิพร (2550) ที่ศึกษาว่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่ โดยนำผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่เฉพาะบริษัทที่อยู่ในช่วงระดับคะแนน “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” ที่จัดทำโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการ

บริษัทไทยปี พ.ศ. 2549 มาทดสอบกับตัววัดผลการปฏิบัติงานที่วัดจาก Tobin's Q ผลปรากฏว่า บริษัทที่ได้รับการประเมินให้มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สูงกว่าจะมีค่าเฉลี่ย Tobin's Q สูงกว่า บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำกว่า ซึ่งเป็นไปในแนวทางเดียวกันกับงานวิจัยของ สรินยา เชาว์นเกษม (2552) ที่พบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm Financial Performance) มีความสัมพันธ์กับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating) อย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ดีย่อมได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ดีตามไปด้วย

สุภาวงศ์ ลือภิตินันท์ (2551) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีในมุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ (EVA) กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ปี พ.ศ. 2547 ถึง ปี พ.ศ. 2549 โดยใช้ข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ รวบรวมจากงบกำไรขาดทุนจากงบการเงินและข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) วิธีการศึกษาได้ใช้การวิเคราะห์ทางสถิติ คือ สถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรอิสระซึ่งได้แก่ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัท และความเป็นอิสระด้านการบริหารของประธานกรรมการบริษัท ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

ศิลปพร ศรีจันเพชร (2551) ศึกษาความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการบริษัทโครงสร้างของผู้ถือหุ้น กับมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ การศึกษาครั้งนี้ประชากรกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET50) ระหว่างปี 2547 – 2549 รวมระยะเวลา 3 ปี โดยกำหนดตัวแปรอิสระ คือ บทบาทความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้น ตัวแปรตาม คือ มูลค่าเชิงเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์วัดโดยใช้ EVA ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ การที่ประธานกรรมการบริษัทมีความเป็นอิสระมากเท่าไร ก็ทำให้หลีกเลี่ยงการเกิดปัญหาในเรื่องการขัดแย้งทางผลประโยชน์มากกว่าเท่านั้น ส่วนตัวแปรสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น ให้ผลเป็นบวกซึ่งกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้กล่าวคือ หากสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีมาก ก็จะทำให้มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์มีค่าสูงขึ้น สามารถอธิบายได้ว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีมาก ทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นว่า ผู้ถือหุ้นเหล่านี้จะมีอำนาจในการบริหารงานของบริษัท หรือแม้ไม่มีอำนาจในการบริหารบริษัท ก็จะมีอำนาจในการออกเสียงซึ่งเป็นสัดส่วนที่สูง ซึ่งผลจากการศึกษาถึงปัจจัยต่างๆที่เกี่ยวข้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ EVA ของกิจการบริษัทจดทะเบียนรวมถึงการหาทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าวนี้ สามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี สามารถใช้อธิบายมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการได้เพียงบางส่วน

เนื่องจากระดับความสัมพันธ์ที่ศึกษาได้อยู่ในระดับต่ำ ดังนั้น นักลงทุนยังคงต้องใช้ตัวแปรอื่นๆในการวิเคราะห์เพื่อเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนต่อไป

สุทธิชา เกริกฤทธิ์ (2550) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งทำการวิจัยโดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2548 – 2549 ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงินและบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ ทำการวิเคราะห์ผลทางสถิติ โดยการใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการทดสอบความสัมพันธ์ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% การวิจัยในครั้งนี้ใช้รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งคำนวณจากตัวแบบจำลอง Modified Jones (1991) ในการวัดค่าการจัดการกำไร สำหรับปัจจัยที่มุ่งเน้นในการศึกษา คือ สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นนอมินีต่างชาติ ผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจัดการกำไร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นนอมินีต่างชาติไม่มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อมีการจำแนกการทดสอบเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมตามการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จาก 7 กลุ่ม มี 3 กลุ่ม คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ มีสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาและทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับนักลงทุนสถาบัน

นริสา เยาวลักษณ์ และศิลปพร ศรีจันเพชร (2558) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และนักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานของบริษัท ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดำเนินงานในปีพ.ศ. 2554 – 2556 จำนวน 378 บริษัท โดยใช้การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์การทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่มที่เป็นอิสระจากกันและการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณในการวิจัย ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และนักลงทุนสถาบันส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนสถาบันจะทำการติดตามการทำงานของผู้บริหารอย่างใกล้ชิด จึงช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจโดยเอาผลประโยชน์ของตนเองเป็นที่ตั้งลงได้และช่วยทำให้ผู้บริหารมีการตัดสินใจคำนึงถึง

มูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัท และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันส่งผลทางบวกต่อความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ปิยะณัฐ ฤนพุทธตม (2561) งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งทำการวิจัยเชิงประจักษ์โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปีพ.ศ. 2554 - 2558 โดยยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจ กองทุน และบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูผลการดำเนินงานข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา รวมทั้งสิ้น 1,665 ข้อมูล และทำการวิเคราะห์ผลทางสถิติโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบัน มีผลกระทบทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานที่วัด ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ในขณะที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นกระจุกตัวมีผลกระทบทางบวกต่อผลการดำเนินงานที่วัด ผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ผลงานวิจัยนี้อธิบายได้ว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน และโครงสร้างผู้ถือหุ้นกระจุกตัว มีบทบาทต่อผลการดำเนินงาน และหน่วยงานกำกับดูแล ควรนำไปพิจารณาปรับปรุงในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีฉบับใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สุขศรี บุตรวงศ์ (2563) การวิจัยนี้เป็นการศึกษาวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนเงินปันผลและอัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการโดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ56-1) และจากฐานข้อมูล SETSMART ในช่วงระหว่างปีพ.ศ. 2557 – 2561 ที่มีผลประกอบการติดต่อกัน 5 ปี ใช้สถิติในการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ผลการวิจัยพบว่าโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ โดยมีอายุของธุรกิจ กำไรต่อหุ้น เป็นตัวแปรควบคุม ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผลทางบวก สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ โดยมีอายุของธุรกิจ กำไรต่อหุ้น เป็นตัวแปรควบคุม ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลงทางบวกที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 แสดงได้ว่าบริษัทที่มีการกระจุกตัวของหุ้นสูงมากเท่าใด ก็จะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนอยู่ในระดับที่สูง เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนในการถือครองหุ้นในระดับที่สูง จะมีอำนาจในการจัดการและบริหารงานมาก จึงต้องการส่วนแบ่งจากการลงทุนที่สูงมากธุรกิจที่มีอายุของการดำเนินกิจการมานานจะมีอัตราเงินปันผลตอบแทนที่สูงอัตรากำไรต่อหุ้นส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลง ปัจจัยด้านกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการลงทุน และกระแสเงินสดจากการจัดหาเงินส่งผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน

ธารทิพย์ สีताल และมนวิภา ผดุงสิทธิ์ (2561) การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยด้านการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และผลประกอบการทางด้านบัญชีที่มีอิทธิพลต่อผลประกอบการทางด้านตลาดทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษากลุ่มตัวอย่างจำนวน 342 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2557 ถึงปีพ.ศ. 2559 รวม 3 ปี จำนวน 1,026 ข้อมูล โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา การทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ธรรมชาติบัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และการทดสอบตัวแปรคั่นกลาง (Mediator Variable) ด้านผลประกอบการทางด้านบัญชี วัดจากอัตราส่วนวัดสภาพคล่อง โดยมีตัวแปรตามเป็นผลประกอบการทางด้านตลาดทุนวัดจากอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผ่านรายงานประจำปี (แบบ 56-1) งบการเงินประจำปี หมายเหตุประกอบงบการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิธีดำเนินการวิจัยคือ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการวิเคราะห์ข้อมูล และทดสอบอัตราส่วนวัดสภาพคล่อง เป็นตัวแปรคั่นกลาง (Mediator Variable : Med) ตามแนวคิดของ Baron & Kenny. (1986) จากการทดสอบสมมติฐานการวิจัย พบว่า สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 การถือหุ้นของ นักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น แสดงว่าถ้ากิจการมีการ ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันก็จะส่งผลให้บริษัทมีผลประกอบการทางด้านตลาดทุนดี สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันไม่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนวัดสภาพคล่อง ทั้งด้านอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียนอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว โดยภาพรวมแล้ว p-value มีค่ามากกว่า 0.05 สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 อัตราส่วนวัดสภาพคล่องไม่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ทั้งด้านอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว แสดงว่าผลประกอบการทางด้านบัญชีไม่มีอิทธิพลต่อผลประกอบการทางด้านตลาดทุน โดยภาพรวมแล้ว p-value มีค่ามากกว่า 0.05

งานวิจัยต่างประเทศ

การศึกษาและทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

Brown and Caylor (2004) ได้ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน โดยใช้ตัวชี้วัด 51 ตัว ครอบคลุมหลักการกำกับดูแลกิจการทั้ง 8 ด้าน จัดอันดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 2,327 บริษัท ประกอบด้วย 1. ด้านการตรวจสอบ 2. ด้านคณะกรรมการบริหาร 3. ด้านข้อบังคับตามกฎหมาย 4. ด้านคุณวุฒิการศึกษา 5. ด้านการจ่ายผลตอบแทนให้กับคณะกรรมการและผู้บริหาร 6. ด้านความเป็นเจ้าของ 7. แนวปฏิบัติเพื่อความก้าวหน้าของกิจการ และ 8. ด้านการควมรวมกิจการ ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลในปี พ.ศ. 2545 โดยตัวชี้วัดจะเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานใน 3 ด้าน คือ 1. ด้านการดำเนินงาน (Operating

Performance) ใช้อัตราผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity), กำไรสุทธิ (Profit Margin) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) เป็นตัววัด 2. ด้านมูลค่ากิจการ (Firm Value) ใช้ค่า Tobin's Q เป็นตัววัด และ 3. ด้านอัตราการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น (Shareholder Payout) ใช้อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield) และการซื้อหุ้นคืน (Stock Repurchases) เป็นตัววัด จากการวิจัย พบว่า บริษัทที่จัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะมีแนวโน้มผลการดำเนินงาน มูลค่ากิจการ และอัตราการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นดีขึ้นด้วย

Gompers, Ishii and Metrick (2003) Wharton School ในประเทศสหรัฐอเมริกา และงานวิจัย ในประเทศไทยของ พรพิชยา และคณะ (2556) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น ความน่าจะเป็นของการล้มละลาย และมูลค่าของกิจการในประเทศไทย โดยใช้ฐานข้อมูลบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2547 ไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการปรับโครงสร้าง จำนวน 438 บริษัท ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล รวมจำนวน 350 บริษัท และเก็บรวบรวมข้อมูล จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 - 2547 จากการศึกษาพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้น และการถือหุ้นจำนวนมากของผู้ถือหุ้น (Block Holdings) มีผลต่อมูลค่าของกิจการ และมีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติและผลการดำเนินงานของกิจการ (Q Ratio) แสดงให้เห็นว่าการถือหุ้นจำนวนมากของผู้ถือหุ้นต่างชาติสามารถกำกับดูแลกิจการได้ดีกว่า ผู้ถือหุ้นในประเทศ นอกจากนี้ยังพบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารมีผลในเชิงลบต่อความน่าจะเป็นของการ ล้มละลายและส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นจะกระทบต่อความน่าจะเป็น ของการล้มละลายและผลการดำเนินงาน

Athanasakou and Olsson (2012) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี และคุณภาพกำไร พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการและการจัดอันดับคุณภาพกำไร กล่าวคือ หากบริษัทมีโครงสร้างการกำกับดูแลที่ดี มีประสิทธิภาพย่อมส่งผลต่อการบริหารกำไรที่นำไปสู่คุณภาพกำไรที่ดีขึ้น

Chaharsoughi and Rahman (2013) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วน กรรมการที่เป็นอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร และคุณภาพกำไรของหลักทรัพย์ในประเทศ อิหร่าน การศึกษาความสัมพันธ์เหล่านี้ใช้ขนาดของบริษัทเป็นตัวแปรควบคุม โดยใช้กลุ่มตัวอย่าง 114 บริษัท และใช้ข้อมูลปี 2008 - 2010 ผลจากการวิจัยแสดงให้เห็นว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมี นัยสำคัญทางสถิติระหว่างสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร และคุณภาพกำไร นอกจากนี้ยังมีการวิเคราะห์ทางสถิติเพิ่มเติม พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทาง สถิติระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับคุณภาพกำไร และพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง ขนาดของบริษัทที่ใช้เป็นตัวแปรควบคุมกับคุณภาพกำไร จากงานวิจัยนี้จึงสามารถสรุปได้ว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะช่วยลดความแปรปรวนในการเปลี่ยนแปลงของคุณภาพกำไรได้

Gaio and Raposo (2014) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพกำไรทั่วโลก ผลการวิจัยพบว่า ข้อบังคับของแต่ละประเทศมีความเกี่ยวข้องอย่างมากในการสร้างความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพกำไรของบริษัท โดยเฉพาะกับประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนอย่างแข็งแกร่ง แสดงให้เห็นว่า หากบริษัทที่มีคุณภาพกำไรต่ำจำเป็นต้องเพิ่มระบบการกำกับดูแลที่ดีของบริษัท เพื่อลดความไม่สมดุลข้อมูลและลดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น

Samia, Wangb, and Zhouc (2011) ศึกษาถึงผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการดำเนินงานและการประเมินมูลค่าของ บริษัทในประเทศจีน ในปีค.ศ. 2001 - 2003 โดยใช้กลุ่มตัวอย่างในปี ค.ศ. 2001 จำนวน 412 บริษัท ปีค.ศ. 2002 จำนวน 498 บริษัท และปีค.ศ. 2003 จำนวน 326 บริษัท รวมทั้งสิ้น 1,236 บริษัท โดยมีตัวแปรอิสระคือมาตรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (GOV-SCR) และวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และวัดมูลค่าของบริษัทโดยใช้ Tobin's Q และมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ อัตราส่วนวัดความเข้มข้นของทุน อัตรากำไรจากผลการดำเนินงานและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมผลการศึกษาพบว่ามาตรการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลกระทบเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและ Tobin's Q นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของกิจการและอัตรากำไรจากผลการดำเนินงานมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานส่วนอัตราส่วนวัดความเข้มข้นของทุนและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานในขณะที่ขนาดของกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่าของบริษัท

Brown and Caylor (2004) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจากกลุ่มตัวอย่างจาก S&P 500 จำนวน 2,327 บริษัท ในปี ค.ศ. 2003 โดยใช้ตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการคือ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการตามหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการ 51 ข้อซึ่งจัดโดยสถาบันนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investor Services: ISS) และวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นอัตรากำไรสุทธิการเติบโตของยอดขายอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน Tobin's Q และการซื้อหุ้นคืนผลการศึกษาพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทั้ง 6 ตัวแปร

Shiri, Vaghfi, Soltani and Esmaeli (2012) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง องค์ประกอบของคณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร ซีอีโอ ประธานหรือรองประธานกรรมการ และ นักลงทุนสถาบันที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ กับคุณภาพกำไรของหลักทรัพย์ในประเทศ อิหร่าน โดยวัดคุณภาพกำไรจาก คุณภาพของรายการคงค้าง (Accruals quality) คุณภาพของตัวเลข กำไรปีก่อนในการคาดคะเนกำไรปัจจุบัน (Persistence) และความสามารถในการคาดคะเนของ ตัวเลขกำไร (Predictability) จากผลการศึกษา พบว่า อัตราส่วนของคณะกรรมการที่ไม่ได้เป็น ผู้บริหาร ซีอีโอ

ประธานหรือรองประธานกรรมการ และนักลงทุนสถาบันที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแล กิจการ มีความสัมพันธ์กับคุณกำไรของบริษัท

Athanasakou and Olsson (2012) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแล กิจการที่ดีและคุณภาพกำไร พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการจัดอันดับการกำกับดูแล กิจการและการจัดอันดับคุณภาพกำไร กล่าวคือ หากบริษัทมีโครงสร้างการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพย่อมส่งผลต่อการบริหารกำไรที่นำไปสู่คุณภาพกำไรที่ดีขึ้น

Banderlape (2009) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการจัดการกำไรกรณีศึกษาประเทศฟิลิปปินส์ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฟิลิปปินส์ในระหว่างปี ค.ศ. 2005 ถึง ค.ศ. 2006 จาก 19 อุตสาหกรรม จำนวน 114 บริษัท ใช้ในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการทดสอบความสัมพันธ์ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ใช้รายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารตามแบบจำลอง Cross-sectional Jones (1991) เป็นตัวแทนของการจัดการกำไร ตัวแปรที่ศึกษาได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนของกรรมการอิสระ การแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับกรรมการผู้จัดการ จำนวนบริษัทที่กรรมการอิสระดำรงตำแหน่ง และสัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทของคณะกรรมการและผู้บริหาร ตัวแปรควบคุมได้แก่ ความเสี่ยงทางการเงิน ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี ขนาดของกิจการ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม สภาพภาพแรงงาน และการถูกระงับซื้อขายหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า จำนวนบริษัทที่กรรมการอิสระดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับการจัดการกำไร แสดงให้เห็นว่าจำนวนบริษัทที่กรรมการดำรงตำแหน่งมากขึ้นไปมีเวลาน้อยเกินไปหรือมีเวลาไม่เพียงพอที่จะตรวจสอบการทำงานของฝ่ายจัดการ จึงส่งผลให้ประสิทธิภาพในการทำงานลดลง ทำให้ระดับการจัดการกำไรของบริษัทสูงขึ้น และพบสัดส่วนความเป็นเจ้าของของคณะกรรมการและผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจัดการกำไร คือ เมื่อสัดส่วนการถือครองหุ้นของคณะกรรมการและผู้บริหารสูงขึ้นจะทำให้ระดับการจัดการกำไรลดลง ซึ่งผลการศึกษาที่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนที่กล่าวว่า เมื่อให้คณะกรรมการและผู้บริหารได้มีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของบริษัทหรือได้ถือหุ้นของบริษัท ณ ระดับที่เพียงพอ จะทำให้ผู้บริหารรู้สึกถึงความเจ้าของบริษัทและสามารถลดแรงจูงใจในการจัดการกำไรลงได้ นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างตัวแปรควบคุมกับการกำไร ได้แก่ ขนาดของกิจการ และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

การศึกษาและทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับนักลงทุนสถาบัน

Brian J. Bushee (1998) ได้ศึกษาเกี่ยวกับนักลงทุนสถาบันถึงการสร้างแรงจูงใจ หรือลดแรงจูงใจที่จะทำให้ผู้บริหารลดการลงทุนในด้านการศึกษาและพัฒนาของบริษัทหรือไม่ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้กำไรในระยะสั้นตรงตามเป้าหมายที่ได้ตั้งไว้ นักวิเคราะห์ได้กล่าวถึงนักลงทุน

สถาบันที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในระยะสั้นเท่านั้น ซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมการลงทุนในระยะสั้น (Myopic Investment Behavior) แต่นักวิเคราะห์อีกหลายคนก็ได้โต้แย้งเกี่ยวกับนักลงทุนสถาบันที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีความเชี่ยวชาญในการลงทุน (Sophistication Institutional Investors) มีความต้องการให้ผู้บริหารเน้นการลงทุนที่มีผลตอบแทนในระยะยาวมากกว่าเพียงต้องการกำไรในระยะสั้นเท่านั้น โดยการวิจัยจะเป็นการทดสอบถึงการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนาของบริษัท ซึ่งจะดูว่ามีการลดรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนาเพื่อปรับให้กำไรในรอบบัญชีปัจจุบันสูงขึ้นหรือไม่ ผลสรุปพบว่านักลงทุนสถาบันประเภทที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์สูง มีอัตราการหมุนเวียนการถือหลักทรัพย์ในอัตราที่สูง (High Portfolio Turnover, Diversification, and Momentum Trading) มีโอกาสที่จะสร้างแรงกดดันให้กับผู้บริหารในการลดรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนาของบริษัทลงเพื่อเพิ่มกำไรที่ลดลงในรอบบัญชีปัจจุบัน และรักษาระดับการเติบโตของกำไรไว้ ในทางกลับกันพบว่านักลงทุนสถาบันที่ถือว่าเป็นผู้เชี่ยวชาญในการลงทุน (Sophistication of Institutional Investors) ที่ถือหุ้นอยู่ในสัดส่วนสูงในบริษัทที่มีความเป็นไปได้น้อยที่ต้องการให้ผู้บริหารตัดรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนาเพื่อปรับกำไรที่ลดลงของบริษัท จากผลสรุปก็ได้ปัจจัยที่สนับสนุนถึงเหตุผลของนักลงทุน โดยสามารถสรุปจากความสัมพันธ์ได้ คือ 1) ความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันประเภทที่ถือหุ้นชั่วคราว กับการตัดสินใจตัดรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนา ซึ่งสามารถอธิบายได้จากความไม่คงที่ของการเป็นผู้ถือหุ้นของกลุ่มนักลงทุนสถาบัน ซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญทำให้เกิดการบริหารกำไร 2) ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงในระดับรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนา และการเปลี่ยนแปลงในระดับการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน สามารถอธิบายได้ว่านักลงทุนสถาบันสามารถสร้างแรงผลักดันให้เกิดการบริหารกำไรมากกว่าการดำเนินงานปกติ 3) นักลงทุนสถาบันที่มีความเชี่ยวชาญในการลงทุนต้องการติดตามผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร เพื่อทำให้มั่นใจว่าผู้บริหารได้เลือกลงทุนในการวิจัยและพัฒนาที่เหมาะสม เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มในระยะยาวแก่บริษัท มากกว่าเพียงแค่เป้าหมายกำไรในระยะสั้น

Daniel W. Collins, Guojin Gong, Paul Hribar (2003) ได้ทดสอบหลักเกณฑ์ของนักลงทุนสถาบันที่กำหนดราคาของรายการคงค้าง โดยใช้ Bushee's (1998) ในการจัดประเภทนักลงทุนสถาบัน โดยพบว่าบริษัทที่มีนักลงทุนสถาบันถือหุ้นเป็นสัดส่วนสูง จะกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่ถูกต้อง ซึ่งราคาหลักทรัพย์ที่ถูกต้องก็จะสะท้อนถึงความต่อเนื่องของรายการคงค้างโดยมีการควบคุมความแตกต่างด้านความต่อเนื่องของรายการคงค้างระหว่างบริษัท กับระดับการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่แยกเป็นมีสัดส่วนในการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันสูงกับสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันน้อย และควบคุมถึงลักษณะของกิจการผลสรุปก็พบว่ามีความสัมพันธ์กันระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์นั้น ซึ่งบอกได้ว่าบริษัทที่มีการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันในสัดส่วนน้อยจะมีขนาดบริษัทเล็ก มีความสามารถในการทำกำไรน้อย และมีการ

หมุนเวียนในส่วนของผู้ถือหุ้นน้อย มีคำถามว่าราคาของหลักทรัพย์สามารถอธิบายถึงมูลค่าของรายการคงค้างได้หรือไม่ ซึ่งงานวิจัยก่อนๆพบว่านักลงทุนมีแนวโน้มที่จะประมาณการความต่อเนื่องของรายการคงค้างมากเกินไป และมีการให้ราคากับรายการคงค้างมากเกินไปด้วย โดยมองว่าถ้ากำหนดราคาของรายการคงค้างผิดไป จะทำให้ความสามารถของนักลงทุนที่จะประเมินความต่อเนื่องของรายการคงค้าง และการอธิบายถึงผลตอบแทนในอนาคตผิดไปด้วย

Bushee and Noe (2000) วิจัยด้านการเปิดเผยข้อมูลของกิจการส่งผลกระทบต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หากบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลในระดับสูง จะมีผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันสูง โดยนักลงทุนสถาบันดังกล่าวจัดเป็นนักลงทุนสถาบันที่ดูถึงการเปิดเผยข้อมูลมากโดยไม่ได้พิจารณาถึงผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ได้รับ อย่างไรก็ตามการปรับส่วนของการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการเพิ่มขึ้นในส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันที่ถือหุ้นเพียงชั่วคราวจะมีลักษณะการซื้อขายหลักทรัพย์ในระยะสั้นๆเท่านั้น โดยมีการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยข้อมูลกับเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ซึ่งสามารถแยกนักลงทุนสถาบันได้เป็น 3 ประเภท คือ Transient Institutions, Dedicated Institutions และ Quasi-Indexer ส่วนระดับการเปิดเผยข้อมูลวัดได้จากการประเมินของ AIMR โดยมีการควบคุมปัจจัยต่างๆ ได้แก่ผลตอบแทนของตลาด จำนวนหุ้นที่ซื้อขาย ขนาดของกิจการ ค่าเบต้า และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนกำไรต่อราคา อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหุ้นกับมูลค่าตลาดของหุ้น และอัตราการเติบโตของยอดขาย โดยผลสรุปที่ได้ คือ เปอร์เซนต์นักลงทุนสถาบันประเภท Transient Institutions และ Quasi-Indexer มีความสัมพันธ์กับระดับการเปิดเผยข้อมูลในทิศทางเดียวกันซึ่งสามารถอธิบายได้ว่านักลงทุนสถาบันประเภท Transient จะชอบลงทุนในบริษัทที่มีผลการดำเนินงานในตลาดที่ดี มีกลยุทธ์ในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยให้น้ำหนักไปที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาก บริษัทที่เลือกลงทุนมักมีค่าเบต้าที่สูง มีเงินปันผลน้อย และมีการเติบโตของยอดขายในอัตราที่สูง ส่วนนักลงทุนสถาบันประเภท Quasi-Indexer เลือกลงทุนในบริษัทโดยดูจากผลการดำเนินงานในตลาดเพียงแค่ว่าไม่ก็ส์ปดาร์ มีอัตราส่วน Book-to-Price สูง

