

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงาน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)
THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE
AND THE PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES
ON THE MARKET FOR ALTERNATIVE
INVESTMENT (MAI)

ยลัดดา บุตรวงศ์
YOLLADDA BUTWONG

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี
มหาวิทยาลัยศรีปทุม
พ.ศ. 2560
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยศรีปทุม

**THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE
AND THE PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES
ON THE MARKET FOR ALTERNATIVE
INVESTMENT (MAI)**

YOLLADDA BUTWONG

**INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT
OF THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF
MASTER OF ACCOUNTANCY SCHOOL OF ACCOUNTANCY
SRIPATUM UNIVERSITY**

2017

COPYRIGHT OF SRIPATUM UNIVERSITY

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี
กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)
THE RELATIONSHIP BETWEEN
CORPORATE GOVERNANCE AND
THE PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES
ON THE MARKET FOR
ALTERNATIVE INVESTMENT (MAI)

นักศึกษา

ชลลัดดา บุตรวงศ์ รหัส 59501976

หลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

คณะ

บัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรรยาศักดิ์

คณะกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

.....ประธานกรรมการ

(รองศาสตราจารย์ สุขจิตต์ ณ นคร)

.....กรรมการ

(ดร.ประเวศ เพ็ญวุฒิกุล)

.....กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรรยาศักดิ์)

คณะบัญชีมหาวิทยาลัยศรีปทุม อนุมัติให้นำการค้นคว้าอิสระฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

คณบดีคณะบัญชี

.....
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรรยาศักดิ์)

วันที่.....เดือน.....พ.ศ.....

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)
คำสำคัญ	การกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลการดำเนินงาน
นักศึกษา	ชลลัดดา บุตรวงศ์ รหัส 59501976
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สีนจรรยาภักดิ์
หลักสูตร	บัญชีมหาบัณฑิต
คณะ	บัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม
พ.ศ.	2560

บทคัดย่อ

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยใช้ตัวแปรที่เหมาะสมสำหรับการวัดความเข้มข้นของระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งประกอบด้วย 1) สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน 2) สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย 3) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น 4) สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด และ 5) จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท ในขณะที่เดียวกันตัวแปรผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจะได้รับการวัดค่าโดยการใช้อัตราการเติบโตของยอดขายและอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ โดยครอบคลุมเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีเริ่มต้นตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม ถึงสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ระหว่างปี พ.ศ. 2556-2559 ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินและบริษัทที่อยู่ในหมวดพื้นที่ปฏิบัติการ จำนวน 58 บริษัท โดยทำการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตของยอดขาย แต่จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตของยอดขายและอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ สำหรับตัวแปรอื่น ๆ ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดีเพราะนักศึกษาได้รับความกรุณาและคำแนะนำจาก ท่านอาจารย์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จิตาภรณ์ ลินจตุศักดิ์ ซึ่งเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาในการค้นคว้าอิสระ ฉบับนี้ ขอขอบพระคุณ ดร.อัมพล ชุสนุก และ ดร.ฉวีวรรณ ชุสนุก ซึ่งเป็นอาจารย์ผู้สอน วิชาการเบียดวิธีวิจัยทางการบัญชี ขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ กัลยาภรณ์ ปานมะเร็ง เบอร์ก ซึ่งเป็นอาจารย์สอนวิชานโยบายธุรกิจและการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งทำให้นักศึกษาได้รับความรู้ เพื่อนำมาสร้างสรรค์การค้นคว้าอิสระครั้งนี้ รวมทั้งคณาจารย์ทุกท่านในการประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ ในศาสตร์ด้านการบัญชี การเงิน การวิเคราะห์ธุรกิจ และด้านการวิจัย ตลอดจนเจ้าของผลงาน ตำรา และเอกสารทางวิชาการทุกฉบับที่นักศึกษานำมาศึกษาก่อให้เกิดแนวคิดอันมีค่าต่อการค้นคว้าอิสระ ฉบับนี้ นักศึกษาขอขอบคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ ที่นี้

ขอขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ ครอบครัว และเพื่อน ๆ ร่วมชั้นเรียนทุกท่านที่คอยเป็น กำลังใจ ช่วยเหลือและเป็นแรงสนับสนุนในการค้นคว้าอิสระให้สำเร็จลุล่วงด้วยดี ตลอดจนผู้เกี่ยวข้อง ทุกท่านที่ได้สละเวลาอันมีค่าและให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการค้นคว้าอิสระครั้งนี้