Jiambalvo, Rajgopal and Venkatachalam. (2002) พบว่า นักลงทุนสถาบันจัดเป็นนักลงทุนที่มุ่งเน้นการลงทุนโดยพิจารณาจากความสามารถในการทำกำไรในระยะสั้นเท่านั้น หากบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรในระยะสั้นก็จะทำให้ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันสูงขึ้นและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นจะสะท้อนข้อมูลปัจจุบันได้น้อยมีผลต่อการใช้ข้อมูลในปัจจุบันเพื่อคาดการณ์ถึงกำไรในรอบระยะเวลาถัดไป ในการจำกัดความของนักลงทุนสถาบันเปรียบเสมือนสถาบันวิจัย หรือเป็นนักลงทุนผู้มีความเชี่ยวชาญและนักลงทุนที่มีความเชี่ยวชาญในการลงทุนจะมีความสามารถในการใช้ข้อมูลเพื่อคาดการณ์ถึงกำไรในอนาคตได้ดีกว่านักลงทุนประเภทอื่นๆ โดยขึ้นอยู่กับลักษณะของนัก

ลงทุนสถาบัน พบว่าหากมีการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันเพิ่มขึ้น ราคาหลักทรัพย์สามารถสะท้อนถึงข้อมูลปัจจุบันได้มากขึ้น นั่นคือสามารถใช้ข้อมูลในปัจจุบันเพื่อคาดการณ์ถึงกำไรในอนาคตได้ดีขึ้น

Davis and Kim (2007) ได้วิจัยกรณีศึกษาของนักลงทุนสถาบันรายใหญ่สัญชาติสหรัฐอเมริกาอย่าง Fidelity Investments ผ่านการเปิดเผยข้อมูลการลงคะแนนเสียงพบว่า Fidelity Investments ได้มีบทบาทในการตรวจสอบและสอดส่องดูแลการทำงานของฝ่ายบริหารของกิจการที่ตนไปลงทุนในสหราชอาณาจักรอย่างเข้มงวด แต่สำหรับกิจการที่ตนไปลงทุนในสหรัฐอเมริกาเองกลับไม่ได้ดำเนินการดังกล่าวอย่างเข้มงวดเท่าไรนัก ซึ่งอาจเป็นเพราะนักลงทุนสถาบันในประเทศอาจมีความเกี่ยวข้องกับกิจการในประเทศเองทางใดทางหนึ่ง จึงทำให้ไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ในการช่วยส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้เต็มที่เท่าไรนัก ในขณะที่หากเป็นการไปลงทุนในกิจการในต่างประเทศ นักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มที่จะมีข้อจำกัดน้อยกว่าในการปฏิบัติหน้าที่ช่วยส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพราะไม่ได้มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทที่ไปลงทุน จึงสามารถปฏิบัติหน้าที่เพื่อรักษาสิทธิความเป็นเจ้าของในกิจการที่ไปลงทุนในฐานะผู้ถือหุ้นที่เต็มศักยภาพกว่า

Reena Aggarwal (2009) ได้ตรวจสอบว่านักลงทุนสถาบันส่งผลกระทบต่อการกำกับดูแลกิจการโดยการวิเคราะห์การถือครองหลักทรัพย์ของสถาบันใน บริษัทจาก 23 ประเทศในช่วงปี 2546 - 2551 เราพบว่าการกำกับดูแลระดับบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการลงทุนสถาบันระหว่างประเทศ การเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของสถาบันเมื่อเวลาผ่านไปส่งผลในเชิงบวกส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงในการกำกับดูแลกิจการในระดับ บริษัท แต่สิ่งที่ตรงกันข้ามไม่เป็นความจริง สถาบันและสถาบันต่างประเทศจากประเทศที่มีการคุ้มครองผู้ถือหุ้นที่แข็งแกร่งมีบทบาทในการส่งเสริมการปรับปรุงการกำกับดูแลด้านนอกนักลงทุนสถาบันของสหรัฐอเมริกาไม่เพียงส่งผลกระทบต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีอยู่ในประเทศเท่านั้น บริษัท ที่มีความเป็นเจ้าของสถาบันที่สูงกว่ามีแนวโน้มที่จะยุติการดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) ที่มีประสิทธิภาพต่ำและมีการปรับปรุงการประเมินมูลค่าเมื่อเวลาผ่านไป ผลการศึกษาของเราชี้ให้เห็นว่าการลงทุนในพอร์ตโฟลิโอต่างประเทศโดยนักลงทุนสถาบันส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั่วโลก

Sandra Alves (2010) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทโดยศึกษา Managerial Ownership (การมีหุ้นส่วนของผู้บริหาร) Ownership Concentration (การมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่) และ Institutional Ownership (นักลงทุนสถาบัน) กับระดับการจัดการกำไร โดยใช้ตัวแบบการวิเคราะห์ถดถอย OLS ซึ่งต้องมีการควบคุมผลกระทบของตัวแปรอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง (ตัวแปรควบคุม) คือ ขนาดของกิจการ ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม จำนวนคณะกรรมการบริษัท และอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมจากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นกับระดับการจัดการกำไร พบว่า การมีหุ้นส่วนของผู้บริหารและการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการจัดการกำไรหมายความว่า การ

จัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของโปรตุเกส ได้รับอิทธิพลมาจากโครงสร้างการถือหุ้น

Wang and Shailer (2015) ได้ศึกษาสัดส่วนผู้ถือระจุกตัวกับผลการดำเนินงานของบริษัทในบริบทตลาดเกิดใหม่ 18 ตลาดที่มีสภาพแวดล้อมกลไกการกำกับดูแลกิจการคล้ายกัน พบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือระจุกตัวสูงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานของบริษัททุกประเทศ จะเห็นได้ว่า ผลลัพธ์จากการศึกษาฯ ยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน

Zouari and Rebaï (2009) ได้ศึกษาความแตกต่างของผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทในสหรัฐอเมริกา ผลปรากฏว่าผู้ถือหุ้นสถาบันประเภท กองทุนบำเหน็จบำนาญ ธนาคาร จำกัดการบริหรกำไรลงได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ajay & Madhumathi (2015) ที่ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันกับการบริหารกำไรในประเทศอินเดีย ผลปรากฏว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน กล่าวคือสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันแสดงถึงความสามารถในการลดการบริหรกำไรลงได้

แต่ว่างานวิจัยของ Alves (2012) ที่ได้ทำการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไรในประเทศโปตุเกส ผลปรากฏว่าความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีต่อการบริหารกำไรมีทิศทางเดียวกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ayadi and Boujelbene (2014) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และการบริหารกำไรในบริบทประเทศฝรั่งเศสผลปรากฏว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับประสิทธิภาพของการให้ข้อมูลของกำไร (Earnings Informativeness) กล่าวคือ สัดส่วนการถือหุ้นสถาบันทำให้ความสามารถในการให้ข้อมูลของกำไรดีขึ้นหรือการบริหรกำไรลดลง

ตารางที่ 6 สรุปการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัททั้งในและต่างประเทศทั้งหมด สามารถสรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องได้ดังนี้

ลำดับ	ปี	ผู้วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
1	2558	จิภัสสร บุญรอด	การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	-คะแนนการกำกับดูแลกิจการ -สัดส่วนของนักลงทุนสถาบัน	-สัดส่วนของนักลงทุนสถาบัน -มูลค่ากิจการ (Tobin's Q)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ.2556-2557 จำนวน 680 กลุ่มตัวอย่าง	-กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถดึงดูดให้นักลงทุนสถาบันตัดสินใจลงทุนมากขึ้น และส่งผลให้ผลตอบแทนของกิจการมีมูลค่าเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย -นักลงทุนสถาบันต่างชาติเข้ามาลงทุนในสัดส่วนที่มากขึ้น เพราะมีความอิสระและคุ้นเคยในการปฏิบัติหน้าที่สนับสนุนให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่มากกว่านักลงทุนไทย
2	2559	ณภัทร เอี่ยมวชิรสกุล	AsianCorporate Governance Scorecard และกลไกบรรษัทภิบาลส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ	-คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี -ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท	-Tobin's Q Ratio -อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย สิงคโปร์และประเทศไทย ตั้งแต่ ค.ศ. 2013-2014 จำนวน 86 บริษัท	-ขนาดคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระคณะกรรมการบริษัท และการควบคุมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลประกอบการบริษัท -คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ความถี่ในการประชุม และสัดส่วนกรรมการอิสระใน

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
			มาเลเซีย สิงคโปร์และ ประเทศไทย	-สัดส่วนของ กรรมการอิสระใน คณะกรรมการบริษัท -ขนาดของ คณะกรรมการบริษัท -การควบคุม ตำแหน่งประธาน บริหารและประธาน คณะกรรมการ	-อัตรา ผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์รวม -ความผันผวน ของผลตอบแทน จากราคา หลักทรัพย์		คณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์ทาง ลบกับความเสี่ยงของบริษัท
3	2558	นภาพรณ ลิมตั้ง	ความสัมพันธ์ระหว่างการ กำกับดูแลกิจการและ ขนาดของคณะกรรมการ บริษัทกับคุณภาพกำไรของ บริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100)	-ผลการประเมินการ กำกับดูแลกิจการใน ระดับ “ดีเลิศ” / “ดี มาก” / “ดี” -ผลการประเมินการ กำกับดูแลกิจการ (CG) -ขนาดของ คณะกรรมการบริษัท	-คุณภาพกำไร ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย พ.ศ.2557-2558 จำนวน 74 บริษัท	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย พ.ศ.2557-2558 จำนวน 74 บริษัท	ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทาง สถิติระหว่างผลการประเมินการกำกับดูแล กิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัท กับคุณภาพกำไรของบริษัทกับคุณภาพ กำไรของบริษัท

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
4	2554	สัตยา ตันจันทร์ พงศ์	ความสัมพันธ์ของการ กำกับดูแลกิจการที่ดีที่ ส่งผลกระทบต่อผลการ ดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีใช้กลุ่มธุรกิจ การเงิน	-คะแนนการกำกับ ดูแลกิจการ	-อัตรา ผลตอบแทนของ ผู้ถือหุ้น -Tobin's Q	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย พ.ศ.2554 จำนวน 324 บริษัท โดยไม่ รวมกลุ่ม อสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มฟื้นฟูการ ดำเนินงาน และกลุ่ม MAI	-บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ ดีมีอิทธิพลในเชิงลบกับการวางแผนภาษีที่ วัดจากค่า TAX/CFO และ TAX/ASSET อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
5	2557	เดชทัต คุณา กูรหรรษา	การศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่างกลไกการกำกับ ดูแลกิจการกับการตกแต่ง กำไร: หลักฐานเชิง ประจักษ์จากประเทศไทย	-คะแนนการกำกับ ดูแลกิจการ -การแข่งขันในตลาด สินค้า -ขนาดของบริษัท สอบบัญชี	-Modified Jones -Extended Modified Jones	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย พ.ศ.2554-2556 จำนวน 1,055 ตัวอย่าง	-บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ สูงกว่าจะมีการตกแต่งกำไรที่ต่ำกว่าบริษัท ที่มีคะแนนกำกับดูแลกิจการที่ต่ำกว่า -บริษัทที่มีระดับการแข่งขันในตลาดสินค้า สูงกว่าจะมีการตกแต่งกำไรสูงกว่าบริษัทที่ มีระดับแข่งขันในอุตสาหกรรมต่ำกว่า เฉพาะแบบ Extended Modified Jones -ขนาดของการสอบบัญชีไม่มีความสัมพันธ์ กับการตกแต่งกำไรในทั้งสองแบบจำลอง

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้ที่วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
6	2560	สุรางค์ เห็นสว่าง	ผลกระทบจากระดับ คะแนนการกำกับดูแล กิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้น ต่อผลตอบแทนส่วนเกิน และผลประกอบการเชิง การเงิน	-คะแนนการกำกับ ดูแลกิจการ -โครงสร้างผู้ถือหุ้น	-อัตรา ผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย จำนวน 191บริษัท ในระหว่างปี พ.ศ. 2556-2558	ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมี ผลกระทบต่ออัตรากำไรสุทธิ ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
7	2559	ภัทรพงศ์ เจริญ กิจจารุกร	ผลคะแนนการกำกับดูแล กิจการกับมูลค่าธุรกิจของ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม ดัชนี SET 50	-ผลคะแนนการ กำกับดูแลกิจการ	-กำไรต่อหุ้น และ อัตรา ผลตอบแทนของ ผู้ถือหุ้น -Tobin's Q	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย SET50 กลุ่ม อุตสาหกรรม7กลุ่ม จำนวน42บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2557	ด้านผลการดำเนินงานและด้านมูลค่า กิจการไม่พบความสัมพันธ์กับผลคะแนน การกำกับดูแลกิจการ
8	2559	อรพรรณ เลิศรุจิ วณิช	ความสัมพันธ์ระหว่างการ กำกับดูแลกิจการที่ดี การ ป้องกันการมีส่วนร่วม เกี่ยวกับคอร์รัปชัน และ มูลค่าของกิจการของ	-ผลสำรวจโครงการ ประเมินการกำกับ ดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ไทย	-มูลค่าทางบัญชี (ROE) -มูลค่าทาง การตลาด (Tobin's Q)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย (SET) ในปี พ.ศ.	-การกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยวัดจากผล สำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแล กิจการบริษัทจดทะเบียนไทย สัดส่วนของ คณะกรรมการอิสระ และผลประเมินความ คืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนร่วม

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้ที่วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
			บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	-สัดส่วนของคณะกรรมการบริษัท อิสระ -ผลประโยชน์ความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน -ขนาดของคณะกรรมการบริษัท -การควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ -คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น		2558 จำนวน 100 บริษัท	เกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทยมี ความสัมพันธ์เชิงบวก -ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมี ความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE อย่างมีนัยสำคัญ เมื่อพิจารณามูลค่ากิจการของบริษัทในมุมมองทางการตลาดจะพบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยวัดจากผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น และผลประโยชน์ความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้ที่วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
9	2558	ทิวาพร พฤทธิ ประเสริฐ	ความสัมพันธ์ระหว่าง คุณลักษณะของ คณะกรรมการและการเข้า ร่วมต่อต้านทุจริตในองค์กร ต่อผลการดำเนินงานของ บริษัท	-สมาชิก คณะกรรมการที่เป็น เพศหญิง -ระดับการศึกษาของ คณะกรรมการ -ประสบการณ์ ทำงานของ คณะกรรมการ -สัดส่วน คณะกรรมการอิสระ -การเข้าร่วมเกี่ยวกับ การต่อต้านการ ทุจริตในองค์กร	-อัตรา ผลตอบแทนจาก สินทรัพย์ (ROA)	บริษัทที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยโดย จะใช้บริษัทที่อยู่ใน กลุ่ม SET100 เป็น ระยะเวลา 3 ปี พ.ศ. 2555-2557 คิดเป็น กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 261 บริษัท	-คุณลักษณะของคณะกรรมการอันได้แก่ สมาชิกคณะกรรมการที่เป็นเพศหญิงและ ประสบการณ์การทำงานของ คณะกรรมการของบริษัท มีความสัมพันธ์ เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อผล การดำเนินงานของบริษัท -ระดับการศึกษาของคณะกรรมการของ บริษัทและตัวแปรควบคุมคือขนาดของ บริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมี นัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัท -ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วน คณะกรรมการอิสระของบริษัทการเข้าร่วม เกี่ยวกับการต่อต้านการทุจริตในองค์กร ของบริษัท

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
10	2556	บงกช ตั้งจิระศิลป์	ความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับ ความสามารถในการทำ กำไรของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	-การกระจุกตัวของ การถือหุ้น -สัดส่วนการถือหุ้น ของกรรมการบริษัท และผู้บริหาร -สัดส่วนการถือหุ้น ของนักลงทุนไทย	-อัตรา ผลตอบแทนของ ผู้ถือหุ้น (ROE) -อัตราผลตอบแทน ของสินทรัพย์ (ROA) -Tobin's Q	บริษัทที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยใน ปี พ.ศ.2554 จำนวน 343 บริษัท	-โครงสร้างผู้ถือหุ้นในประเทศไทย มี ลักษณะกระจุกตัวสูง ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ส่วนใหญ่เป็นบุคคลธรรมดาและกลุ่ม ครอบครัว -ความสามารถในการทำกำไร โดยเฉลี่ย บริษัทมีอัตราผลตอบแทนจากส่วนของ เจ้าของ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และ Tobin's Q เป็นบวก -การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือ หุ้นกรรมการบริษัทและผู้บริหาร และ สัดส่วนการถือหุ้นนักลงทุนไทย ไม่มี นัยสำคัญทางสถิติกับความสามารถในการ ทำกำไร
11	2551	เสาวลักษณ์ เศรษฐชาตนันท์	ความสัมพันธ์ระหว่าง ระดับการกำกับดูแลกิจการ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และอัตราส่วน ทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลัก	-ระดับการกำกับ ดูแลกิจการ -มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐกิจ (EVA)	-มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐกิจ (EVA) -อัตรา ผลตอบแทนส่วน ของเจ้าของ (ROE)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ใน กลุ่มพลังงานและ สาธารณูปโภค พ.ศ. 2549	-ระดับการกำกับดูแลกิจการที่ IOD ประกาศในปี 2549 ไม่ได้ส่งผลให้ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สูงขึ้น -มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มี ความสัมพันธ์กับการวัดผลตามแนวคิดทาง บัญชีโดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้ที่วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
					-อัตรา ผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์รวม (ROA)		
12	2561	ธนาภิญญา อุต ตฤทธิ	ผลกระทบจากการกำกับ ดูแลกิจการที่ส่งผลต่อ ความเชื่อมั่นของ ผู้ลงทุน ของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย	-จำนวน คณะกรรมการ -สัดส่วนนักลงทุน สถาบัน -ประธานและ กรรมการบริหารเป็น บุคคลเดียวกัน -สัดส่วนนักลงทุน สถาบัน -ประเภทสำนักงาน สอบบัญชี	-อัตรา ผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย จำนวน 408 บริษัท ของปี พ.ศ. 2558	-สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่และนัก ลงทุนสถาบันต่างมีอิทธิพลต่อความเชื่อมั่น ของนักลงทุน โดยที่สัดส่วนผู้ถือหุ้นสูงสุด ขนาดของคณะกรรมการและประธานและ ผู้บริหารแยกออกจากกัน ไม่มีอิทธิพลต่อ ความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่ระดับ นัยสำคัญ 0.05
13	2551	สุภาวงศ์ ลีอกิ ตินันท์	การศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่างการกำกับดูแล กิจการที่ดีในมุมมองด้าน บทบาทความรับผิดชอบ	-ความเป็นอิสระของ คณะกรรมการบริษัท -จำนวนครั้งการ	-มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรม	-ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการ บริษัท และความเป็นอิสระด้านการบริหาร ของประธานกรรมการบริษัท ไม่มี

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
			ของคณะกรรมการบริษัท และมูลค่าเพิ่มของกิจการ (EVA) : กรณีศึกษา : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไทยกลุ่มอุตสาหกรรม พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	ประชุม คณะกรรมการบริษัท -ความเป็นอิสระด้าน การบริหารของ ประธานกรรมการ บริษัท		พัฒนา อสังหาริมทรัพย์ ปี พ.ศ. 2547 ถึง ปี พ.ศ. 2549	ความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ
14	2551	ศิลาพร ศรีจัน เพชร	ความรับผิดชอบต่อของ คณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้น กับ มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์	-บทบาทความ รับผิดชอบต่อของ คณะกรรมการและ โครงสร้างผู้ถือหุ้น	-มูลค่าเชิงเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์วัด โดยใช้ EVA	-บริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย (SET50) ระหว่างปี 2547 – 2549 รวม ระยะเวลา 3 ปี	-ตัวแปรความเป็นอิสระของประธาน กรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับ มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ การที่ประธานกรรมการบริษัทมีความเป็น อิสระมากเท่าไร ก็ทำให้หลีกเลี่ยงการ เกิดปัญหาในเรื่องการขัดแย้งทาง ผลประโยชน์มากกว่าเท่านั้น
15	2550	สุทธิชา เกริกฤทธิ	ความสัมพันธ์ระหว่าง การจัดการกำไรกับสัดส่วนการ ถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุน สถาบันของบริษัทจดทะเบียนในตลาด	-สัดส่วนการถือหุ้นที่ ถือโดยนักลงทุน สถาบัน -สัดส่วนการถือหุ้นที่ ถือโดยนักลงทุน	การจัดการกำไร หรือรายการคง ค้างที่ขึ้นอยู่กับ ดุลยพินิจของ ผู้บริหาร (DACC)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ.2548 – 2549 ยกเว้นกลุ่ม	-สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุน สถาบันมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้าม กับการจัดการกำไร อย่างมีนัยสำคัญทาง สถิติ

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
			หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	สถาบันที่เป็นนอมินีต่างชาติ		ธุรกิจการเงินและบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ จำนวน 712 หน่วย	-สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นนอมินีต่างชาติไม่มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญ
16	2004	Brown and Caylor	การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน	-อันดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ	-อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) -Tobin's Q -อัตราการจ่ายเงินปันผล	บริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 2,327 ประเทศ	บริษัทที่จัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีแนวโน้มผลการดำเนินงาน มูลค่ากิจการ และอัตราการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นดีขึ้นด้วย
17	2003	Gompers, Ishii and Metrick	ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น ความน่าจะเป็นของการล้มละลาย และมูลค่าของกิจการในประเทศไทย	-โครงสร้างผู้ถือหุ้นและการถือหุ้นจำนวนมากของผู้ถือหุ้น	-อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) -มูลค่าของกิจการ	ฐานข้อมูลบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2547 ไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการปรับโครงสร้าง จำนวน 438 บริษัท	โครงสร้างผู้ถือหุ้น และการถือหุ้นจำนวนมากของผู้ถือหุ้น (Block Holdings) มีผลต่อมูลค่าของกิจการ และมีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติและผลการดำเนินงานของกิจการ (Q Ratio) แสดงให้เห็นว่าการถือหุ้นจำนวนมากของผู้ถือหุ้นต่างชาติสามารถ

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้ที่วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
							กำกับดูแลกิจการได้ดีกว่า ผู้ถือหุ้นในประเทศ
18	1998	Brian J. Bushee	นักลงทุนสถาบันถึงการสร้างแรงจูงใจ หรือลดแรงจูงใจที่จะทำให้ผู้บริหารลดการลงทุนในด้านการวิจัยและพัฒนาของบริษัทหรือไม่	-การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ประเภทที่ถือหุ้นชั่วคราว	รายจ่ายในการวิจัยและพัฒนาของการบริหาร กำไร		-ความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันประเภทที่ถือหุ้นชั่วคราว กับการตัดสินใจตัดรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนา อธิบายได้จากความไม่คงที่ของการเป็นผู้ถือหุ้นของกลุ่มนักลงทุนสถาบัน เป็นสาเหตุสำคัญในการบริหารกำไร -ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงในระดับรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนา และการเปลี่ยนแปลงในระดับการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน ว่านักลงทุนสถาบันสามารถสร้างแรงผลักดันให้เกิดการบริหารกำไรมากกว่าการดำเนินงานปกติ
19	2003	Daniel W. Collins, Guojin Gong, Paul Hribar	ทดสอบหลักเกณฑ์ของนักลงทุนสถาบันที่กำหนดราคาของรายการคงค้าง โดยใช้ Bushee's ในการ	-นักลงทุนสถาบัน	-มูลค่าของรายการคงค้างของการจัดการกำไร		สัมพันธ์กันระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์นั้น ซึ่งบอกได้ว่าบริษัทที่มีการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
			จัดประเภทหลักทรัพย์ สถาบัน				ในสัดส่วนน้อยจะมีขนาดบริษัทเล็ก มี ความสามารถในการทำกำไรน้อย และมี การหมุนเวียนในส่วนของผู้ถือหุ้นน้อย
20	2000	Brian J. Bushee and Christopher F. Noe	วิจัยด้านการเปิดเผยข้อมูล ของกิจการส่งผลกระทบต่อส่วน ของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุน สถาบัน และผลตอบแทน ของหลักทรัพย์	-ประเภทของนัก ลงทุนสถาบัน	-ผลตอบแทนของ ตลาด -จำนวนหุ้นที่ซื้อ ขาย -ขนาดของกิจการ -ค่าเบต้า และ อัตราส่วนหนี้สิน ต่อสินทรัพย์ -อัตราส่วนกำไร ต่อราคา -อัตราส่วนมูลค่า ทางบัญชีของหุ้น กับมูลค่าตลาด ของหุ้น -อัตราการเติบโต ของยอดขาย	เปอร์เซ็นต์นักลงทุนสถาบันประเภท Transient Institutions และ Quasi- Indexer มีความสัมพันธ์กับระดับการ เปิดเผยข้อมูลในทิศทางเดียวกันซึ่ง สามารถอธิบายได้ว่านักลงทุนสถาบัน ประเภท Transient จะชอบลงทุนใน บริษัทที่มีผลการดำเนินงานในตลาดที่ดี	