คุณค่าและประโยชน์จากการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ นักศึกษาขอมอบเป็นเครื่องบูชาพระคุณ บิดามารดา ตลอดจนอาจารย์และผู้มีพระคุณที่ให้การอบรมสั่งสอน ประสิทธิ์ประสาทวิชา ซึ่งนักศึกษานำความรู้ที่ได้รับไปพัฒนาการทำงานให้ดียิ่งขึ้น เพื่อประโยชน์ต่อตนเอง สังคม และประเทศชาติต่อไป

ชลลัดดา บุตรวงศ์

กันยายน 2560

สารบัญ

บทคัดย่อภาษาไทย.....	I
กิตติกรรมประกาศ.....	II
สารบัญ.....	III
สารบัญตาราง.....	V
สารบัญภาพ.....	VI

บทที่	หน้า
1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการศึกษา.....	3
กรอบแนวคิดในการศึกษา.....	3
สมมติฐานของการศึกษา.....	4
ขอบเขตของการศึกษา.....	5
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	5
นิยามศัพท์.....	6
2 แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	8
ทฤษฎีตัวแทน.....	8
แนวคิดการกำกับดูแลกิจการ.....	12
แนวคิดการวัดผลการดำเนินงาน.....	19
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	24
3 ระเบียบวิธีการศึกษา.....	33
รูปแบบการศึกษา.....	33
ประชากร.....	33
ขั้นตอนการดำเนินการศึกษา.....	34
เครื่องมือการศึกษา.....	34

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	36
สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล.....	37
4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	38
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา.....	38
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน.....	40
5 สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	45
สรุปผลการศึกษา.....	45
อภิปรายผล.....	46
ข้อเสนอแนะ.....	49
บรรณานุกรม.....	50
ภาคผนวก.....	54
ประวัติผู้ศึกษา.....	58

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรอิสระ.....	38
2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรตาม.....	39
3 การตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ โดยการวิเคราะห์ถดถอยพหุเมื่ออัตราการเติบโต ของยอดขายเป็นตัวแปรตาม.....	40
4 การตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ โดยการวิเคราะห์ถดถอยพหุเมื่ออัตราการเปลี่ยนแปลง ของกำไรสุทธิเป็นตัวแปรตาม.....	41
5 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตของยอดขาย.....	41
6 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ.....	43
7 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานวิเคราะห์ถดถอยพหุ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโต ของยอดขาย.....	44
8 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานวิเคราะห์ถดถอยพหุ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ.....	44
9 รายชื่อบริษัทที่มีคุณสมบัติตามเกณฑ์ที่กำหนด.....	55

สารบัญภาพ

ภาพประกอบที่	หน้า
1 กรอบแนวคิดในการศึกษา.....	4
2 แนวคิดตัวแทนของกิจการ.....	9
3 ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และผู้บริหาร.....	11
4 แนวทางในการประเมินมูลค่ากิจการ.....	20

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การล้มละลายของ บริษัทเอนรอน (Enron Corp) ซึ่งเป็นบริษัทยักษ์ใหญ่ด้านพลังงานของสหรัฐอเมริกาอันเนื่องมาจากการตกแต่งบัญชี ผู้บริหารและกรรมการต่างละเลยการทำหน้าที่ของตนในการตรวจสอบและปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ทำให้บริษัทขาดทุนจนเข้าสู่ภาวะล้มละลายรวมไปถึงกรณีของ Parmalat ซึ่งเป็นบริษัทยักษ์ใหญ่ของอิตาลีที่ติดอันดับโลกด้านผลิตภัณฑ์อาหารที่ทำจากนมและเจ้าของสโมสรฟุตบอล Parma ซึ่งประสบปัญหาเช่นเดียวกับ Enron คือ มีการตกแต่งบัญชีเพื่อหลบเลี่ยงภาษีและกระทำการเอื้อประโยชน์แก่พวกพ้องโดยผ่านถ่ายทรัพย์สินสู่ผู้บริหารบางกลุ่มจนทำให้บริษัทขาดทุนสะสมคิดเป็นมูลค่ารวมเกือบ 1% ของ GDP รวมของประเทศ และต้องล้มละลายในที่สุด กรณีดังกล่าวได้สร้างความสั่นสะเทือนไปทั่วทั้งวงการธุรกิจและได้ส่งสัญญาณไปทั่วโลกถึงหายนะทางธุรกิจอันเนื่องมาจากการขาดจรรยาบรรณ ความไม่โปร่งใส ซึ่งเป็นข้อพิสูจน์ได้ว่าหากประเทศใดเพิกเฉยต่อการสร้างหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในตลาดทุนแล้ว จะเป็นการบ่มเพาะปัญหาแก่ความมั่นคงของตลาดทุนภายในประเทศนั้น ซึ่งเป็นเรื่องยากที่จะสร้างความเชื่อมั่นและดึงดูดเม็ดเงินลงทุนของต่างชาติเข้าสู่ประเทศของตนได้