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
21	2002	Jiambalvo J., Rajgopal S., Venkatachalam M.	นักลงทุนสถาบันจัดเป็นนัก ลงทุนที่มุ่งเน้นการลงทุน โดยพิจารณาจาก ความสามารถในการทำ กำไรในระยะสั้น	-ประเภทของนักลงทุน สถาบัน	-ความสามารถใน การทำกำไร		-หลักทรัพย์ที่มีการถือหุ้นโดยนักลงทุน สถาบันจะมีราคาหลักทรัพย์นำหน้ากำไร โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ เปอร์เซ็นต์การถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน -การถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันเพิ่มขึ้น ราคาหลักทรัพย์สามารถสะท้อนถึงข้อมูล ปัจจุบันได้มากขึ้น นั่นคือสามารถใช้ข้อมูล ในปัจจุบันเพื่อคาดการณ์ถึงกำไรใน อนาคตได้ดีขึ้น
22	2007	Davis และ Kim	ศึกษาของนักลงทุนสถาบัน รายใหญ่สัญชาติ สหรัฐอเมริกาอย่าง Fidelity Investments ผ่านการเปิดเผยข้อมูลการ ลงคะแนนเสียง	-นักลงทุนสถาบัน รายใหญ่สัญชาติ สหรัฐอเมริกา	-การเปิดเผย ข้อมูลการ ลงคะแนนเสียง		-สำหรับกิจการที่ตนไปลงทุนใน สหรัฐอเมริกาเอง กลับไม่ได้ดำเนินการ ดังกล่าวอย่างเข้มงวดเท่าไรนัก ซึ่งอาจเป็น เพราะนักลงทุนสถาบันในประเทศอาจมี ความเกี่ยวข้องกับกิจการในประเทศเอง ทางใดทางหนึ่ง จึงทำให้ไม่สามารถปฏิบัติ หน้าที่ในการช่วยส่งเสริมให้เกิดการกำกับ ดูแลกิจการที่ดี

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้ที่วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
23	2009	Reena Aggarwal	นักลงทุนสถาบันส่งผล กระทบต่อการกำกับดูแล กิจการโดยการวิเคราะห์ การถือครองหลักทรัพย์ ของสถาบันใน	นักลงทุนสถาบัน	การถือครอง หลักทรัพย์ของ สถาบัน	บริษัทจาก 23 ประเทศในช่วงปี 2546-2551	-การกำกับดูแลระดับ บริษัท มี ความสัมพันธ์เชิงบวกกับการลงทุนสถาบัน ระหว่างประเทศ -การเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของ สถาบันเมื่อเวลาผ่านไปส่งผลในเชิงบวก ส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงในการ กำกับดูแลกิจการในระดับบริษัท
24	2008	Chang	วิจัยความสัมพันธ์ระหว่าง ความสามารถในการให้ ข้อมูลกำไร การตกแต่ง กำไร และการกำกับดูแลกิจการ	- ความเป็นอิสระ ของคณะกรรมการ ตรวจสอบ -ความเป็นอิสระของ คณะกรรมการบริษัท -การมีคณะกรรมการ ตรวจสอบที่เป็น อิสระทั้งหมด	-การกำกับดูแล กิจการ -ความสามารถใน การทำกำไร -การตกแต่งกำไร		ความสามารถในการให้ข้อมูลกำไรมี ความสัมพันธ์อย่างชัดเจนในเชิง บวกกับ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ตรวจสอบ, ความเป็นอิสระของ คณะกรรมการบริษัท, การมี คณะกรรมการตรวจสอบที่เป็นอิสระ ทั้งหมด
25	2005	K.V. Peasnell, P.F. Pope และ S. Young	ความสัมพันธ์ระหว่าง การจัดการกำไรของบริษัทใน UK กับการติดตามการ	-หลักเกณฑ์ของ กรรมการบริหาร ที่มาจาก บุคคลภายนอก	-การจัดการกำไร	บริษัทใน UK	กำไรตามเกณฑ์คงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจ ของผู้บริหารลดลงต่ำกว่าระดับกำไรขั้นต่ำ ที่มีการกำหนดไว้สำหรับการจ่ายโบนัส ผู้บริหารจะเพิ่มกำไรโดยใช้รายการตาม

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้ที่วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
			ดำเนินงานของ คณะกรรมการบริษัท	-คณะกรรมการ ตรวจสอบที่มาจาก ภายนอก			เกณฑ์คงค้างดังกล่าวเพื่อให้กำไรเพิ่มขึ้น ถึงระดับกำไรขั้นต่ำที่มีการกำหนดไว้ สำหรับการจ่ายโบนัส
26	2009	Banderlipe	ความสัมพันธ์ระหว่างการ กำกับดูแลกิจการกับการ จัดการกำไร กรณีศึกษา ประเทศฟิลิปปินส์	-ขนาดของ คณะกรรมการบริษัท -สัดส่วนของ กรรมการอิสระ -การแยกตำแหน่ง ระหว่างประธาน กรรมการกับ กรรมการผู้จัดการ -จำนวนบริษัทที่ กรรมการอิสระดำรง ตำแหน่ง -สัดส่วนความเป็น เจ้าของบริษัทของ คณะกรรมการและ ผู้บริหาร	-รายการคงค้าง โดยใช้ดุลยพินิจ ของผู้บริหารตาม แบบจำลอง Cross-sectional Jones (1991)	บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ของ ประเทศฟิลิปปินส์ใน ระหว่างปี ค.ศ.2005 ถึง ค.ศ.2006 จาก 19 อุตสาหกรรม จำนวน 114 บริษัท	-จำนวนบริษัทที่กรรมการอิสระดำรง ตำแหน่งมีความสัมพันธ์ไปในทิศทาง เดียวกับการจัดการกำไร แสดงให้เห็นว่า จำนวนบริษัทที่กรรมการดำรงตำแหน่ง มากเกินไปมีเวลาน้อยเกินไปหรือมีเวลาไม่ เพียงพอที่จะตรวจสอบการทำงานของฝ่าย จัดการ จึงส่งผลให้ประสิทธิภาพในการ ทำงานลดลง ทำให้ระดับการจัดการกำไร ของบริษัทสูงขึ้น -สัดส่วนความเป็นเจ้าของของคณะกรรมการ และผู้บริหารมีความสัมพันธ์ไปในทิศทาง ตรงกันข้ามกับการจัดการกำไร

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	ผู้วิจัย	หัวข้อวิจัย	ตัวแปรอิสระ (X)	ตัวแปรตาม (Y)	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
27	2000	Fan and Wong	ความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างผู้ถือหุ้นและ ความสามารถในการให้ ข้อมูลกำไรทางบัญชีใน 7 ประเทศ แถบเอเชีย ตะวันออก ได้แก่ ฮองกง อินโดนีเซีย มาเลเซีย สิงคโปร์ เกาหลีใต้ ไต้หวัน และไทย	-การกระจุกตัวของ การถือหุ้นจากสิทธิ ออกเสียงลงคะแนน -อัตราส่วนสิทธิใน กระแสเงินสดต่อ สิทธิออกเสียง ลงคะแนน	-ความสามารถใน การให้ข้อมูลกำไร ทางบัญชี	7 ประเทศ แถบ เอเชียตะวันออก ได้แก่ ฮองกง อินโดนีเซีย มาเลเซีย สิงคโปร์ เกาหลีใต้ ไต้หวัน และไทย	-ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีการ กระจุกตัวของการถือหุ้นสูงนั้นจะทำให้ผู้ ถือหุ้นรายใหญ่ใช้สิทธิออกเสียงผ่านทาง จำนวนหุ้นที่ถือเพื่อควบคุมนโยบายหรือ การดำเนินงานต่างๆ ของบริษัทซึ่งอาจ ไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างผลตอบแทน สูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นทั้งหมด และการรักษา ผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่นของ โครงสร้างผู้ถือหุ้นย่อมส่งผลกระทบต่อ กระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินของ บริษัทได้

บทที่ 3

ระเบียบวิธีการวิจัย

การศึกษาวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์ 1) เพื่อศึกษาผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) เพื่อศึกษาผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 3) เพื่อศึกษาผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นการวิจัยเชิงปริมาณโดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) ทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Research) และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐาน โดยทำการศึกษารายบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ผู้วิจัยได้นำเสนอระเบียบวิธีการวิจัยโดยเรียงตามลำดับและแบ่งเป็น 4 ส่วน ดังนี้

- 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.4 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.1.1 ประชากร

ประชากรของการวิจัยนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการดำเนินงานอยู่ในช่วงปี พ.ศ. 2560 - 2562 ประกอบด้วย 7 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มเกษตรและ

กลุ่มอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มทรัพยากร กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มบริการ กลุ่มสินค้า อุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ก่อสร้างที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ครบถ้วน จากการตรวจสอบคัดกรองได้บริษัทจดทะเบียนที่เป็นไปตามเกณฑ์ทั้งสิ้น 553 บริษัท (ตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) ใช้เป็นจำนวนประชากรในการศึกษา โดยไม่รวมบริษัทดังต่อไปนี้

- บริษัทที่มีผลประกอบการไม่ต่อเนื่องใน พ.ศ.2560 – 2562

- กลุ่มธุรกิจการเงินอันประกอบไปด้วยกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ (Finance and Securities) กลุ่มธนาคาร (Banking) กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย (Insurance) เนื่องจากกลุ่มธุรกิจการเงินมี ข้อบังคับที่ต้องปฏิบัติตามหน่วยกำกับดูแลอื่นกำหนด เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย รวมถึงกลุ่มธุรกิจ ดังกล่าวมีมาตรฐานการบัญชีกำกับเฉพาะ รูปแบบของกระแสเงินสด วิธีการของรายการคงค้าง สินทรัพย์หนี้สินระยะยาว และลักษณะการดำเนินงานที่แตกต่างจากกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ ซึ่งมีผลกระทบต่อ อัตราส่วนทางการเงินและตัวเลขที่ใช้ในการวิเคราะห์

- กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการ (Companies under Rehabilitation) เนื่องจากบริษัทเหล่านี้ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับหน่วยงานเฉพาะที่เกี่ยวข้องและมีหลักเกณฑ์อื่น ๆ ในการกำกับดูแลนอกเหนือจากกฎเกณฑ์โดยทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากมีผล ประกอบการขาดทุนต่อเนื่อง ถูกสั่งห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ หากนำมาคำนวณค่าการจัดการกำไรอาจ เกิดความคลาดเคลื่อนได้

- กลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) มีหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และมีมูลค่าตลาด ของบริษัทในกลุ่มนี้แตกต่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในสัดส่วนที่สูง

- บริษัทที่มีข้อมูลที่จำเป็นสำหรับการวิจัยไม่ครบถ้วน

3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง

จากประชากรกลุ่มเป้าหมายจำนวน 553 บริษัท สุ่มเป็นตัวอย่างแบบเจาะจง(Purposive Sampling) จำนวน 232 บริษัท ด้วยวิธีการกำหนดขนาดตัวอย่างของ Taro Yamane (1973) ที่ ระดับความเชื่อมั่น 95% และความคลาดเคลื่อนที่ยอมรับได้ไม่เกิน 5% ดังนี้

$$n = \frac{N}{1 + Ne^2}$$

เมื่อ n = ขนาดของกลุ่มตัวอย่าง

N = ขนาดของประชากรเป้าหมาย

e = ความคลาดเคลื่อนของการสุ่มตัวอย่าง โดยกำหนดให้ ความคลาดเคลื่อนไม่เกิน 5% ที่ยอมรับให้เกิดขึ้นได้

การคำนวณขนาดของกลุ่มตัวอย่างดังนี้

$$n = \frac{553}{1 + 553(0.05)^2} = 232$$

ดังนั้น ขนาดของกลุ่มตัวอย่างในการศึกษารั้งนี้จึงใช้จำนวน 232 บริษัท เพื่อให้ได้ข้อมูลครบถ้วนทุกกลุ่มอุตสาหกรรมจึงสุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง ดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 ตารางสรุปจำนวนบริษัทกลุ่มตัวอย่าง แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	ประชากร (บริษัท)	กลุ่มตัวอย่างที่เก็บข้อมูลแต่ละปี (บริษัท)			รวม จำนวน ตัวอย่าง
		พ.ศ.2560	พ.ศ.2561	พ.ศ.2562	
1.เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	52	32	32	32	96
2.ทรัพยากร	53	25	25	25	75
3.เทคโนโลยี	38	22	22	22	66
4.บริการ	116	38	38	38	114
5.สินค้าอุตสาหกรรม	93	50	50	50	150
6.สินค้าอุปโภคบริโภค	40	24	24	24	72
7.อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	161	41	41	41	123
รวม	553	232	232	232	696

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562)

ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างที่ดำเนินการเก็บข้อมูลจาก ทรัพยากร 25 บริษัท เทคโนโลยี 22 บริษัท สินค้าอุปโภคและบริโภค 24 บริษัท สินค้าอุตสาหกรรม 50 บริษัท บริการ 38 บริษัท อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง 41 บริษัท และเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 32 บริษัท รวมทั้งสิ้น 232 บริษัท

3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี(แบบ 56-1) ของบริษัททุกบริษัทที่ใช้เป็นตัวอย่างด้วยการคัดลอกและบันทึกลงในโปรแกรมสำเร็จรูปแล้วนำมาคำนวณเป็นตัวแปรที่จะใช้ในการศึกษาตามนิยาม ทฤษฎี และสูตร ตามลำดับดังต่อไปนี้

3.2.1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาวิจัย

ตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาตามกรอบแนวคิดในการวิจัย ประกอบด้วยตัวแปรอิสระจำนวน 4 ตัวแปร ได้แก่ 1) ระดับการกำกับดูแลกิจการ 2) ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์ปชั่นของบริษัทจดทะเบียน 3) สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน และ 4) สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ ตัวแปรควบคุม 3 ตัวแปร ได้แก่ 1) ขนาดของกิจการ 2) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และ อัตราการเติบโตของยอดขาย และตัวแปรตามจำนวน 3 ตัวแปร ได้แก่ 1) การจัดการกำไร 2) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และ 3) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีรายละเอียดของตัวแปรดังนี้

ตัวแปรอิสระ

1. ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGS)

จากการทบทวนวรรณกรรมในงานวิจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการของ จินตนา ไกรทอง (2561) พบว่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร 2 ด้าน ได้แก่ ด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) โดยเป็นความสัมพันธ์เชิงบวก ทั้งคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนกำไรสุทธิ (NP) และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไร (PE) รวมทั้งมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) นอกจากนี้พบว่ากลุ่มบริษัทที่มีคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับดีขึ้นไปกับกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการต่ำกว่าระดับดีมีความสามารถในการทำกำไร มีความสามารถในการทำกำไรด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่แตกต่างกันพบว่ามูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) ไม่แตกต่างกัน

ตัวแปรอิสระผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย แทนค่าตัวแปรด้วย CGS โดยการวัดค่าตัวแปรจากคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่อยู่ในระดับต่าง ๆ (อรพรรณ เลิศรุจิวิช, 2559) ดังนี้

- (1) CGS = 0 เมื่อคะแนนอยู่ในช่วงต่ำกว่า 50 คะแนน ระดับ “ไม่มี”
- (2) CGS = 1 เมื่อคะแนนอยู่ในช่วง 50-59 คะแนน ระดับ “ผ่าน”
- (3) CGS = 2 เมื่อคะแนนอยู่ในช่วง 60 - 69 คะแนน ระดับ “พอใช้”
- (4) CGS = 3 เมื่อคะแนนอยู่ในช่วง 70 - 79 คะแนน ระดับ “ดี”
- (5) CGS = 4 เมื่อคะแนนอยู่ในช่วง 80 - 89 คะแนน ระดับ “ดีมาก”
- (6) CGS = 5 เมื่อคะแนนอยู่ในช่วง 90 คะแนนขึ้นไป ระดับ “ดีเลิศ”

2. ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) คือ คะแนนการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicator) แทนค่าตัวแปรด้วย ANTI (อรพรรณ เลิศรุจิวิช, 2559) โดยการวัดค่าตัวแปรจาก

- (1) ANTI = 1 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “มีนโยบาย”
- (2) ANTI = 2 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “ประกาศเจตนารมณ์”
- (3) ANTI = 3 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “ได้รับการรับรอง”

3. สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน

จากการทบทวนวรรณกรรมในงานวิจัยเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันกับการจัดการกำไร ซึ่งพบว่านักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไร จากการศึกษาของ Brian J. Bushee (1998) พบว่าการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับการลดรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนา ผลสรุปพบว่านักลงทุนสถาบันประเภทที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์สูงมีอัตราการหมุนเวียนการถือหลักทรัพย์ในอัตราที่สูง (High Portfolio Turnover, Diversification and Momentum Trading) มีโอกาสที่จะสร้างแรงกดดันให้กับผู้บริหารในการลดรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนาของบริษัทลงเพื่อเพิ่มผลกำไรที่ลดลงในรอบปีบัญชีปัจจุบัน และรักษาระดับการเติบโตของผลกำไรไว้ในทางกลับกันพบว่านักลงทุนสถาบันที่ถือถือว่าเป็นผู้เชี่ยวชาญในการลงทุน (Sophistication of Institutional Investors) ที่ถือหุ้นอยู่ในสัดส่วนสูงในบริษัทที่มีความเป็นไปได้น้อยที่ต้องการให้ผู้บริหารตัดรายจ่ายในการวิจัยและพัฒนาเพื่อปรับผลกำไรที่ลดลงของบริษัทนอกจากนั้น Rajgopal, Venkatachalam and Jiambalvo (1999) พบว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารและสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันในทิศทางตรงข้ามกัน นอกจากนี้พบว่าราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะสะท้อนถึงข้อมูลเกี่ยวกับผลกำไรในอนาคตของกิจการเมื่อเปรียบเทียบระหว่างการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันสูง และน้อย ผลสรุปคือนักลงทุนสถาบันที่ถือหุ้นที่เป็นผู้เชี่ยวชาญในการลงทุนจะมองปัจจัยอย่างอื่นนอกเหนือจากกำไรในปัจจุบันเพื่อประเมินมูลค่ากิจการ โดยปฏิเสธว่าผู้บริหารมีการจัดการกำไรภายใต้แรงกดดันที่มาจากนักลงทุนสถาบัน ซึ่งเป็นนักลงทุนที่มุ่งเน้นเฉพาะกำไรในระยะสั้นเท่านั้น

แทนค่าตัวแปรด้วย INST คือ สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน โดยการวัดค่าตัวแปร เป็นร้อยละของการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน อาทิเช่น ธนาคาร, สถาบันการเงิน, บริษัทประกันภัย, กองทุน และหน่วยลงทุน กล่าวคือ

สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน = ร้อยละของการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันของจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด

4. สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาติ

จากงานวิจัยของ สถฤณี อาชวานันทกุล (2549) ได้ศึกษาถึงการปรับตัวแทนถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อสร้างราคาหลักทรัพย์ให้สูงเกินปกติ โดยมีการประเมินสัดส่วนการใช้นอมนินี้ต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ฯอยู่ที่ร้อยละ 21.4 ซึ่งเป็นสัดส่วนค่อนข้างสูง ผลการประเมินพบว่า มีหุ้นที่มีการซื้อขายสูงผิดปกติโดยไม่มีปัจจัยพื้นฐานใดๆรองรับนั้น มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นนอมนินีอยู่ บริษัทโดยเฉลี่ยมีการลงทุนจากนักลงทุนสถาบันที่เป็นนอมนินีต่างชาติโดยเฉลี่ยประมาณ 5-6 เปอร์เซ็นต์

การปรับตัวแทนถือครองหลักทรัพย์เป็นกลไกการลงทุนในตลาดทุนทั่วโลก บริการด้านการเก็บรักษาทรัพย์สิน และนอมนินีของสถาบันการเงิน ช่วยแบ่งเบาภาระของนักลงทุนด้านกฎหมายและด้านการปฏิบัติการ มีบริการด้านการวิเคราะห์หลักทรัพย์ การตัดสินใจลงทุน และติดตามผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน บริการเหล่านี้เพิ่มระดับความสนใจของนักลงทุนระดับโลกในตลาดทุน และช่วยปกป้องความลับในการลงทุน ซึ่งเป็นปัจจัยแห่งความสำเร็จที่สำคัญสำหรับนักลงทุนจำนวนมาก โดยเฉพาะนักลงทุนระยะสั้น กองทุนเฮดจ์ฟันด์ (Hedge Fund) และกองทุนร่วมลงทุน (Private equity) เนื่องจากประเด็นที่ศึกษาในครั้งนี้เกี่ยวกับเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ดังนั้นจึงพิจารณาเฉพาะบริษัทที่ให้บริการด้านการเก็บรักษาทรัพย์สินและการถือครองหลักทรัพย์แทน ที่เป็นประเภทนักลงทุนสถาบันเท่านั้น ไม่นับบุคคลธรรมดา และนิติบุคคลต่างประเทศที่มีความเป็นนอมนินีไม่ชัดเจน

แทนค่าตัวแปรด้วย NOM คือ สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาติ โดยการวัดค่าตัวแปร เป็นร้อยละของการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาตีกว่าคือ

สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาติ = ร้อยละของการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาติของจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด

ตัวแปรตาม

1. การจัดการกำไร (Earning Management)

จากการทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรที่ผ่านมา ทั้งในประเทศและต่างประเทศ พบว่างานวิจัยส่วนใหญ่ จะวัดการจัดการกำไรของบริษัท โดยใช้การเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่าย โดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยการเปลี่ยนแปลงรายการพึงรับพึงจ่ายโดยดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร สามารถหาได้จากตัวแบบจำลอง Modified Jones (1991) ตัวแปรนี้แทนค่าด้วย DACC ซึ่งใช้ใน งานวิจัยที่ผ่านมาของ Dechow et al. (1996)

วัดค่าตัวแปรการจัดการกำไร ดังนี้

DACC คือ รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) ใช้เป็นตัววัดค่าของการจัดการกำไร (Earning Management) สามารถคำนวณหาได้ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 คำนวณรายการคงค้างทั้งหมด (Total Accruals: TA) ซึ่งงานวิจัยนี้ได้วิเคราะห์เปรียบเทียบรายการคงค้างทั้งหมดภายใต้แนวคิดกระแสเงินสด (Cash Flow Approach) คือ แนวคิดกระแสเงินสด (Cash Flow Approach)

$$TA_{it} = \text{Net-Income}_{it} - \text{OCF}_{it}$$

โดยที่

$$TA_{it} = \text{รายการคงค้างรวมของบริษัท } i \text{ ณ ปีที่ } t$$

$$\text{Net-Income}_{it} = \text{กำไรสุทธิจากการดำเนินงานของบริษัท } i \text{ ณ ปีที่ } t$$

$$\text{OCF}_{it} = \text{กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานของบริษัท } i \text{ ณ ปีที่ } t$$

ขั้นตอนที่ 2 นำรายการคงค้างทั้งหมดเข้าสู่ตัวแบบ Jones (1991) มาคำนวณค่าสัมประสิทธิ์ของความถดถอย (β_1 , β_2 , β_3) โดยการใช้วิธีกำลังสองน้อยสุด Ordinary Least Squares (OLS) regressions และหารด้วยสินทรัพย์รวมของปีที่ผ่านมา เพื่อลดการเกิดปัญหาความไม่คงที่ของความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน (Heteroscedastic) ตัวแบบสมการ มีดังนี้

$$TA_{it} / A_{it-1} = \beta_1 (1 / A_{it-1}) + \beta_2 (\Delta \text{REV}_{it} / A_{t-1}) + \beta_3 (\text{PPE}_{it} / A_{it-1}) + \epsilon_{it}$$

โดยที่

$$TA_{it} \text{ คือ รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท } i \text{ ณ ปีที่ } t$$

$$\text{REV}_{it} \text{ คือ การเปลี่ยนแปลงของรายได้จากการขายและบริการของบริษัท } i \text{ ณ ปีที่ } t$$

$$\text{PPE}_{it} \text{ คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคา ของบริษัท } i \text{ ณ ปีที่ } t$$

$$A_{it-1} \text{ คือ สินทรัพย์รวม ของบริษัท } i \text{ ณ ปีที่ } t-1$$

$$\beta_i \text{ คือ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงเส้นของตัวแบบจำลองของตัวแปรที่ } i$$

$$\epsilon \text{ คือ ค่าความคลาดเคลื่อนจากการประมาณการรายการคงค้างทั้งหมด}$$

$$\Delta \text{ คือ การเปลี่ยนแปลงการปฏิบัติงาน}$$

ขั้นตอนที่ 3 หลังจากได้ค่าสัมประสิทธิ์ (β_1 , β_2 , β_3) ดังกล่าวแล้ว นำเข้าสู่ตัวแบบ Modified Jones (1991) เพื่อคำนวณหารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDA) ซึ่งตัวแบบนี้จะนำลูกหนี้จากการขายเชื่อมาหักจากรายได้จากการขาย ตัวแบบ เป็นดังนี้

$$NDA_{it} = \beta_1 (1 / A_{it-1}) + \beta_2 [(\Delta REV_{it-1} - \Delta REC_{it-1}) / A_{it-1}] + \beta_3 (PPE_{it} / A_{it-1})$$

โดยที่

NDA_{it}	คือ รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ของบริษัท i ณ ปีที่ t
REV_{it}	คือ การเปลี่ยนแปลงของรายได้จากการขายและบริการของบริษัท i ณ ปีที่ t
REC_{it}	คือ การเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้าสุทธิของบริษัท i ณ ปีที่ t
PPE_{it}	คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ของบริษัท i ณ ปีที่ t
A_{it-1}	คือ สินทรัพย์รวม ของบริษัท i ณ ปีที่ t-1
β_i	คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ i
ε_{it}	คือ ความคลาดเคลื่อน
Δ	คือ การเปลี่ยนแปลงการปฏิบัติงาน