ในการตัดสินใจลงทุนผู้ลงทุนมักพิจารณาผลประกอบการของบริษัทเป็นอันดับแรก ปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่ส่งผลต่อราคาหุ้น คือ การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) เพราะบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมมีการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ซึ่งจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน สำหรับผู้ลงทุนต่างชาติ โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันที่จะนำเงินมาลงทุนในบริษัทต่างประเทศเพื่อหวังผลตอบแทนที่คุ้มค่านั้น มักพิจารณาถึงการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจลงทุน ผลการวิจัยของ European Corporate Governance Institute: ECGI ซึ่งเป็นองค์กรไม่แสวงหาผลกำไรที่มุ่งพัฒนาบรรษัทภิบาลในทวีปยุโรปเป็นหลัก ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยในการตัดสินใจเลือกลงทุนในบริษัทต่างประเทศของผู้ลงทุนชาวสหรัฐอเมริกาที่มีการลงทุนในบริษัทกว่า 4 พันแห่งใน 29 ประเทศที่อยู่ในกลุ่ม Emerging Markets ผลการศึกษาพบว่ากลุ่มตัวอย่างเลือกลงทุนในบริษัทต่างประเทศที่มีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นส่วนใหญ่ เพราะเชื่อมั่นว่าการลงทุนในบริษัทที่จัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี

จะช่วยลดปัญหาความเสี่ยงจากการสูญเสียเงินลงทุนได้ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

แม้ว่าประเทศไทยจะมีได้อยู่ในภาวะวิกฤตแต่การสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็ยังคงมีความจำเป็นที่จะต้องดำเนินการอย่างต่อเนื่องในระยะยาว ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีแรงจูงใจและส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี นับตั้งแต่ปี 2545 เป็นต้นมา โดยเสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ให้แก่บริษัทจดทะเบียนเพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติในขั้นเริ่มแรก ต่อมาในปี 2549 ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการขององค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Cooperation and Development) หรือที่เรียกว่า OECD และข้อเสนอแนะของธนาคารโลก (World Bank) จากการเข้าร่วมโครงการประเมินผลการปฏิบัติตามมาตรฐานสากลด้านบรรษัทภิบาล หรือ โครงการ CG-ROSC (Report on the Observance of Standards and Codes: Corporate Governance Country Assessment) ซึ่งในปี 2555 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ทำการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนอีกครั้ง โดยปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมในส่วนของแนวปฏิบัติที่ดีของทั้ง 5 หมวด ให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) ซึ่งเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนสำหรับประเทศในกลุ่ม ASEAN (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560) และในปี 2560 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ Corporate Governance Code (CG Code) สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 เพื่อเป็นหลักปฏิบัติให้คณะกรรมการบริษัทซึ่งเป็นผู้นำหรือผู้รับผิดชอบสูงสุดขององค์กรนำไปปรับใช้ในการกำกับดูแลกิจการให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาว นำเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่นเพื่อประโยชน์ในการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน ตรงตามความมุ่งหวังของทั้งภาครัฐกิจผู้ลงทุน ตลอดจนตลาดทุน และสังคมโดยรวมสำหรับรายงานที่ต้องจัดส่งในปี พ.ศ. 2561 เป็นต้นไป (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีบทบาทสำคัญต่อการพัฒนาระบบเศรษฐกิจไทย โดยเป็นกลไกและช่องทางในการระดมทุนของผู้ประกอบการธุรกิจให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560) และเพื่อเป็นการส่งเสริมการระดมทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ใหม่ (Market for Alternative Investment หรือ MAI) ขึ้น ด้วยการอนุมัติของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เมื่อวันที่ 21 มิถุนายน 2542 เพื่อส่งเสริมให้ธุรกิจขนาดเล็กและขนาดกลางสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่เพียงพอได้ การมีตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) เป็นการพัฒนาคาตลาดทุนของประเทศไทย

อีกชั้นหนึ่ง สร้างช่องทางในการระดมทุนให้แก่บริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูง (Growth companies) และยังให้โอกาสธุรกิจขนาดเล็กที่มีแนวโน้มการเติบโตดีในอนาคต (Business for the Future) ในการขยายตัว จนกว่าจะมีขนาดใหญ่พอ และมีศักยภาพที่จะนำหุ้นเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546)