เนื่องจากรายได้จากการขายเชื่อนั้นมีโอกาสที่ผู้บริหารจะทำการจัดการกำไรได้มากกว่ารายได้จากการขายสด ดังนั้น ในตัวแบบ Modified Jones (1991) จึงนำลูกหนี้จากการขายเข้ามาหักออกจากรายได้จากการขาย ก่อนการคำนวณหา Discretionary Accruals และในตัวแบบนี้หารด้วยยอดรวมของสินทรัพย์ปีก่อนนั้น เพื่อลดผลกระทบจากการที่ค่าความคลาดเคลื่อนไม่มีความคงที่ในแต่ละตัวแปร (Heteroscedasticity)

ขั้นตอนที่ 4 เมื่อได้รายการคงค้างจากการดำเนินธุรกิจแล้ว นำไปหักออกจากรายการคงค้างทั้งหมด ส่วนที่เหลือเป็นผลต่างคือรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารของแต่ละบริษัท โดยสมการ คือ

$$DACC_{it} = (TA_{it} / A_{it-1}) - NDA_{it}$$

โดยที่

$DACC_{it}$	คือ รายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท i ณ ปีที่ t
TA_{it}	คือ รายการคงค้างรวมของบริษัท i ณ ปีที่ t
A_{it-1}	คือ สินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t-1
NDA_{it}	คือ รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท i ณ ปีที่ t

2. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยคำนวณหาค่า EVA

Sewart (1991) ได้ให้คำนิยามของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ว่าเป็นเครื่องมือที่ใช้วัดผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ คำนวณได้จากการนำกำไรจากการดำเนินงาน (Operation Profits) หักด้วยต้นทุนของเงินทุนที่ใช้ไปทั้งหมดเพื่อการค้าซึ่งกำไร หรือคำนวณจากผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุนกับต้นทุนของเงินทุน มาคูณกับเงินทุนถัวเฉลี่ยตลอดทั้งปี ถือว่าเป็นกำไรส่วนที่เหลือโดยหักต้นทุนของเงินทุนทั้งหมดแล้ว ซึ่งตัวแปรนี้แทนค่าด้วย EVA โดย Biddle et al. (1997) ได้ศึกษามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และนำมาตั้งสมการ ดังนี้

$$EVA = NOPAT - (WACC \times IC)$$

โดยที่ NOPAT คือ กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี (Net Operating Profit After Tax) คำนวณโดยนำกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) หักออกด้วย ผลคูณของอัตรากำไรกับกำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี

WACC คือ ค่าเฉลี่ยต้นทุนของเงินทุน (Weighted Average Cost of Capital)

IC คือ เงินลงทุนที่ลงไปเพื่อใช้ในการดำเนินงาน ซึ่งมีค่าเท่ากับสินทรัพย์รวมหักหนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย โดยงานศึกษาครั้งนี้เลือกวิธีคำนวณด้านสินทรัพย์ ตามงานศึกษาของอัญชญา ศิริรักษ์ (2552) ดังนี้

$$\text{ทุนที่ลงไป} = \text{สินทรัพย์รวมทั้งสิ้น} - \text{หนี้สินระยะสั้นที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย}$$

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ที่คำนวณได้จะอยู่ในรูปของจำนวนเงิน ปรับให้มีหน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ เพื่อนำไปเปรียบเทียบผลการปฏิบัติงานระหว่างบริษัทที่มีขนาดต่างกัน จะต้องทำให้อยู่ในรูปแบบมาตรฐานดังนี้

$$\text{Standardized EVA} = \frac{EVA}{\text{Invested Capital}} \times 100$$

โดยกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี (Net Operating Profit after Taxes : NOPAT) คำนวณได้ตามสมการดังนี้

$$NOPAT = EBIT \times (1 - \text{Tax Rates})$$

โดยที่

$$NOPAT = \text{กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีของบริษัท}$$

$$EBIT = \text{กำไรสุติก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีของบริษัท}$$

Taxes Rate = อัตราภาษีของบริษัทโดยกำหนดให้อัตราภาษีที่ใช้คำนวณเท่ากับ 30%

การคำนวณต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital : WACC) คือ ต้นทุนเงินทุนของกิจการ ซึ่งประกอบด้วยต้นทุนจากแหล่งเงินทุน 2 แหล่ง คือ ต้นทุนจากการก่อหนี้ และต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$WACC = [K_d \times (D/(D+E))] + [K_e \times (E/(D+E))]$$

D คือเงินกู้ยืมหรือหนี้สินที่มีดอกเบี้ย

E คือมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น

K_d คืออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมหรือหนี้สิน

K_e คืออัตราผลตอบแทนที่ผู้เป็นเจ้าของต้องการจากการลงทุน

ทั้งนี้สัดส่วนของเงินทุนจากการก่อหนี้ (D/D+E) และสัดส่วนของเงินทุนจากส่วนผู้ถือหุ้น (E/D+E) จะใช้ข้อมูลตามมูลค่าทางบัญชีในการกำหนดสัดส่วนของเงินลงทุน อ้างอิงจากงานวิจัย จรรยาบรรณ จิตวรพันธ์ (2546) ที่ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มตลาด อัตรากำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตรากำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

ต้นทุนจากการก่อหนี้ (Cost of Debt : K_d) คือ ต้นทุนของเงินทุนหรืออัตราดอกเบี้ยที่เกิดจากการก่อหนี้ เช่น การออกหุ้นกู้ การกู้ยืมเงินระยะยาว ซึ่งคำนวณค่าของทุนจากการก่อหนี้ต้องทำเป็นต้นทุนหลังหักภาษี เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายเป็นค่าใช้จ่ายที่สามารถนำไปหักภาษีได้ จะใช้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับเงินให้สินเชื่อรายใหญ่ขั้นดี (MLR : Minimum Loan Rate) มาใช้คำนวณ ซึ่งคำนวณมาจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ของ 5 ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ ตามเกณฑ์การแบ่งขนาดของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลระหว่างปีทำการการศึกษา (ปี 2559 - ปี 2561) ซึ่งสามารถหาข้อมูลได้จากเว็บไซต์ธนาคารแห่งประเทศไทย (www.bot.or.th) ผู้วิจัยได้อ้างอิงจากงานวิจัยและบทความวรรณกรรมต่างๆ ดังนี้ งานวิจัยของจันวิมล ติรบรรเจิด (2551) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และงานวิจัยของพิชามญช์ อุตราภรณ์ (2553) ได้ทำการศึกษามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับมูลค่ากิจการ

ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity : K_e) คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการคาดหวัง เป็นต้นทุนเสียโอกาสของผู้ถือหุ้นสามัญ เพราะผู้ถือหุ้นสามัญต้องได้รับเงินปันผล แต่ไม่ได้รับ เนื่องจากบริษัทนำเงินกำไรไปลงทุนต่อเพื่อขยายกิจการ สำหรับงานวิจัยนี้ใช้วิธีการคำนวณด้วย CAPM (Capital Asset Pricing Model : The CAPM Approach) โดยมีสมการดังนี้

$$K_e = R_f + \beta_{it} \times (R_m - R_f)$$

โดยที่

R_f = อัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) ของปีที่ t

R_m = อัตราผลตอบแทนของตลาด (Risk Free Rate) ของปีที่ t

β_{it} = ค่า Beta เป็นตัววัดความผันผวนของราคาหุ้น ของปีที่ t

อัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate : R_f) คือ การประมาณค่าอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงที่นิยมใช้ในประเทศสหรัฐอเมริกาเมื่ออยู่หลายทาง เช่น อัตราดอกเบี้ยตั๋วเงินคลัง อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 30 ปี (ณัฐกานต์ กุ้วงศ์บัณฑิต, 2549) สำหรับงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยเลือกใช้พันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ข้อมูลดังกล่าวได้มาจากเว็บไซต์ธนาคารแห่งประเทศไทย (www.bot.or.th) เป็นข้อมูลรายปีในช่วงระหว่างปีที่ทำการศึกษา (ปี 2560 - ปี 2562)

อัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Rate : R_{mt}) โดยงานวิจัยนี้ใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยคำนวณได้จากสมการ

$$\text{อัตราผลตอบแทนของตลาดรายปี } (R_{mt}) = \frac{(SET_t - SET_{t-1})}{SET_{t-1}} \times 100$$

โดยที่ SET_t = ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปีที่ t

SET_{t-1} = ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปีที่ $t-1$

ค่าเบต้า (β_{it}) หรือตัววัดความผันผวนของผลตอบแทนของบริษัทเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์โดยรวม และเป็นตัวสะท้อนความเสี่ยงของตลาด หาก β มีค่าสูง หมายถึงราคาหุ้นของบริษัทนั้นมีแนวโน้มที่จะมีความผันผวนมากกว่าตลาดหุ้นโดยรวม (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2548)

3. อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

เป็นอัตราส่วนที่ทำให้ทราบว่าเงินลงทุนในกิจการนั้นสามารถสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นเป็นเท่าไร เพื่อวิเคราะห์ศักยภาพในการทำกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นของกิจการ อัตราส่วนนี้จึงแสดงการวัดความสามารถในการทำกำไรโดยรวมของกิจการ (สุมาลี จีวะมิตร, 2546) โดยบอกให้ทราบถึงการทำกำไรได้ในอัตราร้อยละเท่าใดสำหรับเงินที่ลงทุนไปในส่วนของทุนของบริษัท ซึ่งส่วนของทุน คือ กำไรสุทธิของบริษัทที่คำนวณโดยกฎเกณฑ์ทางด้านบัญชี แทนค่าตัวแปรด้วย ROE สามารถคำนวณจาก

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Book Value of Equity}}$$

ตัวแปรควบคุม

ผู้วิจัยมีตัวแปรควบคุม เพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่อาจส่งผลกระทบต่อ ผลการดำเนินงาน ประกอบไปด้วย การจัดการกำไร มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และอัตราผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้น ผู้วิจัยจึงควบคุมด้วยตัวแปร ดังนี้ ขนาดของกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อ สิ้นทรัพย์ และอัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นร้อยละเมื่อเทียบจากปีที่แล้วของบริษัท โดยมี รายละเอียด ดังนี้

1. ขนาดของบริษัท (SIZE) โดยบริษัทมีลักษณะที่แตกต่างกันและขนาดของบริษัทที่ แตกต่างกันก็มีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร Xie and Chung et al (2005) และ DeFond and Jiambalvo (1998) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่าง ขนาดของกิจการกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร พบว่า นักลงทุนจะให้ความสำคัญในกำไรของกิจการที่มีขนาดใหญ่กว่ากิจการขนาดเล็ก รวมถึงพิจารณาถึงวิธีการทาง บัญชีของบริษัท ด้วยเหตุนี้ทำให้กิจการขนาดใหญ่มีการจัดการกำไรมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เพื่อทำ ให้ราคาหุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทสูงยิ่งขึ้นไปด้วย ดังนั้นขนาดของบริษัทพิจารณาจาก สิ้นทรัพย์รวมของบริษัท แทนค่าตัวแปรด้วย SIZE และวัดค่าโดยคำนวณจากมูลค่าของสิ้นทรัพย์รวม ณ วันสิ้นรอบบัญชีของแต่ละบริษัท

2. อัตราส่วนหนี้สินต่อสิ้นทรัพย์ (LEV) จากงานวิจัยของ Watts and Zimmerman (1978) กล่าวถึงบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสิ้นทรัพย์สูงมีแนวโน้มที่จะใช้นโยบายการบัญชีที่มีความ เสี่ยง (Aggressive Accounting Policies) จึงมีความเป็นไปได้ว่านักลงทุนสถาบันจะเลือกลงทุนใน กิจการที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสิ้นทรัพย์ต่ำ เพื่อ ลดความเสี่ยงในการลงทุนและ De-la-Hoz และ Pombo (2015) ก็พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสิ้นทรัพย์ที่ต่ำจะส่งเสริมให้กิจการมีมูลค่ากิจการสูงขึ้นได้ อย่างมีนัยสำคัญเพราะกิจการสามารถมีกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) ใช้ในการดำเนินงาน ได้มากกว่าโดยที่ไม่ได้รับผลกระทบจากการควบคุมและตรวจสอบข้อมูลของเจ้าหน้าที่มากนัก แทนค่าตัว แปรด้วย LEV และวัดค่าโดยการคำนวณค่าอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสิ้นทรัพย์รวม (Debt Ratio)

3. อัตราการเติบโตของยอดขาย (SGROWTH) จากงานวิจัยของ De-la-Hoz และ Pombo (2015) กล่าวว่ากิจการที่มีอัตราการเติบโตของ ยอดขายสูงย่อมส่งผลกระทบต่อความคาดหวังของ ตลาดที่สูงขึ้น โดยนักลงทุนมักมองว่าอัตราการเติบโตของ ยอดขายที่สูง จะสะท้อนถึงการที่กิจการมี โอกาสเติบโตมากกว่าและรวดเร็วกว่า (Better Growth Opportunities) นักลงทุนทั่วไปรวมถึงนัก ลงทุนสถาบัน จึงมักเลือกลงทุนในกิจการที่มีอัตราการเติบโตของยอดขายสูงกว่า และมีแนวโน้มที่จะ นำไปสู่มูลค่ากิจการที่สูงขึ้น แทนค่าตัวแปรด้วย SGROWTH และวัดค่าโดยการคำนวณค่าอัตราการ เติบโตของยอดขายจากอัตราการเติบโตของรายได้จากการดำเนินงานทั้งหมดของปีนี้ เมื่อเปรียบเทียบกับปีที่แล้ว

ตารางที่ 8 สรุปรายละเอียดของตัวแปรแต่ละชนิด

บทบาทของตัวแปร	สัญลักษณ์	สัญลักษณ์ที่คาดหวัง
ตัวแปรอิสระ หรือ ตัวแปรที่สนใจ		
1. ระดับการกำกับดูแลกิจการ	CGS	+
2. ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน	ANTI	+
3. สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน	INS	+
4. สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ	NOM	+
ตัวแปรตาม		
1. การจัดการกำไร	DACC	
2. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	EVA	
3. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ROE	
ตัวแปรควบคุม		
1. ขนาดของกิจการ	SIZE	+
2. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	LEV	+
3. อัตราการเติบโตของยอดขาย	SGROWTH	+

3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษาวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูล จำนวน 3 ปี ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2562 จากแหล่งข้อมูลต่างๆดังนี้

3.3.1 ตัวแปรอิสระ ซึ่งประกอบไปด้วย การกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้แก่ ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGS) จากเว็บไซต์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (www.thai-iod.com) นอกจากนี้ ตัวแปรต้นเกี่ยวกับการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน ได้แก่ ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) จากเว็บไซต์ของสถาบันไทยพัฒนา

(www.thaicrs.com) และเว็บไซต์ www.cgthailand.org และการเก็บข้อมูลเกี่ยวกับนักลงทุนสถาบัน โดยทำการเก็บรวบรวมจากระบบสารสนเทศของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Market Analysis and Report Tool : SETSMART)

3.3.2 ตัวแปรตาม ซึ่งประกอบไปด้วย การคำนวณการจัดการกำไร ข้อมูลเกี่ยวกับการจัดการกำไรตามแบบจำลอง Modified Jones (1991), การคำนวณมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ และ การคำนวณอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น โดยทำการเก็บรวบรวมจากระบบสารสนเทศของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Market Analysis and Report Tool : SETSMART)

3.4 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้วางแผนการวิเคราะห์ข้อมูลโดยจะนำข้อมูลที่ได้รวบรวมเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน ประกอบด้วย ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGS) ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) และ สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (NOM) และวิเคราะห์โดยการวัดค่าผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มาทำการลงรหัสและประมวลผลข้อมูล เพื่อการวิเคราะห์ค่าทางสถิติตามวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 คือมีนัยสำคัญทางสถิติ และระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 คือมีนัยสำคัญทางสถิติอย่างสูง โดยใช้วิธีการทดสอบทางสถิติ ดังนี้

3.4.1 การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา (descriptive statistics)

ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับการแจกแจงหรืออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาทั่วไป สถิติที่ใช้ ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ประกอบด้วย ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGS) ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) และสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (NOM) และใช้พิจารณากับผลการดำเนินงานซึ่งประกอบด้วย การจัดการกำไร (DACC) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

3.4.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis)

ใช้วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรอิสระ ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบด้วย ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (NOM) และตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ได้แก่ ผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งตัวแปรอิสระกับตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันสูงเกิน 0.80 จะเกิดปัญหาจากการที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันในระดับสูงมาก (Multicollinearity) (Field, 2000) ส่วนตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามควรมีความสัมพันธ์กันสูงๆ

3.4.3 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regressions)

ใช้ทดสอบอิทธิพลหรือหาผลกระทบตามสมมติฐานที่ตั้งขึ้น ได้แก่ ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงาน โดยการวัดค่าจากการจัดการกำไร (DACC) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแสดงเป็นรูปแบบสมการถดถอยเชิงพหุ ตามสมมติฐานได้ดังนี้

ตัวแบบที่ 1 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร

$$DACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGS_{it} + \beta_2 ANTI_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 NOM_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SGROWTH_{it} + \epsilon$$

ตัวแบบที่ 2 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGS_{it} + \beta_2 ANTI_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 NOM_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SGROWTH_{it} + \epsilon$$

ตัวแบบที่ 3 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGS_{it} + \beta_2 ANTI_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 NOM_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SGROWTH_{it} + \epsilon$$

โดยที่

CGS_{it} แทน ระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัท i ในปี t

$ANTI_{it}$ แทน ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน ของบริษัท i ในปี t

$INST_{it}$	แทน	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันของบริษัท i ในปี t
NOM_{it}	แทน	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติของบริษัท i ในปี t
$SIZE_{it}$	แทน	ขนาดของบริษัท i ในปี t
LEV_{it}	แทน	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของบริษัท i ในปี t
$SGROWTH_{it}$	แทน	อัตราการเติบโตของยอดขาย เป็นร้อยละเมื่อเทียบจากปีที่แล้วของบริษัท i ในปี t
$DACC_{it}$	แทน	การจัดการกำไรของบริษัท i ในปี t
EVA_{it}	แทน	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัท i ในปี t
ROE_{it}	แทน	อัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นบริษัท i ในปี t

ค่าทางสถิติ

β_0	แทน	ค่าคงที่
β_{1-8}	แทน	ค่าสัมประสิทธิ์(อิทธิพลที่ตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีต่อตัวแปรตาม)ของตัวแปรที่ 1 ถึง 8
ϵ	แทน	ค่าความคลาดเคลื่อน สำหรับบริษัท i

บทที่ 4

ผลการวิจัย

การวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยมีวัตถุประสงค์ในการศึกษา 3 ข้อประกอบไปด้วย (1) การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2) การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (3) การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษานำเสนอในรูปแบบตารางประกอบความเรียงตามลำดับดังนี้

- 4.1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง
- 4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานเชิงพรรณนา (Description Statistics)
- 4.3 ผลการวิเคราะห์ค่าความสัมพันธ์ (Pearson's Correlation Coefficient)
- 4.4 ผลการตรวจสอบความเหมาะสมของตัวแบบการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ
- 4.5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regressions Analysis)

สัญลักษณ์และความหมายของตัวแปร

สำหรับการนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยได้กำหนดสัญลักษณ์ที่ใช้แทนตัวแปรและค่าสถิติ รวมถึงกำหนดความหมายของสัญลักษณ์ที่ใช้แทนตัวแปรและค่าสถิติ เพื่อให้การนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลมีความเข้าใจตรงกันเกี่ยวกับสัญลักษณ์ต่างๆ ที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ซึ่งสามารถแสดงได้ดังนี้

\bar{X}	ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Arithmetic Mean)
S.D.	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
t-value	ค่าสถิติทดสอบซึ่งมีการแจกแจงแบบ t

P-Value, sig.	ค่าสัดส่วนของความผิดพลาดที่เกิดขึ้นจากการปฏิเสธสมมติฐานและเป็นค่าที่คำนวณได้จากข้อมูลเชิงประจักษ์ (Observed Significance Level)
df	ค่าองศาความเป็นอิสระ (Degree of Freedom)
b	ค่าน้ำหนักอิทธิพล
β	ค่าน้ำหนักอิทธิพลมาตรฐาน
F-value	สถิติทดสอบเอฟซึ่งมีการแจกแจงแบบ F
R	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์
R ²	ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ
Std. Error	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของการประมาณค่า
Durbin-Watson	ค่าวัด autocorrelation (เข้าใกล้ 2.00 มีความเหมาะสม)
Tolerance	ค่าวัด Multicollinearity (ค่า >1 ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation)
VIF	ค่าวัด Multicollinearity (VIF<10 ไม่เกิดปัญหา Autocorrelation)
CGS	ระดับการกำกับดูแลกิจการ
ANTI	ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน
INS	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน
NOM	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ
SIZE	ขนาดของกิจการ
LEV	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์
SGROWTH	อัตราการเติบโตของยอดขาย
DACC	การจัดการกำไร
EVA	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
ROE	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

4.1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

ในส่วนนี้จะเป็นการนำเสนอผลการวิเคราะห์ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2560 - 2562 จำนวน 232 บริษัท รวม 696 ตัวอย่าง โดยแบ่งออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม

สำหรับค่าสถิติพื้นฐานที่ใช้ ในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย ความถี่และร้อยละ (Frequency and Proportion) โดยจะนำเสนอค่าที่ได้จากการคำนวณในตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 9 ตารางแสดงจำนวนข้อมูล และร้อยละของกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มอุตสาหกรรม	กลุ่มตัวอย่างที่เก็บข้อมูลแต่ละปี (บริษัท)			รวมจำนวน ตัวอย่าง	ร้อยละ
	พ.ศ. 2560	พ.ศ. 2561	พ.ศ. 2562		
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	32	32	32	96	13.79
2. สินค้าอุตสาหกรรม	50	50	50	150	21.55
3. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	41	41	41	123	17.67
4. ทรัพยากร	25	25	25	75	10.78
5. บริการ	38	38	38	114	16.38
6. เทคโนโลยี	22	22	22	66	9.48
7. สินค้าอุปโภคบริโภค	24	24	24	72	10.35
รวม	232	232	232	696	100.00

ที่มา: จากการวิเคราะห์

จากตารางที่ 9 สรุปได้ว่า จำนวนข้อมูลของตัวอย่างที่คัดเลือกจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้ง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม มีจำนวนข้อมูลมากที่สุด คิดเป็นร้อยละ 21.55 รองลงมาได้แก่ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง คิดเป็นร้อยละ 17.67 และกลุ่มบริการ คิดเป็นร้อยละ 16.38 ตามลำดับ ส่วนกลุ่มเทคโนโลยีมีจำนวนข้อมูลน้อยที่สุด คิดเป็นร้อยละ 9.48ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานเชิงพรรณนา (Description Statistics)

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาตามลักษณะจำนวนข้อมูลที่เก็บรวบรวมจากกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ค่าสถิติพื้นฐานที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย การแจกแจงความถี่และร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ของตัวแปรต้น ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม ($n = 696$) เพื่อให้เห็นถึงภาพรวมทั่วไปของข้อมูลตามรายละเอียดที่สรุปได้ดังนี้

ตารางที่ 10 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรเชิงปริมาณ

	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
CGS	0.0000	5.0000	3.5382	1.5417
ANTI	1.0000	3.0000	1.8739	0.9445
INS	0.0000	99.8300	27.7700	26.4036
NOM	0.0000	92.7200	11.0386	17.6555
SIZE	0.3804	2357.4122	40.3582	149.3716
LEV	0.0278	1.1166	0.4274	0.2082
SGROWTH	0.6200	9.6371	1.0987	0.5203
DACC	-0.0311	0.0275	0.0004	0.0041
EVA	-49.2365	32.4496	-2.1780	5.8103
ROE	-131.3100	56.3367	5.9329	16.7501

จากตารางที่ 10 ซึ่งแสดงถึงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรเชิงปริมาณ สามารถอธิบายสรุปได้ดังนี้

1. ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย สรุปได้ว่าระดับการกำกับดูแลกิจการมีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0 คะแนน ค่าสูงสุด เท่ากับ 5 คะแนน โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.5382 คะแนน และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.5417

2. คะแนนการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน สรุปได้ว่า คะแนนการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันมีค่าต่ำสุด เท่ากับ 1 คะแนน ค่าสูงสุด เท่ากับ 3 คะแนน โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.8739 คะแนน และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.9445 คะแนน

3. สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน สรุปได้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันมีค่าต่ำสุด เท่ากับร้อยละ 0 ค่าสูงสุด เท่ากับร้อยละ 99.8 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 27.77 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 26.4036

4. สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาติ สรุปได้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาติมีค่าต่ำสุด เท่ากับร้อยละ 0 ค่าสูงสุด เท่ากับร้อยละ 92.72 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 11.0386 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 17.6555

5. ขนาดของกิจการ สรุปได้ว่า ขนาดของกิจการมีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.3804 ล้านบาท ค่าสูงสุด เท่ากับ 2,357.4122 ล้านบาท โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 40.3582 ล้านบาทและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 149.3716 ล้านบาท

6. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) สรุปได้ว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 0.0278 ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 1.1166 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.4274 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.2082

7. อัตราการเติบโตของยอดขาย (SGROWTH) สรุปได้ว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 0.62 เท่าของรายได้ปีก่อน ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 9.6371 เท่าของรายได้ปีก่อน โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.0987 เท่าของรายได้ปีก่อนและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.5203 เท่าของรายได้ปีก่อน

8. การจัดการกำไร (DACC) สรุปได้ว่า การจัดการกำไรหรือรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ -0.0311 เท่าของยอดสินทรัพย์รวมของปีก่อน ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 0.0275 เท่าของยอดสินทรัพย์รวมของปีก่อน โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0004 เท่าของยอดสินทรัพย์รวมของปีก่อน และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.0041 เท่าของยอดสินทรัพย์รวมของปีก่อน

9. มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) สรุปได้ว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับร้อยละ -49.2365 ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับร้อยละ 32.4496 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ -2.1780 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 5.8103

10. อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับร้อยละ -131.31 ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับร้อยละ 56.3367 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 5.9329 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 16.7501

4.3 ผลการวิเคราะห์ค่าความสัมพันธ์ (Pearson's Correlation Coefficient)

การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ เป็นการศึกษาค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไป ในรูปของเมตริกซ์ เป็นการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรว่ามีมากน้อยเพียงใด ซึ่งพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation coefficient) เป็นค่าวัดความสัมพันธ์

ดังนั้นจึงต้องตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระเพื่อให้แน่ใจว่าตัวแปรอิสระสามารถคงอยู่ในสมการตัวแบบได้ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์จะพิจารณาจากค่า Sig. (2-tailed) หากค่า Sig. (2-tailed) มีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่า ตัวแปรสองตัวมีความสัมพันธ์กัน หากค่า Sig. (2-tailed) มีค่ามากกว่า 0.05 แสดงว่า ตัวแปรสองตัวไม่มีความสัมพันธ์กันและค่าเครื่องหมาย (+,-) หน้าตัวเลขสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ บอกทิศทางของความสัมพันธ์ ดังนี้

r เป็นเครื่องหมาย + หมายถึง มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน

r เป็นเครื่องหมาย - หมายถึง มีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม

หลังจากนั้นจึงจะทำการวิเคราะห์ระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรโดยจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ตามเกณฑ์ต่อไปนี้ (อินทัย ตรีวานิช, 2552) (แสดงดังตารางที่ 4.2)

เมื่อ r แทนค่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

$r < 0.20$	ระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรน้อย
$0.21 < r \leq 0.40$	ระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรค่อนข้างน้อย
$0.41 < r \leq 0.60$	ระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรปานกลาง
$0.61 < r \leq 0.80$	ระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรค่อนข้างมาก
$r > 0.80$	ระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมาก

การนำค่าสัมประสิทธิ์มาใช้ได้อย่างเหมาะสมจะต้องเป็นข้อมูลที่มีความสัมพันธ์เชิงเส้นเท่านั้น ดังนั้นก่อนที่จะทำการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regressions) จึงมีการตรวจสอบว่าตัวแปรต่าง ๆ เป็นไปตามเงื่อนไขของวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณหรือไม่ และเงื่อนไขที่จะยอมรับได้ว่ามีความสำคัญมากคือ ตัวแปรอิสระทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาต้องเป็นอิสระต่อกันหรือไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันเกิน 0.8 (Field, 2000) สาเหตุเนื่องจากการมีตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกันมากเกินไปอาจก่อให้เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรง (Multicollinearity) ซึ่งมีผลทำให้การวิเคราะห์ความถดถอยผิดพลาดจากข้อเท็จจริงได้ งานวิจัยนี้เลือกใช้วิธีการตรวจสอบดังนี้ Pearson Correlation, Tolerance และ Variance Inflation Factors (VIF)

ตารางที่ 11 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation)
ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

Independent variable	Correlation coefficient (r)					
	CGS	ANTI	INS	NOM	SIZE	LEV
ANTI	0.525**					
INS	0.245**	0.071				
NOM	-0.002	0.090	-0.127*			
SIZE	0.179**	0.173**	0.198**	0.054		
LEV	0.186**	0.032	-0.057	-0.039	0.135*	
SGROWTH	0.003	-0.069	-0.021	0.033	0.001	-0.034

** Significant at the 0.01 * Significant at the 0.05

จากตารางที่ 11 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทั้งหมดมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กันน้อยกว่า 0.80 จึงไม่ก่อให้เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรง (Multicollinearity) ในการวิเคราะห์การถดถอยพหุ มีรายละเอียดดังนี้

1. การกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGS) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับ ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน (ANTI) เท่ากับ 0.525 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) เท่ากับ 0.245 ขนาดของกิจการ (SIZE) เท่ากับ 0.179 และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) เท่ากับ 0.186 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

2. ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน (ANTI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับ ขนาดของกิจการ (SIZE) เท่ากับ 0.173 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

3. สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับขนาดของกิจการ (SIZE) เท่ากับ 0.198 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) เท่ากับ 0.127 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

4. ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) เท่ากับ 0.135 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระข้างต้น พบว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัวส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำ อยู่ในช่วง -0.127 - 0.525 ไม่เกิน 0.8 (Field, 2000) แสดงให้เห็นว่าข้อมูลไม่มีปัญหาที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) ที่จะส่งผลกระทบต่อผลการทดสอบสมการการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ

4.4 ผลการตรวจสอบความเหมาะสมของตัวแบบการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ

การตรวจสอบความเหมาะสมของการใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุในการวิเคราะห์หาปัจจัยที่ส่งผลต่อตัวแปรตาม ต้องมีการตรวจสอบข้อกำหนดเบื้องต้น (Basic Assumption) ของการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ ได้แก่ 1) ตัวแปรอิสระและตัวแปรตามต้องเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ 2) ตัวแปรอิสระต้องมีความสัมพันธ์เชิงเส้นกับตัวแปรตาม 3) ตัวแปรอิสระกับตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์กันเอง 4) ค่าความคลาดเคลื่อนของการประมาณค่าต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน (Autocorrelation) (ค่า Durbin-Watson มีค่าน้อยกว่า 1.5 และมากกว่า 2.5 แสดงว่าเกิด Autocorrelation (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2553) และต้องมีการทดสอบความเหมาะสมของการใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุด้วยการวิเคราะห์ความแปรปรวน (ANOVA) การพิจารณาค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของการประมาณค่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบพหุคูณ และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ผลการตรวจสอบพบว่า 1) ตัวแปรที่ใช้ทุกตัวเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ 2) ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์เชิงเส้นกับตัวแปรตาม ดังที่ตรวจสอบแล้วในส่วนที่ 4) 3) ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเองดังผลการตรวจสอบในส่วนที่ 4 ส่วนข้อ 4) นั้นจะใช้ค่าความคลาดเคลื่อนของการประมาณค่าต้องไม่มีความสัมพันธ์กันด้วย ค่าสถิติ Durbin-Watson (D.W.) ในตารางถัดไป การตรวจสอบค่าต่างๆ ที่เหลือดังตารางที่ 12

เงื่อนไขอีกข้อหนึ่งในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ กำหนดให้ตัวแปรอิสระแต่ละตัวต้อง เป็นอิสระต่อกัน โดยการตรวจสอบเงื่อนไขนี้จะตรวจสอบโดยใช้ค่าสถิติ คือ Tolerance และ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ถ้าหากค่า Tolerance ของตัวแปร เข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรเป็นอิสระจากกัน แต่ถ้าค่าใกล้ ศูนย์แสดงว่าเกิดปัญหา Multicollinearity และ ค่า Variance Inflation Factor หากมีค่าใกล้ 10 มากแสดงว่าระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระในสมการการวิเคราะห์ความถดถอยพหุเชิงเส้นมีมาก นั่นคือ เกิดปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 12 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระเพื่อทดสอบค่า Tolerance กับ Variance Inflation Factor

ตัวแปร	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
CGS	0.643	1.554
ANTI	0.695	1.439
INS	0.872	1.147
NOM	0.965	1.036

ตารางที่ 12 (ต่อ)

ตัวแปร	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
SIZE	0.910	1.099
LEV	0.924	1.082
SGROWTH	0.989	1.012

จากตารางที่ 12 พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระพบว่าค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าไม่ใกล้ศูนย์ (> 0.5) และ ค่า Variance Inflation Factor ของตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่า น้อยกว่า 10 ดังนั้นจึงสรุปได้ ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีระดับความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน การประมาณสมการถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุดเพื่อการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อนของแต่ละแบบจำลองมีค่าการประมาณดังตารางที่ 4.5 ซึ่งแบบจำลองมีดังนี้

ตัวแบบที่ 1 : ผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC)

$$DACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGS_{it} + \beta_2 ANTI_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 NOM_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SGROWTH_{it} + \epsilon$$

แบบจำลองที่ 2 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGS_{it} + \beta_2 ANTI_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 NOM_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SGROWTH_{it} + \epsilon$$

แบบจำลองที่ 3 : อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGS_{it} + \beta_2 ANTI_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 NOM_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SGROWTH_{it} + \epsilon$$

ตารางที่ 13 ผลสรุปแบบจำลองจากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ

ตัวแบบ	R	R ²	Adj. R ²	S.E.	D.W.	F- test
1	0.166	0.027	0.007	0.0041	2.017	1.372**
2	0.312	0.097	0.079	5.5765	1.960	5.243**
3	0.333	0.111	0.093	15.9548	2.079	6.080**

ตัวแบบที่ 1 ตัวแปรอิสระทั้ง 6 สามารถอธิบายความผันแปรของผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับนัยสำคัญ 0.05 (ค่า F เท่ากับ 1.372 ค่า P-value (Sig.) < 0.05) ตัวแปรอิสระทั้ง 6 มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) ร้อยละ 16.6 ($r = 0.166$) และสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ ผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) ได้ร้อยละ 2.7 ($R^2 = 0.027$) มีค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของการประมาณค่าเท่ากับ 0.0041(S.E.) และมีค่า Durbin-Watson เข้าใกล้ 2 (D.W.=2.017) หมายถึงไม่เกิด Autocorrelation สรุปได้ว่าตัวแบบผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) มีความเหมาะสมในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ

ตัวแบบที่ 2 ตัวแปรอิสระทั้ง 6 สามารถอธิบายความผันแปรของผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับนัยสำคัญ 0.05 (ค่า F เท่ากับ 5.243 ค่า P-value (Sig.) < 0.05) ตัวแปรอิสระทั้ง 6 มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ร้อยละ 31.2 ($r = 0.312$) และสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ ผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ได้ร้อยละ 9.7 ($R^2 = 0.097$) มีค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของการประมาณค่าเท่ากับ 5.5765(S.E.) และมีค่า Durbin-Watson เข้าใกล้ 2 (D.W.=1.960) หมายถึงไม่เกิด Autocorrelation สรุปได้ว่าตัวแบบผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) มีความเหมาะสมในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ

ตัวแบบที่ 3 ตัวแปรอิสระทั้ง 6 สามารถอธิบายความผันแปรของผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับนัยสำคัญ 0.05 (ค่า F เท่ากับ 6.080 ค่า P-value (Sig.) < 0.05) ตัวแปรอิสระทั้ง 6 มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ร้อยละ 33.3 ($r = 0.333$) และสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ ผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ได้ร้อยละ 11.1 ($R^2 = 0.111$) มีค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของการประมาณค่าเท่ากับ 15.9548(S.E.) และมีค่า Durbin-Watson เข้าใกล้ 2 (D.W.=2.079) หมายถึงไม่เกิด Autocorrelation สรุปได้ว่าตัวแบบผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความเหมาะสมในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ

4.5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regressions Analysis)

การศึกษาในส่วนนี้เป็นการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อ ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 3 ตัวแบบ 1) ตัวแบบการจัดการกำไร (DACC) 2) ตัวแบบ

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และ 3) ตัวแบบตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยใช้วิธีการการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณด้วยวิธีการนำตัวแปรอิสระเข้าพร้อมกัน (Enter multiple regression analysis) จำแนกผลการวิเคราะห์ตามแบบจำลองดังนี้

1) ตัวแบบการจัดการกำไร (DACC)

เป็นการศึกษาเพื่อตอบวัตถุประสงค์ ข้อที่ 1) เพื่อศึกษาผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมมติฐานข้อที่ 1 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมี สมมติฐานย่อย 4 ข้อ ได้แก่

สมมติฐานที่ 1.1 ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) มีผลต่อการจัดการกำไร

สมมติฐานที่ 1.2 ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์ปชั่นของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) มีผลต่อการจัดการกำไร

สมมติฐานที่ 1.3 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) มีผลต่อการจัดการกำไร

สมมติฐานที่ 1.4 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) มีผลต่อการจัดการกำไร

ตัวแบบที่ 1 : ผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC)

$$DACC = \beta_0 + \beta_1(CGS) + \beta_2(ANTI) + \beta_3(INST) + \beta_4(NOM) + \beta_5(SIZE) + \beta_6(LEV) + \beta_7(SGROWTH) + \epsilon$$

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณตัวแบบที่ 1 แสดงดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 14 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของตัวแบบที่ 1 ผลการดำเนินงานด้านการจัดการ
กำไร (DACC)

ตัวแปร	Unstandardized		Standardized	t - Test	P-Value (Sig.)	Collinearity	
	Coefficients		Coefficients			Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
ค่าคงที่	-0.001	0.001		-1.214	0.225		
CGS	0.000	0.000	-0.104	-1.563	0.119	0.644	1.552
ANTI	0.001	0.000	0.132	2.065	0.040	0.694	1.442
INS	0.000	0.000	-0.004	-0.064	0.949	0.873	1.145
DOM	0.000	0.000	-0.019	-0.342	0.732	0.964	1.037
SIZE	0.000	0.000	-0.008	-0.150	0.880	0.909	1.100
LEV	0.001	0.001	0.041	0.744	0.457	0.925	1.082
SGROWTH	0.001	0.000	0.126	2.349	0.019	0.989	1.012
F = 1.372**							
R = 0.166							
R ² = 0.007							
Std. Error = .0041083							
Durbin-Watson = 2.017							
มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05							

จากตารางที่ 14 พบว่า ค่า VIF มีค่าเท่ากับ 1.012 – 1.552 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 5 ดังนั้น แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) นั่นคือ ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันสูง ซึ่งสอดคล้องกับการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน

ตัวแปรที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 มีสองตัวแปร ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการที่ดีผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (SGROWTH) มีน้ำหนักอิทธิพลมาตรฐานเท่ากับ 0.132 และ 0.129 ตามลำดับ ส่วนตัวแปรที่เหลือได้แก่ การกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGS) สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาติ (NOM) ขนาดของกิจการ (SIZE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) ไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) ซึ่งสามารถอธิบายสมมุติฐานได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1.1 ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) มีผลต่อการจัดการกำไร ผลที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) เท่ากับ 0.000 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ standardized coefficients) เท่ากับ -0.104 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -1.563 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.119 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.119 > 0.05) สรุปว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) ไม่ส่งผลต่อ ผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) จากผลลัพธ์นี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 1.1

สมมติฐานที่ 1.2 ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) มีผลต่อการจัดการกำไร ผลที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ 0.001 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ 0.132 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 2.065 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.040 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.040 < 0.05) สรุปว่าผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) ส่งผลต่อ ผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จากผลลัพธ์นี้จึงสนับสนุนสมมติฐานที่ 1.2

สมมติฐานที่ 1.3 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) มีผลต่อการจัดการกำไร ผลที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ 0.0000 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ -0.004 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -0.064 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.949 มากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.949 > 0.05) สรุปว่า สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) ไม่ส่งผลต่อ ผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) จากผลลัพธ์นี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 1.3

สมมติฐานที่ 1.4 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) มีผลต่อการจัดการกำไรผลที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ 0.000 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ -0.019 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -0.342 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.732 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.732 > 0.05) สรุปว่า สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) ไม่ส่งผลต่อ ผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) จากผลลัพธ์นี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 1.4

2) ตัวแบบมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

เป็นการศึกษาเพื่อตอบวัตถุประสงค์ ข้อที่ 2) เพื่อศึกษาผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ สมมติฐานข้อที่ 2 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย สมมติฐานย่อย 4 ข้อ ได้แก่

สมมติฐานที่ 2.1 ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

สมมติฐานที่ 2.2 ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์ปชั่นของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

สมมติฐานที่ 2.3 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

สมมติฐานที่ 2.4 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

ตัวแบบที่ 2

$$EVA = \beta_0 + \beta_1(CGS) + \beta_2(ANTI) + \beta_3(INST) + \beta_4(NOM) + \beta_5(SIZE) + \beta_6(LEV) + \beta_7(SGROWTH) + \epsilon$$

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณแบบจำลองที่ 2 แสดงดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 15 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของตัวแบบที่ 2 ผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

ตัวแปร	Unstandardized		Standardized	t – Test	P-Value (Sig.)	Collinearity	
	Coefficients		Coefficients			Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
ค่าคงที่	-3.467	1.225		-2.831	0.005		
CGS	0.767	0.242	0.204	3.170	0.002	0.643	1.554
ANTI	0.533	0.380	0.087	1.402	0.162	0.695	1.439
INS	0.005	0.012	0.021	0.378	0.705	0.872	1.147
NOM	0.017	0.017	0.050	0.958	0.339	0.965	1.036
SIZE	0.002	0.002	0.047	0.868	0.386	0.910	1.099
LEV	-3.425	1.493	-0.123	-2.293	0.022	0.924	1.082
SGROWTH	-1.225	0.578	-0.110	-2.119	0.035	0.989	1.012
F = 5.243**							
R = 0.312							
R ² = 0.079							
Std. Error = 5.5765353							
Durbin-Watson = 1.960							
มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05							

พบว่า ค่า VIF มีค่าเท่ากับ 1.012 – 1.554 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 5 ดังนั้น แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) นั่นคือ ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันสูง ซึ่งสอดคล้องกับการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน

ตัวแปรที่ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 มี 3 ตัวแปร ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGS) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) และ อัตราการเติบโตของยอดขาย (SGROWTH) มีน้ำหนักอิทธิพลมาตรฐานเท่ากับ 0.204 - 0.123 และ -0.110 ตามลำดับ ส่วนตัวแปรที่เหลือได้แก่ คะแนนการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน (ANTI) สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาติ (NOM) ขนาดของกิจการ (SIZE) ไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งสามารถอธิบายสมมุติฐานได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 2.1 ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ผลที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ 0.767 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนน

มาตรฐาน เท่ากับ 0.204 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 3.170 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.002 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.002 < 0.05) สรุปว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จากผลลัพธ์นี้จึงสนับสนุนสมมติฐานที่ 2.1

สมมติฐานที่ 2.2 ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ผลที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติเท่ากับ 0.533 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ 0.087 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 1.402 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.162 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.162 > 0.05) สรุปว่าผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) จากผลลัพธ์นี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 2.2

สมมติฐานที่ 2.3 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ผลที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ 0.005 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ 0.021 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.378 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.705 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.705 > 0.05) สรุปว่าสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) จากผลลัพธ์นี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 2.3

สมมติฐานที่ 2.4 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (NOM) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ผลที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ 0.017 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ 0.050 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.958 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.339 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.339 > 0.05) สรุปว่าสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (NOM) ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) จากผลลัพธ์นี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 2.4

3) ตัวแบบตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

เป็นการศึกษาเพื่อตอบวัตถุประสงค์ ข้อที่ 3) เพื่อศึกษาผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ สมมติฐานข้อที่ 3 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วยสมมติฐานย่อย 4 ข้อ ได้แก่

สมมติฐานที่ 3.1 ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

สมมติฐานที่ 3.2 ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์ปชั่นของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

สมมติฐานที่ 3.3 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

สมมติฐานที่ 3.4 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ตัวแบบที่ 3

$$ROE = \beta_0 + \beta_1(CGS) + \beta_2(ANT) + \beta_3(INS) + \beta_4(NOM) + \beta_5(SIZE) + \beta_6(LEV) + \beta_7(SGROWTH) + \varepsilon$$

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณแบบจำลองที่ 3 แสดงดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 16 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของแบบจำลองที่ 3 ผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ตัวแปร	Unstandardized		Standardized	t – Test	P-Value (Sig.)	Collinearity	
	Coefficients		Coefficients			Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
ค่าคงที่	2.844	3.503		0.812	0.418		
CGS	2.212	0.691	0.204	3.200	0.002	0.644	1.552
ANTI	1.747	1.087	0.099	1.607	0.109	0.694	1.442
INS	-0.014	0.035	-0.022	-0.402	0.688	0.873	1.145
NOM	0.046	0.049	0.049	0.939	0.348	0.964	1.037
SIZE	0.007	0.006	0.059	1.097	0.273	0.909	1.100
LEV	-17.743	4.272	-0.221	-4.154	0.000	0.925	1.082
SGROWTH	-0.744	1.653	-0.023	-0.450	0.653	0.989	1.012
F = 6.080**							
R = 0.333							
R ² = 0.093							
Std. Error = 15.9547799							
Durbin-Watson = 2.079							
มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05							

พบว่า ค่า VIF มีค่าเท่ากับ 1.012 – 1.552 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 5 ดังนั้น แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) นั่นคือ ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันสูง ซึ่งสอดคล้องกับการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน

ตัวแปรที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 มี 2 ตัวแปร ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGS) และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) มีน้ำหนักอิทธิพลมาตรฐานเท่ากับ 0.204 และ -0.221 ตามลำดับ ส่วนตัวแปรที่เหลือได้แก่ คะแนนการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน (ANTI) สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาติ (NOM) ขนาดของกิจการ (SIZE) และ อัตราการเติบโตของยอดขาย (SGROWTH) ไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งสามารถอธิบายสมมติฐานได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 3.1 ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE) ผลที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ 2.212 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ 0.204 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 3.200 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.002 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.002 < 0.05) สรุปว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) ส่งผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จากผลลัพธ์นี้จึงสนับสนุนสมมติฐานที่ 3.1

สมมติฐานที่ 3.2 ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผลที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ 1.747 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ 0.099 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 1.607 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.109 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.109 > 0.05) สรุปว่าผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จากผลลัพธ์นี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 3.2

สมมติฐานที่ 3.3 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผลที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ -0.014 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ -0.022 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -0.402 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.688 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.688 > 0.05) สรุปว่าสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน

(INS) ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จากผลลัพธ์นี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 3.3

สมมติฐานที่ 3.4 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผลที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ 0.046 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ 0.049 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 0.939 โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.348 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. = 0.348 > 0.05) สรุปว่าสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (NOM) ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จากผลลัพธ์นี้จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 3.4

ตารางที่ 17 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

ข้อที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
สมมติฐานที่ 1	การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	
สมมติฐานที่ 1.1	ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) มีผลต่อการจัดการกำไร (DACC)	ไม่สนับสนุนสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 1.2	ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) มีผลต่อการจัดการกำไร (DACC)	สนับสนุนสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 1.3	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) มีผลต่อการจัดการกำไร (DACC)	ไม่สนับสนุนสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 1.4	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) มีผลต่อการจัดการกำไร (DACC)	ไม่สนับสนุนสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 2	การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	

ตารางที่ 17 (ต่อ)

ข้อที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
สมมติฐานที่ 2.1	ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)	สนับสนุนสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 2.2	ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์ปชั่นของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)	ไม่สนับสนุนสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 2.3	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)	ไม่สนับสนุนสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 2.4	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)	ไม่สนับสนุนสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 3 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย		
สมมติฐานที่ 3.1	ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	สนับสนุนสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 3.2	ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์ปชั่นของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	ไม่สนับสนุนสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 3.3	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	ไม่สนับสนุนสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 3.4	สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	ไม่สนับสนุนสมมติฐาน

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา การอภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การศึกษาวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยมีวัตถุประสงค์ของการวิจัยเพื่อศึกษาผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานโดยวัดค่าจากการจัดการกำไร มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่เข้าเงื่อนไขในการศึกษาในครั้งนี้มีจำนวน 232 บริษัท จากทั้งหมด 553 บริษัท จำนวนข้อมูลกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 696 ข้อมูล เก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี (แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) ปี 2560 - 2562 รวมระยะเวลา 3 ปี

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วยสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐาน และสถิติสถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ การใช้การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ ทดสอบผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงาน ด้านการจัดการกำไร ด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และ ด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยได้ทำการเสนอ ดังนี้

- 5.1 สรุปผลการวิจัย
- 5.2 อภิปรายผลการวิจัย
- 5.3 ข้อจำกัดของการวิจัย
- 5.4 ข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

1. สรุปผลการวิเคราะห์ค่าสถิติเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

ระดับการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 คะแนน ค่าสูงสุดเท่ากับ 5 คะแนน ค่าเฉลี่ยอยู่ในระดับ 3.5382 จากเกณฑ์การวัด 5 ระดับ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียน

ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยมีระดับการกำกับดูแลกิจการอยู่ในเกณฑ์ดี คือ มีคะแนนอยู่ในช่วงเกณฑ์ 70-79 คะแนน แสดงถึงความตั้งใจของบริษัทที่จะให้ผู้ถือหุ้นได้มีส่วนร่วมในการบริหารงานอย่างแท้จริง เพื่อส่งเสริมให้มีกลไกถ่วงดุลและตรวจสอบในการบริหารที่ดี อันเป็นหัวใจของการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี อันจะเป็นผลให้มีการพัฒนาที่ทัดเทียมกับบริษัทต่างชาติ และเป็นจุดสนใจของนักลงทุนคะแนนการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน ค่าต่ำสุดเท่ากับ 1 คะแนน ค่าสูงสุดเท่ากับ 3 คะแนน ค่าเฉลี่ยเท่า 1.8739 แสดงว่า บริษัทส่วนใหญ่เริ่มมีการประกาศเจตนารมณ์เพื่อป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน ซึ่งตั้งข้อสังเกตว่าระดับขอบเขตของนโยบายของบริษัท เช่น การไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และต่อต้านผู้เกี่ยวข้อง กับคอร์รัปชันถูกกำหนดเป็นมาตรฐานอยู่แล้ว การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน เพื่อให้ความรู้เกี่ยวกับนโยบายและแนวปฏิบัติในการต่อต้านการทุจริต รวมทั้งแนวโน้มที่จะพัฒนากระบวนการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันเป็นพื้นฐานของบริษัทอยู่แล้ว จึงมีการกำกับดูแลที่เพิ่มจากมาตรฐานเดิมในระดับน้อย แต่มีแนวที่จะพัฒนาเพื่อให้ได้รับรองเป็นสมาชิกแนวร่วมปฏิบัติ (CAC) ของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านคอร์รัปชัน

สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน การถือหุ้นต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 0 การถือหุ้นสูงสุดเท่ากับร้อยละ 99.83 ค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 27.77 ตามทะเบียนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท จะเห็นได้ว่ามีความแตกต่างอยู่มากในการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันในบริษัทจดทะเบียน ซึ่งบริษัทที่มีการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันในสัดส่วนสูง ปัจจุบันที่นักลงทุนสถาบันพิจารณาในการลงทุนก็คือบริษัทนั้นมีอัตราการเติบโตที่ดีมีความโปร่งใส ในการดำเนินงาน และนักลงทุนสถาบันมีส่วนช่วยผลักดันให้บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีซึ่งปัจจัยดังกล่าวเป็นแนวทางในการพิจารณาการลงทุนของนักลงทุนสถาบันอีกด้วย

สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาติ การถือหุ้นต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 0 การถือหุ้นสูงสุดเท่ากับร้อยละ 92.72 ค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 11.0386 ตามทะเบียนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท เมื่อเทียบกับผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัทคิดเป็นร้อยละ 11.0386 น้อยกว่าสัดส่วนการถือหุ้นที่โดยนักลงทุนสถาบัน แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ยังไม่เป็นจุดสนใจให้นักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาติเข้ามาลงทุนมากนัก ซึ่งก็เป็นไปตามภาวะของตลาดหลักทรัพย์ใน

ขนาดของกิจการ ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.3804 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 2,357.4122 ล้านบาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 40.3582 ล้านบาท แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีความสามารถในการบริหารจัดการสินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์และสร้างรายได้กับบริษัทได้อย่างรวดเร็ว

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.0278 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.1166 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4274 แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีการลงทุนในสินทรัพย์ที่ได้มาจากแหล่งเงินทุน ไม่ได้ลงทุนใน

สินทรัพย์โดยใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืม แต่ในขณะที่บางบริษัทมีการลงทุนในสินทรัพย์ด้วยการใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมทำให้บริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินในระดับสูง โดยพบว่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 111.66 อาจตั้งข้อสังเกตได้ว่าหากมีความเสี่ยงทางการเงินในระดับสูงก็มีความเป็นไปได้ที่จะผิมนัดชำระหนี้สูงมากขึ้น

อัตรากาเรเติบโตของยอดขาย ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.6200 เท่าของรายได้ปีก่อน ค่าสูงสุดเท่ากับ 9.6371 เท่าของรายได้ปีก่อน ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.0987 เท่าของรายได้ปีก่อน เป็นไปได้ว่าปัจจัยเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียที่เกื้อหนุน ไม่ว่าจะเป็นการเปิดตลาดของประเทศจีน ทำให้ธุรกิจการส่งออกของประเทศสูงขึ้น หรือการลงทุนในแถบเอเชียตะวันตกเช่น อินเดีย รวมถึงเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เช่น เวียดนาม ที่มีการลงทุนมากขึ้น จึงทำให้ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยได้รับการลงทุนเพิ่มขึ้น ส่งผลให้การเติบโตของรายได้เพิ่มตามไปด้วย

ตัวแปรตาม มีจำนวนทั้งสิ้น 3 ตัวแปร ดังนี้

การจัดการกำไร ค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.0311 เท่าของยอดสินทรัพย์รวมของปีก่อน ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.0275 เท่าของยอดสินทรัพย์รวมของปี ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0004 เท่าของยอดสินทรัพย์รวมของปีก่อน แสดงให้เห็นว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างที่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารได้เพียงเล็กน้อย และมีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ ขึ้นอยู่กับแนวทางการบริหารงานของผู้บริหาร

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -49.2365 ค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 32.4496 ค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ -2.1780 อธิบายในทางเศรษฐศาสตร์ได้ว่า บริษัทที่จดทะเบียนฯ สามารถดำเนินงานให้มีมูลค่าสูงกว่าต้นทุนของเงินทุน ซึ่งหากเป็นไปตามเป้าหมายที่เจ้าของหรือผู้บริหารตั้งไว้ก็ถือว่าบริษัทประสบความสำเร็จ แต่หากยังไม่เป็นไปตามเป้าหมาย ผู้บริหารจะต้องเร่งปรับกลยุทธ์การบริหารจัดการองค์กรให้ดีขึ้น (ณัฐชา วัฒนวิไล, 2554)

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -131.31 ค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 56.3367 ค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 5.9329 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นจากการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งผู้ถือหุ้นนั้นเป็นผู้มีส่วนได้เสียที่มีความสำคัญต่อกิจการ เพราะการระดมทุนที่กิจการได้รับนั้นส่วนหนึ่งมาจากนักลงทุนที่สนใจลงทุนในกิจการ ซึ่งผลการดำเนินงานของกิจการส่งผลถึงความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น

2. สรุปผลของการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis)

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย, ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกัน

การมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน, สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน, สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ, ขนาดของกิจการ, อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และอัตราการเติบโตของยอดขาย โดยได้วิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันดังต่อไปนี้

1. ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.525, สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.245, ขนาดของกิจการ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.179, อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.186

2. ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับ ขนาดของกิจการ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.173

3. สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับขนาดของกิจการ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.198

4. ขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.135

ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.127 และไม่มีตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กันสูง นั่นคือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ในช่วงระหว่าง -0.002 – 0.525 ซึ่งน้อยกว่า 0.80 จึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ดังนั้นจึงสามารถนำตัวแปรทั้งหมดเข้าสมการถดถอยได้

3. สรุปผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regressions Analysis)

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้งหมด ประกอบด้วย ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย, ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน, สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน, สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ, ขนาดของกิจการ, อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และอัตราการเติบโตของยอดขาย ที่อยู่ในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณแบบขั้นตอน ซึ่งไม่มีค่าสัมประสิทธิ์กันสูง นั่นคือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ในช่วงระหว่าง -0.002 – 0.525 ซึ่งน้อยกว่า 0.80 จึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

ขั้นต่อมาเมื่อวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ก็พบว่าค่า VIF น้อยกว่า 10 คืออยู่ระหว่าง 1.012 - 1.554 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรอิสระอยู่ในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณแบบขั้น ตอน ไม่มีอัตตะสัมพันธ์ในข้อมูล (Autocorrelation) เนื่องจากค่า Durbin-Watson มีค่าอยู่ระหว่าง 1.960 - 2.079 ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่าง 1.50 - 2.50 แสดงว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดนี้ไม่มีอัตตะสัมพันธ์ในข้อมูล ดังนั้น จึงสามารถนำตัวแปรอิสระทั้งหมดนี้เข้าสู่สมการถดถอย

3.1 สรุปผลการวิจัยสมมติฐานที่ 1 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้น นักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 1.1 ระดับการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร พบว่าค่า Sig. เท่ากับ 0.119 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร ดังนั้นจึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 1.1 ทั้งนี้เป็นไปได้ว่าปัจจัยที่ทำให้เกิดการตกแต่งกำไรนั้นมีมากมายหลายอย่างไม่ใช่เพียงแค่ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีเท่านั้น จึงทำให้ไม่สามารถหาผลของสองตัวแปรโดยตรงได้ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ นภพรรณ ลิ้มตั้ง (2558) ได้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) พบว่า ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไรของบริษัท

สมมติฐานที่ 1.2 ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียนมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร พบว่าค่า Sig. เท่ากับ 0.040 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียนมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร ดังนั้นจึงสนับสนุนสมมติฐานที่ 1.2 ทั้งนี้เป็นไปได้ว่า ถ้าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันในระดับที่สูงขึ้น จะส่งผลให้การตกแต่งกำไรนั้นมีน้อยลง เพราะมีการควบคุมที่ดีสอดคล้องกับงานวิจัยของสังสิต พิริยรังสรรค์ (2553) ที่พบว่าผลกระทบที่เกิดจากปัญหาการทุจริตคอร์รัปชันนั้นมีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการที่ลดลง เนื่องจากการผูกขาดโดยนักธุรกิจการเมืองขนาดใหญ่ ไม่ส่งเสริมการแข่งขันที่เป็นธรรมและประสิทธิภาพนำไปสู่ความอ่อนแอ ความด้อยพัฒนาถ้าหลังขององค์กรทั้งภาครัฐและธุรกิจเอกชน

สมมติฐานที่ 1.3 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร พบว่า ค่า Sig. เท่ากับ 0.949 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

แสดงว่า สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร ดังนั้นจึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 1.3 ทั้งนี้เป็นไปได้ว่า ความไม่เป็นอิสระอย่างแท้จริงของนักลงทุนสถาบันไทยที่อาจมีการเกี่ยวข้องกับกิจการที่ไปลงทุนทางใดทางหนึ่ง จึงไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ตามบทบาทของตนเองได้อย่างเต็ม ส่งผลให้เกิดการตกแต่งกำไรขึ้นในกิจการเพราะขาดการควบคุมดูแลและไม่มีความเข้าใจกระบวนการเปลี่ยนแปลงตัวเลขทางการบัญชีของนักลงทุนสถาบัน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Rajgopal, Venkatachalam and Jiambalvo. (1999) ที่พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจัดการกำไร Charfeddine and Elmarzougui (2010) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลปรากฏว่ามีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ

สมมติฐานที่ 1.4 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร พบว่า ค่า Sig. เท่ากับ 0.732 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ ไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร ดังนั้นจึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 1.4 ทั้งนี้เป็นไปได้ว่า นักลงทุนสถาบันต่างชาติมีการประเมินจุดอ่อนของบริษัทจดทะเบียนว่า ขาดความโปร่งใส มีนโยบายการกำกับดูแลกิจการน้อย กฎหมายธุรกิจไม่ดีพอและปัญหาเกี่ยวกับมาตรฐานการบัญชีที่ยังไม่เป็นสากล ทั้งยังมีความยืดหยุ่น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Kim and Yoon (2008) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการจัดการกำไร กรณีศึกษาประเทศเกาหลี โดยมีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ เป็นตัวแปรอิสระ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ajay and Madhumathi (2015) ที่ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันกับการบริหารกำไรในประเทศอินเดีย ผลปรากฏว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน

3.2 สรุปผลการวิจัยสมมติฐานที่ 2 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้น นักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2.1 ระดับการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ พบว่า ค่า Sig. เท่ากับ 0.002 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ดังนั้นจึงสนับสนุนสมมติฐานที่ 2.1 ทั้งนี้เป็นไปได้ว่า บริษัทจดทะเบียนที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้ผลดำเนินงานของบริษัทมีมูลค่าเพิ่มสูงกว่าต้นทุนของเงินทุน แสดงถึงผู้บริหารมีการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การบริหารจัดการองค์กรให้ดีขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของวิภาดา ภาโนมัย, และณรงค์นิตย์ จันท์

จรัส (2559) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 และสอดคล้องกับงานวิจัยของจีราภรณ์ พงศ์พันธุ์พัฒนา (2558) พบว่า การแยกบุคคลในการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการกับกรรมการบริหารซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานและความอยู่รอดในระยะยาวของบริษัท

สมมติฐานที่ 2.2 ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์ปชั่นของบริษัทจดทะเบียนมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ พบว่า ค่า Sig. เท่ากับ 0.162 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์ปชั่นของบริษัทจดทะเบียนไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ดังนั้นจึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 2.2 ทั้งนี้เป็นไปได้ว่า ผลกระทบจากการทุจริตคอร์ปชั่นไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากการผู้ขาดโดยนักธุรกิจการเมืองขนาดใหญ่ ไม่ส่งเสริมการแข่งขันที่เป็นธรรมและมีประสิทธิภาพ ซึ่งสอดคล้องกับ ธนกร กรทองทวีลาภ (2553) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรโดยมีการต่อต้านทุจริตเป็นตัวแปรอิสระกับการปฏิบัติงานทางการเงินวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น โดยใช้กรณีศึกษาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่พบความสัมพันธ์

สมมติฐานที่ 2.3 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ พบว่า ค่า Sig. เท่ากับ 0.705 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน ไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ดังนั้นจึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 2.3 ทั้งนี้เป็นไปได้ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นเครื่องมือวัดผลการดำเนินงานที่ยังไม่แพร่หลายมากนัก ซึ่งนักลงทุนสถาบันยังไม่มีความรู้ จะมองเพียงกำไรทางบัญชีเท่านั้น ไม่ได้ทำการศึกษาถึงกำไรที่แท้จริงหรือกำไรทางเศรษฐศาสตร์หลังหักต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นและต้นทุนในส่วนหนี้สินออกไป เพราะ EVA จะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการสามารถสร้างรายได้มาชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและต้นทุนของเงินทุนทั้งหมดได้ อีกทั้งการคำนวณ EVA ต้องทำการปรับปรุงรายการทางบัญชีเพื่อให้ได้กำไรทางเศรษฐศาสตร์ซึ่งเป็นเรื่องที่ยุ่งยากซับซ้อน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Demsetz & Villalonga (2001) ในสหรัฐอเมริกาที่ระบุว่ายิ่งการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นจะลดประสิทธิภาพของบริษัทลง ในทำนองเดียวกับ Vullalonga & Amit (2006) ที่ชี้ให้เห็นว่าการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทใหญ่ที่สุดในโลก 500 บริษัทที่ถูกจัดอันดับโดยนิตยสารฟอร์จูน

สมมติฐานที่ 2.4 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ พบว่า ค่า Sig. เท่ากับ 0.339 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติไม่มีความผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ดังนั้นจึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 2.4 ทั้งนี้เป็นไปได้ว่า นักลงทุนสถาบันต่างชาติเป็นการลงทุนแบบ Passive Fund หรือการลงทุนให้ใกล้เคียงกับดัชนีอาจมีเหตุผลจากในปัจจุบันสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันต่างชาติยังมีสัดส่วนไม่มากนัก เมื่อเทียบกับนักลงทุนประเภทอื่นๆ จึงทำให้ยังไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทกับกลุ่มตัวอย่าง สอดคล้องกับงานวิจัยของปิยานันท์ ญัฐรุจิโรจน์ (2561) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันและสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับผลดำเนินงานของบริษัท ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ

3.3 สรุปผลการวิจัยสมมติฐานที่ 3 การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้น นักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 3.1 ระดับการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลการดำเนินงานอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า ค่า Sig. เท่ากับ 0.002 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงสนับสนุนสมมติฐานที่ 3.1 ทั้งนี้เป็นไปได้ว่า บริษัทที่นำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้เป็นบรรทัดฐานการบริหารงาน จะช่วยสร้างความเชื่อมั่นและภาพลักษณ์ที่ดีต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย รวมถึงสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการส่งผลให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี ย่อมได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ดีตามไปด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ สรินยา เชาวน์เกษม (2552) ที่พบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm Financial Performance) ในรูปของอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์กับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ(Corporate Governance Rating) อย่างมีนัยสำคัญ

สมมติฐานที่ 3.2 ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทยจดทะเบียนมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า ค่า Sig. เท่ากับ 0.109 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทยจดทะเบียนไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 3.2 ทั้งนี้เป็นไปได้ว่า อาจเกิดจากการที่พนักงานในบริษัทหรือผู้บริหารมีโอกาส มีข้ออ้างหรือการใช้เหตุผลในการกระทำการทุจริตคอร์รัปชัน เพื่อประโยชน์ต่อส่วนรวม เช่น การตกแต่งตัวเลขการเงินให้มีกำไร ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้ให้ความสนใจเรื่องดังกล่าว เพราะผู้ถือหุ้นเกิดความพึงพอใจ ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น

และได้รับเงินปันผล สอดคล้องกับโครงการศึกษาของสังคิต พิริยะรังสรรค์ และ ผาสุก พงษ์ไพจิตร ได้สำรวจความคิดเห็นของประชาชน กลุ่มต่างๆ เกี่ยวกับเส้นแบ่งระหว่างสินน้ำใจกับคอร์รัปชัน เห็นว่าการที่ประชาชนส่วนหนึ่งยังไม่ชัดเจน ในเรื่องหน้าที่ของข้าราชการในการให้บริการสาธารณะ ทำให้คนไทยและข้าราชการส่วนหนึ่งยอมรับ การให้สินน้ำใจแก่ข้าราชการ และซึ่งสอดคล้องกับ ธนกร กรทองทวีลาภ (2553) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรโดยมีการต่อต้านทุจริตเป็นตัวแปรอิสระกับการปฏิบัติงานทางการเงินวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น โดยใช้กรณีศึกษาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลที่ได้จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานที่ 3.3 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า ค่า Sig. เท่ากับ 0.688 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 3.3 ทั้งนี้เป็นไปได้ว่า ผู้ถือหุ้นสถาบันเป็นตัวแทนของนักลงทุนสถาบันที่มาจากบริษัท กองทุนต่างๆที่มีผลการดำเนินงานที่ต่ำเพื่อมาลงทุนในบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ปกติ รวมทั้งอาจถูกรบกวนำโดยการบริหารงานแบบครอบครัว สอดคล้องกับงานวิจัยของจากงานวิจัยของวัฒพร ไม้วัฒนา (2553) ที่ได้ศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเงินลงทุนและหลักทรัพย์ โดยศึกษาจากราคาซื้อขายหุ้นจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2548 - 2553 พบว่า อัตราส่วนทั้งสาม (ROA ROE และ D/E Ratio) ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งอาจเป็นเพราะลักษณะธุรกิจของกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและหลักทรัพย์ที่ต้องอาศัยหนี้สินในการดำเนินกิจการ สอดคล้องกับ Kamran and Shah (2014) ได้ศึกษาผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการ และโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไรในประเทศปากีสถาน ผลลัพธ์ปรากฏว่าผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวไม่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร

สมมติฐานที่ 3.4 สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า ค่า Sig. เท่ากับ 0.273 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่า สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ ไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงสนับสนุนสมมติฐานที่ 3.4 เป็นไปได้ว่า นักลงทุนสถาบันต่างชาติที่มาลงทุนในบริษัทจดทะเบียนของไทย ไม่มีอิทธิพลในการช่วยบริการจัดการกิจการ เนื่องจากมุ่งเน้นที่จะลงทุนระยะสั้นเพียงเท่านั้น เพื่อให้ได้ผลตอบแทนคุ้มค่า โดยจะเลือกใช้ตัววัดมูลค่ากิจการที่หลากหลายและเหมาะสมเท่านั้น นักลงทุนสถาบันต่างชาติเป็น

กลุ่มที่มีโอกาส ทักษะ ความชำนาญและความสามารถที่จะเข้าถึงข้อมูลมาก อีกทั้งมีความสามารถและทรัพยากรที่พร้อมในการประเมินหลักทรัพย์ เพื่อคาดหวังว่าจะขายหุ้นเร็วๆนี้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ajay and Madhumathi (2015) ที่ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันกับการบริหารกำไรในประเทศอินเดีย ผลปรากฏว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน กล่าวคือสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันต่างชาติแสดงถึงความสามารถในการลดการบริหารกำไรลงได้

5.2 อภิปรายผลการวิจัย

ผลจากการศึกษาวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยสามารถอภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ โดยมีรายละเอียดดังนี้

วัตถุประสงค์และแบบจำลองที่ 1 เพื่อศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน (ANTI) มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือถ้าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันในระดับที่สูงขึ้น จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย DACC มีค่าสูงขึ้นด้วยเนื่องจากการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน จะช่วยสร้างความเชื่อมั่นและภาพลักษณ์ที่ดีต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วน รวมถึงสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการและผู้ถือหุ้นได้ในระยะยาว ดังนั้นผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรตระหนักถึงความสำคัญของหลักธรรมาภิบาลในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส ไร้คอร์รัปชัน ตรวจสอบได้ เปิดเผยข้อมูลอย่างมีคุณภาพและเป็นที่ยอมรับในระดับสากล เนื่องจากปัจจุบันความต้องการของนักลงทุนที่มีต่อข้อมูลบริษัทจดทะเบียน ไม่ได้จำกัดแค่ข้อมูลทางการเงินเท่านั้น แต่นักลงทุนยังให้ความสำคัญของข้อมูลที่ใช้ตัวเลขทางการเงินเพิ่มมากขึ้นเรื่อยๆซึ่งมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อสร้างผลตอบแทนทางการเงินที่น่าพอใจในระยะยาวและพัฒนาตลาดทุนอย่างยั่งยืน ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ อรพรรณ เลิศรุจิวิช (2559) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยได้นำผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันมาวัดกับอัตราผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่า ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับงานวิจัยของพรธิดา สีคำ (2560) ได้

ทำการศึกษาเรื่อง อิทธิพลของกระบวนการตรวจสอบภายใน และการบริหารความเสี่ยงที่มีต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ากระบวนการตรวจสอบภายในและบริหารความเสี่ยง มีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และสอดคล้องกับแนวคิดทฤษฎี “ผู้เป็นเจ้าของ-ผู้แทน” (Principal – Agent Theory) ว่าการทุจริตคอร์รัปชันเป็นการร่วมมือกันหรือฮั้วกัน (Collusion) ระหว่างบุคคลหรือกลุ่มบุคคลซึ่งเป็น “ผู้แทน (Agent)” กระทำการ เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวเป็นการแสวงหาค่าเช่า (Rent Seeking) ในการสร้างความมั่งคั่ง (Wealth) ให้กับตนเองทำให้เกิดความเสียหายต่อ “ผู้เป็นเจ้าของ (Principal)” เนื่องจากความมั่งคั่งของผู้เป็นเจ้าของลดลง ผลการดำเนินงานก็ลดลงตามไปด้วย Rose - Ackerman (1978) Miller and Spence (2005)

อย่างไรก็ตามผลการวิจัยยังพบว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน (INS) สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) ไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สาเหตุที่ผลการทดสอบระดับการกำกับดูแลกิจการไม่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร คาดว่าเกิดจากหลักเกณฑ์การให้คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยยังไม่ครอบคลุมและยังไม่ได้รับการยอมรับเท่าที่ควรเมื่อเทียบกับหลักเกณฑ์ของต่างประเทศ เนื่องจากกฎหมายและข้อบังคับการบริหารงานของประเทศยังมีความแตกต่างกับประเทศที่พัฒนาแล้วค่อนข้างมากและประเทศที่ได้รับการคุ้มครองนักลงทุนอย่างแข็งแกร่ง (Gaio and Raposa, 2014) สอดคล้องกับงานวิจัยของนภพรรณ ลิ้มตั้ง (2558) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100) โดยมีคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรอิสระ พบว่าไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับคุณภาพกำไร และงานวิจัยของ Hashim and Devi (2008) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไรในประเทศมาเลเซีย โดยมีตัวแปรอิสระคือคณะกรรมการอิสระ ซึ่งไม่พบความสัมพันธ์กับคุณภาพกำไรของบริษัทเช่นกัน ยังมีงานวิจัยของ Chidambaran, Palia and Zheng (2006) ได้ศึกษาว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลประกอบการที่ดีกว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดีหรือไม่ โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนการลงทุนหุ้นและผลกำไรของบริษัท ผลการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่มีผลต่อผลประกอบการของบริษัทเนื่องจากบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็สามารถมีผลประกอบการที่ดีก็ได้ ในขณะที่บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดีกลับมีผลประกอบการที่ดีได้ ส่วนสาเหตุที่ผลการทดสอบสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร นั้นคาดว่าความไม่เป็นอิสระ

อย่างแท้จริงของนักลงทุนสถาบันที่อาจมีการเกี่ยวข้องกับกิจการที่ไปลงทุนทางใดทางหนึ่ง จึงไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ตามบทบาทของตนได้อย่างเต็มที่ และอาจมาจากผู้ถือหุ้นสถาบันเป็นตัวแทนของนักลงทุนสถาบันที่มาจากบริษัทกองทุนต่างๆ ที่มีผลการดำเนินงานที่ต่ำเพื่อมาลงทุนในบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ปกติ รวมทั้งอาจถูกครอบงำโดยการบริหารงานแบบครอบครัว จึงไม่พบนัยสำคัญในด้านนี้ หรืออาจเกิดจากลักษณะการลงทุนในปัจจุบันเป็นแบบกระจายตัวของการลงทุน เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการลงทุนในบริษัทเดียว ทำให้นักลงทุนมีการลงทุนหลายที่ ขาดความใส่ใจ ขาดการควบคุมดูแลและติดตามผลการดำเนินงานอย่างใกล้ชิด ผลลัพธ์ของงานวิจัยนี้สอดคล้องกับ Guo & Ma (2015), Alves (2012), Meiryani (2015), Yang, Chun & Ramdili (2009) ที่ศึกษาในประเทศจีน ไปตุเกส อินโดนีเซีย และ มาเลเซีย ตามลำดับ ผลการศึกษานี้สามารถยืนยันผลได้โดยตัวแบบ Yoon, Miller and Jiraporn (2006) สำหรับสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ (DOM) ไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวได้ว่านักลงทุนสถาบันต่างชาติไม่มีอิทธิพลในการยับยั้งการจัดการกำไรในบริษัทจดทะเบียน ซึ่งความสามารถในการบริหารงานของบริษัทจดทะเบียน การเคารพและให้สิทธิความเท่าเทียมกับผู้ถือหุ้นส่วนน้อย ระดับการเปิดเผยข้อมูลโดยเฉพาะข้อมูลด้านการบริหารงาน ขาดความโปร่งใส มีนโยบายการกำกับดูแลกิจการน้อยเกินไป กฎหมายธุรกิจไทยไม่ดีพอ ทำให้นักลงทุนสถาบันต่างชาติยังไม่มั่นใจที่จะทำการลงทุนกับบริษัทจดทะเบียนของไทย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของสุทธิธา เกริกฤทธิ์ (2550) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยมีสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติที่เป็นนอมนิพบพบว่า ไม่มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญ

วัตถุประสงค์และแบบจำลองที่ 2 เพื่อศึกษาผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าระดับการกำกับดูแลกิจการมีผลในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ การที่บริษัทมีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลโดยตรงกับผลการดำเนินเป็นระบบที่จัดให้มีกระบวนการโครงสร้างและการควบคุมของกิจการ ให้อุบัติการของกิจการปฏิบัติงานตามความรับผิดชอบต่อหน้าที่ด้วยความโปร่งใสภายใต้กรอบจริยธรรมที่ดีโดยรวม อีกทั้งเป็นตัวช่วยให้ผู้บริหารตระหนักถึงความสำคัญในการใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์สูงสุด เพราะกำไรทางบัญชีมีสูงกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจเสมอ เนื่องจากไม่ได้หักส่วนต้นทุนของผู้ถือหุ้นออกและกำไรทางบัญชียังมีข้อจำกัดด้านการบันทึกบัญชีและวิธีการคำนวณกำไร (อัญญา ชันฉวีวิทย์ และคณะ, 2552) ผู้บริหารมีแนวโน้มในการใช้จ่ายอย่างอิสระจากกำไรทางบัญชี ดังนั้นเมื่อนำมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมาใช้วัดผลการดำเนินงาน ทำให้ผู้บริหารเปลี่ยนความคิดทางด้านการจัดหาเงินและการลงทุน ก่อให้เกิดมูลค่ากับมายังองค์กร ผู้ถือ

หุ้นยังคงคาดหวังให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มและมีความมั่นคงของกิจการในระยะยาว การปฏิบัติตามสอดคล้องกับงานวิจัยของ วิภาดา ภาโนมัย (2560) ได้ศึกษาเรื่องโครงสร้างคณะกรรมการบริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม โดยนำสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริหาร มาวัดกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และงานวิจัยของศิลปะพร ศรีจันเพชร (2551) ศึกษาความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อย่างมีนัยสำคัญ ยิ่งประธานกรรมการบริษัทมีความอิสระมากเท่าไร ก็หลีกเลี่ยงการเกิดปัญหาในการขัดแย้งทางผลประโยชน์มากเท่านั้น และงานวิจัยของภูเบศ มาให้ (2561) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าเพิ่มทางตลาด กระแสเงินสดอิสระกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

อย่างไรก็ตามจากผลการวิจัยพบว่า ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ ไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เนื่องจากนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนสถาบันต่างชาติอาจจะไม่ได้ให้ความสนใจถึงมาตรการความมั่นคงไปสู่ผู้ถือหุ้น ซึ่งได้แก่ กำไรทางเศรษฐศาสตร์เพิ่มมากไปกว่าอัตราส่วนทางบัญชี เพราะเป็นเรื่องที่ยากที่จะเข้าใจ เนื่องจากแนวคิดของการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์นั้น กิจการจะเกิดผลกำไรขึ้นได้ก็ต่อเมื่อมีการชำระหักออกของอัตราผลตอบแทนของผู้ให้เงินทุนทั้งหมดแล้วเท่านั้นซึ่งรวมถึงผู้ถือหุ้นด้วย (Drucker, 1998) อาจจะต้องมีการปรับรายการทางบัญชีที่ทำภายใต้หลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ซึ่งมีความซับซ้อนยุ่งยาก และไม่ได้รับการเปิดเผยอย่างชัดเจน (Biddle et al, 1997) ซึ่งโครงสร้างผู้ถือหุ้นในประเทศไทยเป็นแบบกระจุกตัว คือผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะถือหุ้นมากจนมีสิทธิควบคุมบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่มักจะเกี่ยวข้องกับครอบครัวผู้ก่อตั้งและเครือญาติ อีกทั้งบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ยังไม่ได้ให้ความสำคัญกับการได้รับการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันมากนัก เนื่องจากการบริหารในประเทศไทยส่วนมากอยู่ในรูปของผลประโยชน์เพื่อตนเองมากจนละเลยกำไรที่แท้จริงทางเศรษฐศาสตร์ อีกทั้งบริษัทยังไม่มีแนวปฏิบัติเพื่อต่อต้านทุจริตคอร์รัปชันอย่างจริงจัง และการจะเข้าเป็นส่วนหนึ่งของแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต ใช้เวลาในการเตรียมตัวนาน และมีข้อปฏิบัติที่มากมายถึงจะได้ผลการรับรองสอดคล้องกับงานวิจัยของพิชามญช์ อุตราภรณ์ (2553) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตามราคาตลาดของกิจการ จำนวน 742

ตัวอย่าง ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2550 ถึง ปีพ.ศ. 2552 พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพียงตัวเดียวไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการเลย ซึ่งมูลค่าของกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ แต่หากมีการใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และกำไรก่อนรายการพิเศษเป็นตัวแปรควบคุม มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กลับมีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งมีความเป็นไปได้ว่าสาเหตุเกิดจากการที่นักลงทุน และตลาดอาจตีความงบการเงินขัดแย้งกับหลักการของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ซึ่งสอดคล้องกับพชรมน อ่อนละมัยและ วรณรพี บานชื่นวิจิตร (2551) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2545 – 2550 พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถบอกได้ว่า ความสัมพันธ์ที่มีเป็นความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นไปทิศทางเดียวกันหรือมีความสัมพันธ์ผกผันกันนั่นคือ เมื่อค่าของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์เพิ่มขึ้น ราคาของหลักทรัพย์ก็กลับลดลง แต่ก็มีงานวิจัยที่เห็นต่างออกไปคืองานวิจัยของอรพรรณ เลิศรุจิวิช (2559) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ การป้องกันกรณีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าผลประโยชน์ความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณระดับนัยสำคัญ 0.05 กล่าวคือ ถ้าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันในระดับที่สูงขึ้น จะส่งผลให้มูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดยTobin's Q มีค่าสูงขึ้นด้วยเช่นกัน

วัตถุประสงค์และแบบจำลองที่ 3 เพื่อศึกษาผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรตระหนักถึงความสำคัญของหลักธรรมาภิบาลในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส เปิดเผยข้อมูลอย่างมีคุณภาพและเป็นที่ยอมรับในระดับสากล เนื่องจากในปัจจุบันความต้องการของผู้ลงทุนที่มีต่อข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน ไม่ได้จำกัดอยู่เพียงข้อมูลทางการเงิน ซึ่งเป็นการสะท้อนถึงผลประกอบการในอดีต ผู้ลงทุนได้ให้ความสำคัญของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเลขทางการเงินเพิ่มมากขึ้นเรื่อยๆ ทั้งประเด็นด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การกำกับดูแลกิจการ จรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ และผลการดำเนินงานของบริษัทผ่านรายงานทางการเงิน ซึ่งมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัท ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน เพื่อสร้างผลตอบแทนทางการเงินที่น่าพอใจในระยะยาว และพัฒนาตลาดทุนไทยให้เติบโตได้อย่างยั่งยืน สอดคล้องจากงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการของ วาสนา จันทร์ศรี (2549) ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการกำกับดูแล

กิจการที่ดีและผลกระทบที่มีต่อผลการดำเนินงานบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จากการศึกษาพบว่า ปัจจัยทางด้านขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนของกรรมการอิสระ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยและขนาดของสำนักงานรับสอบบัญชีมีความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้านผลกระทบจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อการดำเนินงาน และงานวิจัยของ ณรงค์ศักดิ์ อินตะไชยวงศ์ (2555) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาผลกระทบอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จากการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติแสดงให้เห็นว่าเมื่อสัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดเพิ่มขึ้นมีผลทำให้ ROE เพิ่มขึ้น และสอดคล้องกับงานวิจัยของ สุรางค์ เห็นสว่าง (2560) ศึกษาผลกระทบจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลตอบแทนส่วนเกินและผลประโยชน์การเชิงการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากผลการวิจัยพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ Gompers et al. (2003) พบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (GOV-Score) มีความเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานของบริษัทมากกว่าดัชนีการกำกับดูแล (G-Index) และต่อมา Brown and Caylor (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการประเมินค่าบริษัทโดยใช้คะแนนการกำกับดูแลกิจการเช่นเดียวกับ Brown and Caylor (2004) พบว่าการกำกับดูแลกิจการทั้งภายในและภายนอกเชื่อมโยงกับมูลค่าบริษัท เป็นไปในแนวทางเดียวกันกับงานวิจัยของ สรินยา เชาว์นเกษม (2552) ที่พบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm Financial Performance) มีความสัมพันธ์กับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating) อย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ดีย่อมได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ดีตามไปด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bauer et al. (2003) ที่ใช้ Corporate Governance Rating เป็นตัววัดในเรื่องของคะแนนการกำกับดูแลกิจการของประเทศในทวีปยุโรป ซึ่งพบว่า มูลค่าของกิจการที่วัดค่าโดย Tobin's Q รวมทั้งปัจจัยในด้าน Firm Performance ที่วัดค่าโดย Return on Equity และ Net Profit Margin มีความสัมพันธ์เชิงลบกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

อย่างไรก็ตามจากผลการวิจัยพบว่า ผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียน สัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนของการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันต่างชาติ ไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมี

นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เนื่องจากนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนสถาบันต่างชาติที่ศึกษาอาจอยู่ในประเภทที่มุ่งเน้นทำกำไรในระยะสั้น หรือต้องการผลการดำเนินงานที่ดีในระยะสั้น การใช้กลยุทธ์นี้ในการลงทุนจะไม่พิจารณาถึงการปฏิบัติงานของผู้บริหารและผลตอบแทนของกิจการระยะยาวเลย ต้องการเพียงระยะสั้นๆเท่านั้น หรือผู้ถือหุ้นได้มอบหมายให้ผู้บริหารเป็นตัวแทนในการทำงานเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้น รวมถึงมอบอำนาจในการตัดสินใจในบางเรื่องให้กับตัวแทนด้วย ซึ่งการมอบอำนาจให้ตัวแทน อาจเกิดปัญหาจากตัวแทนได้ เมื่อความต้องการของผู้ถือหุ้นกับฝ่ายบริหารไม่ตรงกัน คือผู้ถือหุ้นต้องการให้ทำงานและการตัดสินใจในเรื่องต่างๆของฝ่ายเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ในขณะที่ฝ่ายบริหารอาจมีความต้องการที่แตกต่างไป ซึ่งความต้องการของฝ่ายบริหารนั้น อาจส่งผลที่ไม่ก่อประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น เกิดการทุจริตคอร์รัปชันเพื่อประโยชน์ของตัวเอง หรือเป็นความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกับผู้ถือหุ้นรายย่อย เมื่อผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารมีอำนาจในการบริหารงาน และมีอำนาจควบคุมอาจทำการตัดสินใจที่คำนึงถึงผลประโยชน์ตนเอง โดยที่การตัดสินใจดังกล่าวขัดขวางในการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ไม่มีส่วนในการบริหาร อย่างไรก็ตามเนื่องจากบริษัทมีผู้ถือหุ้นจำนวนมาก การตรวจสอบการทำงานอาจไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอและอาจเกิดปัญหา Free-rider ได้ โดย Hermalin and Weisbach (1991) กล่าวว่าผู้ถือหุ้นจะต้องคัดเลือกบุคคลที่จะเข้ามาทำหน้าที่ตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารและดูแลผลประโยชน์แทนตน ซึ่งกลุ่มบุคคลที่ได้รับคัดเลือกเข้ามาทำหน้าที่ตรวจสอบนี้ เรียกว่า คณะกรรมการบริษัท แต่ปัญหาที่ตามมาคือ ผู้ถือหุ้นเองก็ไม่สามารถตรวจสอบการทำงานของคณะกรรมการว่าสามารถตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพเพียงใด และปัญหาที่ตามมาอีกก็คือปัญหาเกี่ยวกับข้อมูลซึ่งปัญหานี้จะสูงขึ้นเมื่อผู้บริหารใช้ข้อมูลที่ไม่เปิดเผยซึ่งผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้าถึงได้ และประเมินข้อมูลที่ผู้บริหารนำมาใช้ได้ ผู้ถือหุ้นจึงหันไปให้ความสนใจในการกำกับดูแลกิจการมากกว่าเพื่อป้องกันความล้มเหลวในการบริหารงาน สอดคล้องกับทฤษฎี Agency Theory ซึ่งอธิบายและข้อเสนอแนะในการจัดการเพื่อสร้างประสิทธิภาพสูงสุดให้องค์กรเพื่อบรรลุเป้าหมายถือกำไรสูงสุดภายใต้การวิเคราะห์นี้กำหนดว่าผู้ผลิต เจ้าของ หรือฝ่ายบริหารเป็นคนคนเดียวกัน แนวคิดนี้ไม่เหมาะสมที่จะใช้อธิบายองค์กรธุรกิจในปัจจุบันที่มีการแบ่งแยกกันระหว่างเจ้าของ (ผู้ถือหุ้น) กับฝ่ายบริหาร (ผู้จัดการ) จากข้อบกพร่องดังกล่าว นักเศรษฐศาสตร์จึงได้พัฒนารอบแนวคิดเพื่อใช้ศึกษาองค์กรที่แบ่งแยกระหว่างผู้บริหารและเจ้าของภายใต้สภาพดังกล่าวจึงเกิดปัญหาองค์กรเนื่องมาจากผู้บริหารไม่ต้องรับผิดชอบอย่างเต็มที่กับการตัดสินใจ รวมทั้งผู้บริหารอาจดำเนินกิจการในลักษณะที่เอื้อผลประโยชน์หรือเป้าหมายส่วนตัว มากกว่าผลประโยชน์หรือเป้าหมายของผู้ถือหุ้น นำไปสู่ความขัดแย้งของผลประโยชน์ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Rajgopal, Venkatachalam and Jiambalvo. (1999) พบว่านักลงทุนสถาบันจะมองเพียงแค่ผลการดำเนินงานของกิจการเฉพาะรอบระยะเวลาปัจจุบัน หากผู้บริหารของกิจการทำให้ผลการดำเนินงานผิดจาก

เป้าหมายจะทำให้ให้นักลงทุนสถาบันที่ถือหุ้นอยู่ปรับเปลี่ยนการลงทุนได้ นอกจากนั้นพบว่าราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะสะท้อนถึงข้อมูลเกี่ยวกับกำไรในอนาคตของกิจการเมื่อเปรียบเทียบระหว่างการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันสูง และการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันน้อย ผลสรุปคือนักลงทุนสถาบันที่ถือหุ้นที่เป็นผู้เชี่ยวชาญในการลงทุนจะมองปัจจัยอย่างอื่นนอกเหนือจากกำไรในปัจจุบันเพื่อประเมินมูลค่ากิจการโดยปฏิเสธว่าผู้บริหารมีการจัดการกำไรภายใต้แรงกดดันที่มาจากนักลงทุนสถาบัน ซึ่งเป็นนักลงทุนที่มุ่งเน้นเฉพาะกำไรในระยะสั้นเท่านั้น สอดคล้องกับวิจัยของบงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556) ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นและสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) สอดคล้องกับวิจัยของประภาพร ณรงค์ (2549) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี ผลวิจัยพบว่า สัดส่วนของนักลงทุนของนักลงทุนต่างชาติไม่มีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นได้

5.3 ข้อจำกัดของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัดที่สำคัญ ดังนี้

1. ข้อมูลตัวเลขทางการเงินที่แสดงในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนฯ ที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ การพิจารณาผลกระทบจากการตีราคา ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ และรายการพิเศษในช่วงที่ทำการศึกษา เมื่อพิจารณาและตรวจสอบข้อมูล พบว่าผลกระทบดังกล่าวมีน้อยมาก เมื่อเทียบกับมูลค่าของสินทรัพย์รวม และกำไรสุทธิที่แสดงในงบการเงิน โดยพิจารณาจากสัดส่วนของมูลค่าของรายการดังกล่าวมีจำนวนน้อย และเป็นรายการที่ไม่เกิดขึ้นบ่อย ดังนั้นผู้วิจัยจึงไม่ได้ปรับผลกระทบดังกล่าว ในการวิเคราะห์และวิจัยในครั้งนี้

2. ข้อมูลเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนสถาบันที่เป็นนอิมินิต่างชาตินั้น ผู้วิจัยได้เก็บข้อมูลมาจากทะเบียนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ คือมีสัดส่วนการถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 1 โดยถือว่าทะเบียนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นการเปิดเผยรายชื่อของผู้ถือหุ้นได้ประมาณร้อยละ 70 แล้ว เนื่องจากไม่สามารถรวบรวมข้อมูลที่เป็นการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันทั้งหมดได้สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันอาจจะมีมากกว่าที่นำมาใช้ในการวิจัย และความแตกต่างของสัดส่วนการถือหุ้นที่ค่อนข้างมากเมื่อจัดประเภทนักลงทุนสถาบัน โดยอัตราส่วน of นักลงทุนสถาบันแต่ละประเภทจะอยู่ที่ประมาณ 70:30 ของสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันทั้งหมดที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา ที่อาจทำให้การวิเคราะห์ทางสถิติไม่สามารถทำให้เห็นความสัมพันธ์กับ นักลงทุนสถาบันประเภทที่มีสัดส่วนการลงทุนน้อยกว่าได้อย่างชัดเจนนัก

3. การคำนวณรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร สำหรับแทนค่าการจัดการกำไร โดยใช้ตัวแบบ Modified Jones (1991) ผ่านวิธีทางสถิติการวิเคราะห์แบบตัดขวาง (Cross-Sectional Analysis) ซึ่งใช้ค่าสัมประสิทธิ์ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดเป็นตัวแทนในการวัดค่าการจัดการกำไรของแต่ละบริษัท วิธีการวิเคราะห์ดังกล่าวอาจจะไม่ใช่ตัวแทนที่ดีที่สุดในการวัดค่าการจัดการกำไรของแต่ละบริษัท และอาจมีความคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริงได้

4. งานวิจัยชิ้นนี้ไม่ได้รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากบริษัทดังกล่าวมีโครงสร้างรายงานทางการเงินที่แตกต่างจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป และยังมีข้อบังคับที่ต้องปฏิบัติตามที่หน่วยงานกำกับดูแลอื่นกำหนด ผลการศึกษาที่ได้จึงไม่สามารถนำไปเป็นผลสรุปสำหรับกลุ่มบริษัทดังกล่าวได้

5. การศึกษาในครั้งนี้ศึกษาทำการศึกษารายบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาระยะเวลาเพียง 3 ปีเท่านั้น คือตั้งแต่ปี 2560-2562 ซึ่งอาจไม่มากพอเมื่อเปรียบเทียบกับงานวิจัยประเภทเดียวกัน

5.4 ข้อเสนอแนะ

5.4.1 ข้อเสนอแนะสำหรับการนำผลการวิจัยไปใช้

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทจดทะเบียนฯ ควรส่งเสริมบทบาทกลไกการกำกับดูแลกิจการ ด้านคะแนนการประเมิน CGR เนื่องจากเป็นการพิจารณาครอบคลุมทุกด้านของการกำกับดูแลกิจการ โดยมีหลักเกณฑ์การประเมินรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยมี 5 หัวข้อ คือ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ เนื่องจากผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า ตัวแปรเหล่านี้ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้น โดยแสดงให้เห็นว่าเมื่อมีการลงทุนจากนักลงทุนสถาบันเป็นจำนวนมากจะทำให้มีการจัดการกำไรเกิดขึ้นน้อย ดังนั้นจึงเป็นแนวทางสำหรับตลาดหลักทรัพย์ที่จะสนับสนุนการลงทุนจากนักลงทุนสถาบันให้มากยิ่งขึ้น

จากผลการวิจัยที่สรุปไว้เบื้องต้น มีความสอดคล้องกับผลการประเมินการปฏิบัติตามมาตรฐานสากล (มอง CG ตลาดทุนไทย, 2560) ที่ประเมินให้ตลาดทุนไทยมีการปรับปรุงเพิ่มเกี่ยวกับการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน ในด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยให้ตลาดทุนไทยมีมาตรการส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีการกระจายตัวของการถือหุ้น (Free Float) และแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทย ฉบับที่ 3 (2560 - 2564) ที่มุ่งเน้นการเพิ่มสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบัน เพื่อพัฒนาให้กลไกตลาดหลักทรัพย์ด้านการบริหารงานมีประสิทธิภาพ โปร่งใส น่าเชื่อถือ รวมทั้งพัฒนาตลาดทุนไทยให้สามารถ

เข้าถึงได้ แข่งได้ เชื่อมโยง สนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจอย่างยั่งยืนและเกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

นักลงทุน นักวิเคราะห์ และผู้ใช้งบการเงินทั่วไป อาจจะใช้ความสัมพันธ์กำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นแนวทางในการประเมินงบการเงิน เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนเบื้องต้นได้ โดยพิจารณาจากข้อมูลการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันในบริษัทจดทะเบียนว่ามีสัดส่วนที่สูงหรือไม่ คะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับที่สูงหรือไม่ รวมทั้งผลประเมินความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์ปชั่นของบริษัทจดทะเบียน เนื่องจากบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันยิ่งสูงและมีการกระจายตัวของนักลงทุน แสดงว่าผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำกับดูแลของบริษัทจดทะเบียนน้อย ระดับการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ และความโปร่งใสของงบการเงิน ดีกว่าบริษัทที่ไม่มีการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันอยู่เลย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Brain J. Bushee and Christopher F. Noe (2000) ที่พบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันสูง นอกจากจะช่วยให้การจัดการกำกับดูแลในบริษัทน้อยลงแล้ว นักลงทุนสถาบันจะช่วยผลักดันให้บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลมากยิ่งขึ้นด้วย นักลงทุน นักวิเคราะห์ และผู้ใช้งบการเงินทั่วไป อาจจะใช้ข้อมูลดังกล่าวมาเป็นแนวทางหนึ่งในการพิจารณาการลงทุน การวิเคราะห์ เพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่คาดหวังไว้

5.4.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

ควรจะมีการศึกษาเพิ่มเติมโดยใช้ตัวแปรในงานวิจัยนี้เพื่อเปรียบเทียบตัวแบบการวัดการบริหารกำกับดูแลระหว่าง Modified Jones Model โดยการศึกษาเฉพาะกลุ่มบริษัทที่มีธุรกรรมซับซ้อน เช่น กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมการผลิต กลุ่มสถาบันการเงิน และควรใช้ตัวแบบการวัดการบริหารกำกับดูแลแบบอื่น เพื่อทดสอบเพิ่มเติม เช่น Jones Model, Margin Model, Beneish Model, DD Model, McNichols Model เพื่อยืนยันผลการวิจัยและได้ผลการวิจัยที่หลากหลายเพิ่มขึ้น นำไปพัฒนาให้เหมาะสมกับบริบทของประเทศไทยต่อไป

งานวิจัยชิ้นนี้ใช้คะแนนการประเมิน CG Score ที่ประเมินโดยหน่วยงานในไทยเป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งจากผลการวิจัยจะเห็นได้ว่าไม่สามารถใช้เป็นปัจจัยที่นักลงทุนสถาบันต่างชาติใช้ประกอบการตัดสินใจได้ตั้งนั้น จึงอาจมีงานวิจัยในอนาคตที่ทำการเปลี่ยนตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการเป็นคุณลักษณะอื่น ๆ ที่สามารถเป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการได้อย่างเป็นสากล เช่น Asean CG Scorecard คุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัท การเปิดเผยข้อมูลของกิจการ การประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี การปฏิบัติการ แนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีสากล การดำรงตำแหน่งกรรมการหลายบริษัท จำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัท หรือค่าตอบแทนของคณะกรรมการบริษัท เป็นต้น

งานวิจัยในครั้งนี้เป็นการศึกษา โดยตัววัดผลการดำเนินงาน ประกอบด้วย การจัดการกำไร (DACC) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างเดียว ดังนั้นการศึกษาครั้งต่อไปอาจเปลี่ยนตัวแปรตาม ไปศึกษาในประเด็นที่เกี่ยวกับรายงานทางการเงินในด้านอื่น เช่น คุณภาพของกำไร (Quality of Earning) ผลการดำเนินงานของบริษัท (Corporate Performance) ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติ (CAR: Cumulative Abnormal StockReturn) และราคาหุ้น (Stock Price) การเพิ่มขึ้นของอัตราส่วน ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) การเพิ่มขึ้นของกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษอื่น (Net Income before Extraordinary Items) การลดลงของรายจ่ายฝ่ายทุน (Capital Expenditure: CAPEX) อัตราการเติบโตของรายได้ อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ หรือมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท เป็นต้น ซึ่งจะช่วยขยายความรู้ให้กว้างขวางและได้ผลการวิจัยในมุมมองที่หลากหลายขึ้น

เนื่องจากการศึกษาในครั้งนี้มุ่งเน้นศึกษาเฉพาะปัจจัยด้านนักลงทุนสถาบันเพียงอย่างเดียว แต่ในความเป็นจริงมีนักลงทุนหลายประเภท ดังนั้นการศึกษาต่อไปในอนาคตอาจจะขยายประเด็นการศึกษาออกไปอีก เช่น การถือหุ้นของนักลงทุนรายย่อย เป็นต้น เพื่อศึกษาว่ามีปัจจัยใดบ้างที่มีผลต่อการจัดการกำไร ซึ่งทำให้ได้ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ต่อกรณีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้ผลงานวิจัยที่มีประโยชน์มากขึ้น

ในการศึกษาครั้งนี้ เก็บข้อมูลจากเอกสารต่างๆ เช่น รายงานประจำปีแบบ 56-1 ของกิจการ เป็นต้น การศึกษาในครั้งต่อไปควรเพิ่มวิธีการวิจัยอื่น ๆ เช่น การส่งแบบสอบถาม การสัมภาษณ์ผู้บริหารของกิจการ เพื่อให้ได้ข้อมูลที่สมบูรณ์ยิ่งขึ้น และเพื่อให้เห็นแนวโน้ม และจะได้นำมาใช้ประโยชน์อย่างชัดเจน การศึกษาครั้งต่อไปอาจจะศึกษาในช่วงระยะเวลาที่มากขึ้น เช่น จาก 3 ปี เป็น 5 ปี เพื่อพิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี

บรรณานุกรม

- กนกกาญจน์ เรื่องปลอดภัย. (2555). **ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง**. สืบค้นเมื่อ 15 ตุลาคม 2557, จาก http://tdc.thailis.or.th/tdc/search_result.php
- กฤษณา กัมปนาทโกศล. (2551) **การตกแต่งกำไรกับสัดส่วนการถือหุ้น**. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาการบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- จิรัชสร บุณรอด. (2558). **การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. ค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). **หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560**. สืบค้นจาก www.sec.or.th/cgthailand/TH/Documents/Regulation/CGCode.pdf
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563), **ข้อแนะนำการให้สารสนเทศของผู้บริหารบริษัทจดทะเบียน**. สืบค้น 2 พฤษภาคม 2563, จาก https://www.set.or.th/th/regulations/circulated_memo/listed_company/listed_company06_files/bj49_2.pdf
- เตชทัต คุณากรธรรษา. (2557). **การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับการตกแต่งกำไร:หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศไทย**. ค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต(การบริหารการเงิน), มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ณญาดา สุขอนันตธรรม. (2558). **ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพข้อมูลทางบัญชี**. ค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ณรงค์ศักดิ์ อินตะไชยวงศ์. (2556). **ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. ค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
- ณภัทร เอี่ยมวชิรสกุล. (2559). **ASEAN Corporate Governance Scorecard และกลไกบรรษัทภิบาลส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์: ประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และ ประเทศไทย**. ค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ณภัทร เตโช, อภิชาติ จันทราธิบัติ, รัชริย์ มีแก้ว, และอรดี ไกรยุทธศักดิ์. (2560). **แนวทางการป้องกันและปราบปรามการทุจริตในส่วนราชการไทย**. สืบค้น 24 สิงหาคม 2560, จาก http://www.nacc.go.th/download/article_20100126184143.pdf.
- ณัฐชา วัฒนวิไล. (2554). **มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added : EVA TM)**

- KPI ที่บ่งชี้ผลงานได้อย่างเหมาะสม. วารสารนักบริหาร, 31(3), 164-170
- ทิวาพร พุทธิประเสริฐ. (2558). คุณลักษณะของคณะกรรมการและการเข้าร่วมการต่อต้านการทุจริตในองค์กรต่อผลการดำเนินงานของบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100. ค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ธนาภิญญา อัดตฤทธิ. (2561). การกำกับดูแลกิจการกับความเชื่อมั่นของนักลงทุนประเทศไทย ในบริษัทจดทะเบียนของประเทศไทย. ราชภัฏเพชรบูรณ์สาร, 21(2).
- นภพวรรณ ลิ่มตั้ง. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100). ค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- บงกช ตั้งจิระศิลป์. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- เบญจวรรณ ศุภภัทรพร. (2561). ผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาการสถาบันเทคโนโลยีแห่งสุวรรณภูมิ, น.172-190.
- ประภาพร ณ นรงค์. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี. วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร. (2559). คะแนนการกำกับดูแลกิจการและปัจจัยที่มีบทบาทต่อมูลค่าธุรกิจบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย. วารสารบริหารธุรกิจเทคโนโลยีมหานคร, น.1-24.
- พิชามญชู่ อุตราภรณ์. (2553). มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าของกิจการ. ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต(การบริหารการเงิน), มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- พัทธกานต์ ตปนียะ, (2553). การจัดการกำไรที่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่เข้าจดทะเบียนใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและผลการดำเนินงานต่อเนื่องในภายหลัง. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- พรธิดา สีคำ. (2560). อิทธิพลของกระบวนการตรวจสอบภายใน และการบริหารความเสี่ยง ที่มีต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- รมิดา คงเขตวนิช. (2559). การประเมินหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

- อาจารย์ที่ปรึกษาคณะกรรมการบัญชี, มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
 ไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล และ เสาวนีย์ สีขณวัฒน์. (2549). การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยการลงทุน
 หรือไม่. วารสารวิชาชีพบัญชี, 2(4), 4-14.
- วิภาดา ภาโนทัย, และนนิตย์ จันทร์จรัส. (2559). โครงสร้างคณะกรรมการบริหารกับผลการ
 ดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม, วารสารการจัดการ
 มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์, 5(2), 44-55
- วรศักดิ์ ทูมมานนท์. (2543). คุณรู้จัก Creative Accounting และคุณภาพกำไรแล้วหรือยัง?
 กรุงเทพฯ:ไอโอนิค อินเทอร์เน็ต รีซอสเซส.
- ศิลปพร ศรีจันทพร. (2551). ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับ
 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. วารสารวิชาชีพบัญชี, 4(20), 26-39.
- ศิลปพร ศรีจันทพร. (2555). คณะกรรมการ:กลไกของบริษัทภิบาล. วารสารบริหารธุรกิจ, 35, 1-3.
- สมชาย สุภัทรกุล. (2548). แรงจูงใจในการตกแต่งกำไรเพื่อบรรลุเป้าหมายกำไร TBS on
 Corporate Governance – การกำกับดูแลกิจการที่ดี. กรุงเทพฯ:คณะพาณิชยศาสตร์
 และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2563), ห้องเรียนนักลงทุน/หุ้น.
 สืบค้น 2 พฤษภาคม 2563, จาก <https://www.set.or.th/set/education/html.do?name=stock&showTitle=F>
- สังเวียน อินทวิชัย. (2548). การกำกับดูแลกิจการที่ดี:Corporate governance. กรุงเทพฯ:คณะ
 พาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- สังคีต พิริยะรังสรรค์. (2549). ทฤษฎีคอร์รัปชัน. กรุงเทพฯ:ร่วมด้วยช่วยกัน.
- สัตยา ตันจันท์พงศ์. (2554). อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อการวางแผนภาษีของบริษัท
 จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาชีพบัญชี, 10(28), 5-18.
- สุทธิชา เกริกฤทธิ. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับสัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนัก
 ลงทุนสถาบันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์
 บัญชีมหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สุภางค์ ลือภิตินันท์. (2551). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีในมุมมองด้านบทบาท
 ความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการบริษัท และมูลค่าเพิ่มของกิจการ กรณีศึกษา:
 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมพัฒนา
 อสังหาริมทรัพย์. ภาคนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
 มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

- สุรางค์ เห็นสว่าง. (2560). ผลกระทบจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้น ต่อผลตอบแทนส่วนเกินและผลประกอบการเชิงการเงิน: การศึกษาเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.วารสารวิชาการสถาบันเทคโนโลยีแห่งสุวรรณภูมิ, 3(2), 35-51
- สุวรรณณี พีชสิงห์. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ MAI. การประชุมวิชาการระดับชาติ ครั้งที่ 2 มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต
- เสาวลักษณ์ เศรษฐชาตนันท์. 2551. ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และอัตราส่วนทางการเงินของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค. ปรินญาณิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (พณิชยศาสตร์และการบัญชี), จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- อรพรรณ เลิศรุจิวิช. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- อัญญา ชันธวิทย์, ศิลปพร ศรีจันทเพชร และเดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศรี. (2552). การกำกับดูแลเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- อินทิพากุลย์ ศรประสิทธิ์. (2554). บรรษัทภิบาล ค่าตอบแทนผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของกิจการกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- อิสริย์ โชวีวัฒนา. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย:กรุงเทพฯ.

BIBLIOGRAPHY

- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: empirical analysis of listed firms in Ghana, **Journal of Risk Finance**, 6(5), pp.438-45.
- Abor, J. (2007). Debt policy and performance of SMEs evidence from Ghana and South Africa firms, **Journal of Risk Finance**, 8(4), pp.364-79.
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., and Matos, P. (2011). Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors. **Journal of Financial Economics**, 100(1), 154–81.
- Aoki, M. (1984). **The co-operative game theory of the firm**. Oxford: Clarendon.
- Bala, H., & Kumai, G. B. (2015). Board Characteristics and Earnings Management of Food and Beverage Firms in Nigeria. **European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research**, 3(8), 25-41.
- Banderlipe, M. (2009). The impact of selected corporate governance variables in mitigating earnings management in the Philippines. **Dlsu Business and Economics Review**, 19(1), 17-27.
- Brian J. Bushee and Christopher F. Noe. (2000). **The detection of earnings manipulation**. *Financial Analyst Journal*, 55(5), 24–36.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). **Corporate governance and firm performance**. Retrieved June 17, 2018, from <http://ssrn.com/abstract=586423>
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). **Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility**. *Journal of Accounting Research*, 38, 171-202.
- Çelik, S., & Isaksson, M. (2014). Institutional Investors and Ownership Engagement. **OECD Journal: Financial Market Trends**, 2013(2), 93-114.
- Chang, H. H. and Chen, S. W. (2008). The impact of customer interface quality, satisfaction and switching cost on e-loyalty: Internet experience as a moderator. **Computer in Human Behavior**. 24, 2927-2944.
- Charfeddine Lanouar and Abdelaziz Elmarzougui. (2010). Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France. **The IUP Journal of Behavioral Finance**, 7(4), 35-46

- Christensen, C.M. and Bower, J.L. (1996) Customer Power, Strategic Investment and the Failure of Leading Firms. **Strategic Management Journal**, 17, 197-218.
- Chitnomrath, T., Evans, R., & Christopher, T. (2011). Corporate Governance and PostBankruptcy Reorganisation Performance: Evidence from Thailand. **Asian Review of Accounting**, 19(May), 50-67.
- Daniel W. Collins, Guojin Gong & Paul Hribar. (2003). Investor Sophistication and the Mispricing of Accruals. **Review of Accounting Studies** volume 8, 163(3), 251–276
- Davis, Gerald, and E. Han Kim. (2007). **Business ties and proxy voting by mutual funds**. *Journal of Financial Economics*, 85(2), 552-570.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. **The Accounting Review**, 70(2), 193–225.
- Epps, Ruth W. & Cereola, Sandra J., 2008. Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company's operating performance. **Critical Perspectives on Accounting**, 19(8), 1135-1148.
- Evans, J. & Weir, C. (1995). Decision processes, monitoring, incentives and large firm performance in the UK. **Management Decision**, 33(6), 32–37.
- Fodio, M. I., Ibikunle, J., & Oba, V. C. (2013). Corporate governance mechanisms and reported earnings quality in listed Nigerian insurance firms. **International Journal of Finance and Accounting**, 2(5), 279–286. doi: 10.5923/j.ijfa.20130205.01
- Gomper, P. A; Ishii, J. L. & Metrick, A. 2003. “Corporate Governance and Equity prices.” **Quarterly Journal of Economics**, 118(1), 107–155.
- Gupta, A., Priya, B., Williams, J., Sharma, M., Gupta, R., Jha, D. K., Ebrahim, & S. Dhillon, P.K. (2015). **Intra-household evaluations of alcohol abuse in men with Depression and suicide in women: A cross sectional community-based study in Chennai, India**. *BMC public health*, 15(1), 636. ISSN1471-2458 doi:<https://doi.org/10.1186/s12889-015-1864-5>
- Han, K. and Suk, D. (1998). The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence. **Review of Financial Economics**. 7(2), 143-155.

- Harrison, J.S., Bosse, D.A. and Phillips, R.A. (2010). Managing for Stakeholders, Stakeholder Utility Functions, and Competitive Advantage. **Strategic Management Journal**, 31, 58-74.
- Healy, P., & Wahlen, J. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, 13, 365–383.
- Hodgson, A., S. Lhaopadchan, and S. Buakes. (2011). How Informative is the Thai Corporate Governance Index? A Financial Approach. **Journal of Accounting and Information Management**. 19(1), 53-79.
- Healy and Wahlen. (1999). **A review of the earnings management literature and its implications for standard setting**. *Accounting Horizons*, 13, 365–383.
- Hermalin, B., and M. Weisbach. (1991). “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance.” **Financial Management** 20, 4, 101-102.
- Joseph P. H. Fan and T.J. Wong. (2000). Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. **Journal of Accounting Research**. DOI: 10.2139/ssrn.290290
- Kamran Shah and Attaullah Shan. (2014). The Impact of Corporate Governance and Ownership Structure on Earnings Management Practices: Evidence from Listed Companies in Pakistan. **The Lahore Journal of Economics**. 19(2), 27-70
- Kouwenberg, R., Salomons, R., & Thontiraw, P. (2014). Corporate Governance and Stock Returns in Asia. **Quantitative Finance**, 14(6), 965-976.
- K.V. Peasnell, P.F. Pope and S. Young. (2005). Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals. **Journal of Business Finance & Accounting**, 32(7-8), 1311-1346
- Kyereboach, Coleman A., & Beikpe, N. (2002). **The Relationship between Board size, Board composition, CEO Duality and Firm Performance**. (Working paper). University of Stellenbosch Business School (USB).
- Lee, Chi-Wen.; Li, Laura.: & Yue, Heng. (2006). Performance, Growth and Earnings Management. **Review of Accounting Studies**. 11(2/3), 305-334. doi: 10.1007/s11142-006-9009-9
- Lowenstein, L. (1988). **What's wrong with Wall Street: short-term gain and the absentee shareholder**. Reading, Mass:Addison-Wesley.

- Luminita Ionescu. (2012). “**Effects of corporate governance on firm value**”.
Economics, Management, and Financial Markets. Volume 7(4), 215–220,
ISSN 1842-3191.
- McCahery, Joseph A., Zacharias Sautner, and Laura T. Starks. (2011). **Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors.**
AFA 2011 Denver Meetings Paper.
- McConnell, J. and Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics.** 27(2), 595-612.
- Michael L. Lemmon, Karl V. Lins (2003). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. **The Journal of Finance.** 58(4), 393.
- Mulford, C.W., & Comiskey, E.E. (1996). **Financial Warnings.** New York : Wiley.
- Pham, Peter Kien, JoAnn Suchard and Jason Zein. (2007). **Corporate Governance and Alternative Performance Measures:** Evidence from Australian Firms, from
SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1015985>
- Reddy, Y. K. (2009). The Ethics of Corporate Governance: An Asian Perspective.
International Journal of Law and Management, 51(1), 17-26.
- R Ajay and R Madhumathi. (2015). Institutional ownership and earnings management in India. **Indian Journal of Corporate Governance,** 8(2), 119-136
- R Aggarwal, I Erel, R Stulz, R Williamson. (2009). Differences in governance practices between US and foreign firms: Measurement, causes, and consequences. **The Review of financial studies,** 22(8), 3131-3169
- Ross L. Watts and Jerold L. Zimmerman. (1978). Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. **The Accounting Review.** 53(1), 112-134.
- Rountree, B., Weston, J. and Allayannis, G. (2008). Do Investors Value Smooth Performance. **Journal of Financial Economic,** 90, 237-257.
- Samaduzzaman, M., Zaman, F., & Quazi, Z. (2015). Literature Review on Corporate Governance Structure and Performance in Non-Financial Firms in Bangladesh. **Asian Journal of Finance & Accounting,** 7(1), 96-104.

- Siregar, S.V. and Utama, S. (2008), Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia, **International Journal of Accounting**, 43(1), 1-27.
- Shivaram Rajgopal; Mohan Venkatachalam and James Jiambalvo. (1999). **Is institutional ownership associated with earning management and the extent to which stock prices reflect future earnings**. Working Papers
- Soliman, M. M., & Ragab, A. A. (2013). **Board of Director's Attributes and Earning Management: Evidence from Egypt**. Proceedings of 6th International Business and Social Sciences Research Conference. Dubai, UAE.
- Sung Wook Joh. (2003). Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis. **Journal of Financial Economics**. 68(2), 287-322.
- Tantivanichanon, S., Wongsurawat, W., & Rajchamaha, K. (2015). Who Makes the Grade and Why? Corporate Governance Scores in Thailand. **Journal of Advances in Management Research**, 12(3), 249-267.
- Yammeesri, J., & Herath, S. K. (2010). Board Characteristics and Corporate Value: Evidence from Thailand. **The international journal of business in society**, 10(3), 279-292.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป

การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

Descriptive Statistics				
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CGS	.0000	5.0000	3.5382	1.5417
ANTI	1.0000	3.0000	1.8739	.9445
INS	.0000	99.8300	27.7700	26.4036
NOM	.0000	92.7200	11.0386	17.6555
cont1	.3804	2357.4122	40.3582	149.3716
cont2	.0278	1.1166	.4274	.2082
cont3	.6200	9.6371	1.0987	.5203
DACC	-.0311	.0275	.0004	.0041
EVA	-49.2365	32.4496	-2.1780	5.8103
ROE	-131.3100	56.3367	5.9329	16.7501

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis)

		Correlations						
		CGS	ANTI	INS	NOM	SIZE	LEV	SGROWTH
CGS	Pearson							
	Correlation	1	.525**	.245**	-.002	.179**	.186**	.003
ANTI	Pearson							
	Correlation	.525**	1	.071	.090	.173**	.032	-.069
INS	Pearson							
	Correlation	.245**	.071	1	-.127*	.198**	-.057	-.021
NOM	Pearson							
	Correlation	-.002	.090	-.127*	1	.054	-.039	.033
SIZE	Pearson							
	Correlation	.179**	.173**	.198**	.054	1	.135*	.001
LEV	Pearson							
	Correlation	.186**	.032	-.057	-.039	.135*	1	-.034
SGROWTH	Pearson							
	Correlation	.003	-.069	-.021	.033	.001	-.034	1

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

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

การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Stepwise Multiple Regression Analysis)

1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS สำหรับผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร (DACC)

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.166 ^a	.027	.007	.0041083	2.017

a. Predictors: (Constant), SGROWTH, SIZE, NOM, LEV, ANTI, INS, CGS

b. Dependent Variable: DACC

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.000	7	.000	1.372	.216 ^b
	Residual	.006	341	.000		
	Total	.006	348			

a. Dependent Variable: DACC

b. Predictors: (Constant), SGROWTH, SIZE, NOM, LEV, ANTI, INS, CGS

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.001	.001		-1.214	.225		
	CGS	.000	.000	-.104	-1.563	.119	.644	1.552
	ANTI	.001	.000	.132	2.065	.040	.694	1.442
	INS	.000	.000	-.004	-.064	.949	.873	1.145
	NOM	.000	.000	-.019	-.342	.732	.964	1.037
	SIZE	.000	.000	-.008	-.150	.880	.909	1.100
	LEV	.001	.001	.041	.744	.457	.925	1.082
	SGROWTH	.001	.000	.126	2.349	.019	.989	1.012

a. Dependent Variable: DACC

Collinearity Diagnostics ^a											
Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	(Constant)	Variance Proportions						
					CGS	ANTI	INS	NOM	SIZE	LEV	SGRO WTH
1	1	5.452	1.000	.00	.00	.00	.01	.01	.00	.00	.00
	2	.903	2.457	.00	.00	.00	.01	.02	.86	.00	.00
	3	.726	2.740	.00	.00	.00	.07	.79	.03	.00	.00
	4	.389	3.744	.00	.00	.01	.76	.14	.04	.05	.01
	5	.224	4.930	.00	.06	.24	.01	.00	.02	.01	.37
	6	.183	5.460	.00	.00	.09	.03	.02	.01	.59	.24
	7	.075	8.513	.02	.93	.50	.05	.01	.00	.04	.00
	8	.047	10.822	.97	.00	.16	.07	.02	.03	.30	.36

a. Dependent Variable: DACC

Residuals Statistics ^a					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.000861	.007950	.000379	.0006825	349
Residual	-.0306961	.0262923	.0000000	.0040668	349
Std. Predicted Value	-1.817	11.093	.000	1.000	349
Std. Residual	-7.472	6.400	.000	.990	349

a. Dependent Variable: DACC

2. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS สำหรับผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.312 ^a	.097	.079	5.5765353	1.960

a. Predictors: (Constant), SGROWTH, SIZE, NOM, LEV, ANTI, INS, CGS

b. Dependent Variable: EVA

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1141.303	7	163.043	5.243	.000 ^b
	Residual	10573.233	340	31.098		
	Total	11714.536	347			

a. Dependent Variable: EVA

b. Predictors: (Constant), SGROWTH, SIZE, NOM, LEV, ANTI, INS, CGS

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-3.467	1.225		-2.831	.005		
	CGS	.767	.242	.204	3.170	.002	.643	1.554
	ANTI	.533	.380	.087	1.402	.162	.695	1.439
	INS	.005	.012	.021	.378	.705	.872	1.147
	NOM	.017	.017	.050	.958	.339	.965	1.036
	SIZE	.002	.002	.047	.868	.386	.910	1.099
	LEV	-3.425	1.493	-.123	-2.293	.022	.924	1.082
	SGROWTH	-1.225	.578	-.110	-2.119	.035	.989	1.012

a. Dependent Variable: EVA

Collinearity Diagnostics ^a											
Mo del	Dimen sion	Eigenv alue	Conditio n Index	(Const ant)	Variance Proportions						SGRO WTH
					CGS	ANTI	INS	NOM	SIZE	LEV	
1	1	5.454	1.000	.00	.00	.00	.01	.01	.00	.00	.00
	2	.904	2.457	.00	.00	.00	.01	.01	.87	.00	.00
	3	.725	2.743	.00	.00	.00	.07	.79	.03	.00	.00
	4	.389	3.745	.00	.00	.01	.76	.14	.04	.05	.01
	5	.224	4.934	.00	.06	.24	.01	.00	.02	.01	.38
	6	.183	5.462	.00	.00	.09	.03	.02	.01	.60	.23
	7	.075	8.514	.02	.93	.50	.05	.01	.00	.04	.00
	8	.047	10.809	.97	.00	.16	.06	.02	.03	.30	.37

a. Dependent Variable: EVA

Residuals Statistics ^a					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-11.406013	3.781477	-2.177951	1.8135758	348
Residual	-43.1074905	34.9651489	.0000000	5.5200012	348
Std. Predicted Value	-5.088	3.286	.000	1.000	348
Std. Residual	-7.730	6.270	.000	.990	348

a. Dependent Variable: EVA

3. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS สำหรับผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.333 ^a	.111	.093	15.9547799	2.079

a. Predictors: (Constant), SGROWTH, SIZE, NOM, LEV, ANTI, INS, CGS

b. Dependent Variable: ROE

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	10833.157	7	1547.594	6.080	.000 ^b
	Residual	86803.256	341	254.555		
	Total	97636.413	348			

a. Dependent Variable: ROE

b. Predictors: (Constant), SGROWTH, SIZE, NOM, LEV, ANTI, INS, CGS

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	2.844	3.503		.812	.418		
	CGS	2.212	.691	.204	3.200	.002	.644	1.552
	ANTI	1.747	1.087	.099	1.607	.109	.694	1.442
	INS	-.014	.035	-.022	-.402	.688	.873	1.145
	NOM	.046	.049	.049	.939	.348	.964	1.037
	SIZE	.007	.006	.059	1.097	.273	.909	1.100
	LEV	-17.743	4.272	-.221	-4.154	.000	.925	1.082
	SGROWTH	-.744	1.653	-.023	-.450	.653	.989	1.012

a. Dependent Variable: ROE

Collinearity Diagnostics ^a											
Mo del	Dimen sion	Eigenv alue	Conditio n Index	(Const ant)	Variance Proportions						SGRO WTH
					CGS	ANTI	INS	NOM	SIZE	LEV	
1	1	5.452	1.000	.00	.00	.00	.01	.01	.00	.00	.00
	2	.903	2.457	.00	.00	.00	.01	.02	.86	.00	.00
	3	.726	2.740	.00	.00	.00	.07	.79	.03	.00	.00
	4	.389	3.744	.00	.00	.01	.76	.14	.04	.05	.01
	5	.224	4.930	.00	.06	.24	.01	.00	.02	.01	.37
	6	.183	5.460	.00	.00	.09	.03	.02	.01	.59	.24
	7	.075	8.513	.02	.93	.50	.05	.01	.00	.04	.00
	8	.047	10.822	.97	.00	.16	.07	.02	.03	.30	.36

a. Dependent Variable: ROE

Residuals Statistics ^a					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-12.245146	25.051498	5.932880	5.5794050	349
Residual	-129.9614563	49.5489311	.0000000	15.7935001	349
Std. Predicted Value	-3.258	3.427	.000	1.000	349
Std. Residual	-8.146	3.106	.000	.990	349

a. Dependent Variable: ROE

ประวัติผู้ศึกษา

ชื่อ-สกุล	นายสมเกียรติ์ สุวรรณ
วัน เดือน ปีเกิด	11 มิถุนายน 2528
สถานที่เกิด	จังหวัดสมุทรสงคราม
วุฒิการศึกษา	พ.ศ. 2550 บริหารธุรกิจบัณฑิต (การเงินและการธนาคาร) (บธ.บ) มหาวิทยาลัยเอเชียอาคเนย์ พ.ศ. 2554 บัญชีบัณฑิต (บช.บ.) มหาวิทยาลัยเอเชียอาคเนย์
ตำแหน่งหน้าที่ปัจจุบัน	Account Section Manager บริษัท เอส เอฟ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
สถานที่อยู่ปัจจุบัน	319/5 The Unique R.19 ซอยลาดพร้าว 26/2-1 แขวงจอมพล เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900