กลยุทธ์การเจริญเติบโต (Growth Strategies) มักถูกนำมาใช้สำหรับกิจการที่อยู่ในระยะการเติบโต และขยายตัว โดยการเสนอสินค้าหรือบริการให้เป็นที่ยอมรับของตลาดและนักลงทุน เพื่อให้บริษัท มียอดขายสูงขึ้น ต้นทุนต่อหน่วยลดลง และนำผลกำไรที่ได้รับเพิ่มมากขึ้นนั้นไปลงทุนต่อและขยายกิจการ ให้เติบโตต่อไป ซึ่งบริษัทที่มียอดขายและผลกำไรในอดีตที่ผ่านมาสูงกว่ามาตรฐานในอุตสาหกรรมเดียวกัน มักจะมีความสามารถในการบริหารและความเป็นไปได้ที่จะลงทุนในโครงการที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่า ที่คาดไว้ ดังนั้น ผลที่ได้รับคือยอดขายและผลกำไรของบริษัทจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่ามาตรฐาน และบริษัทอื่น ๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกัน ส่งผลให้บริษัทเจริญก้าวหน้าและมีผลการดำเนินงานธุรกิจที่ดี ทำให้เป็นที่สนใจของนักลงทุน (ชลวรธรรม บุญมีสุข, 2557, หน้า 5)

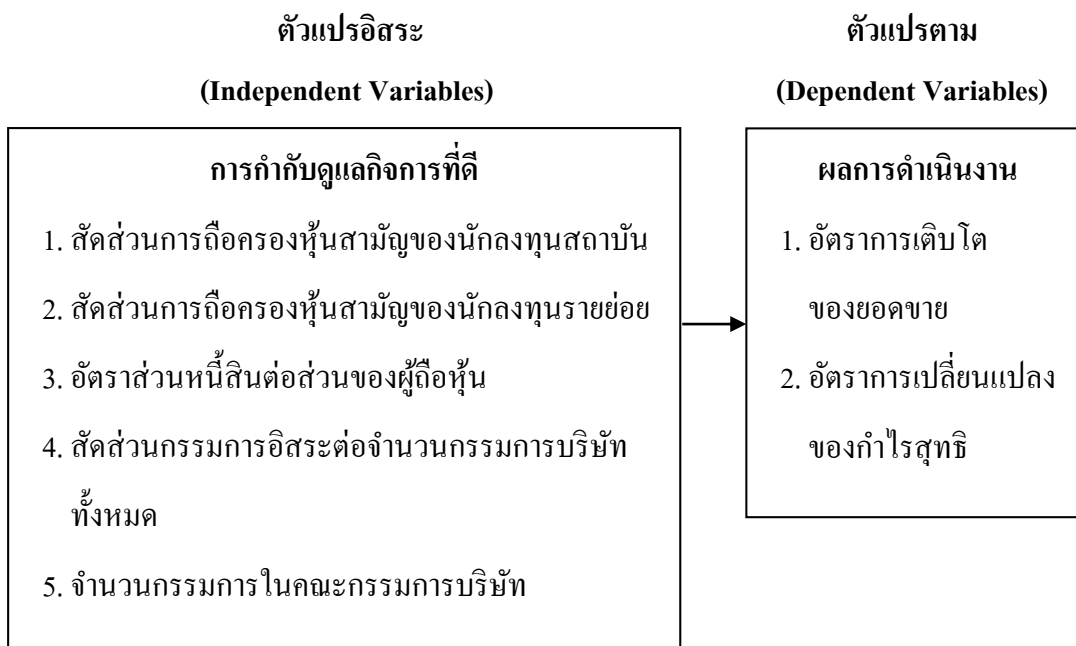
จากความเป็นมาและความสำคัญของปัญหาดังกล่าวข้างต้น จึงเป็นสาเหตุจูงใจให้ผู้ศึกษา สนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

กรอบแนวคิดในการศึกษา

การศึกษาคือความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ผู้ศึกษาได้จำแนกตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 2 กลุ่ม ดังนี้



ภาพประกอบที่ 1 กรอบแนวคิดในการศึกษา

สมมติฐานของการศึกษา

จากกรอบแนวคิดในการศึกษาสามารถกำหนดสมมติฐานเพื่อทำการทดสอบได้ดังนี้

H1: การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

H1a: สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

H1b: สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

H1c: อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

H1d: สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมดมีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

H1e: จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

H2: การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

H2a: สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

H2b: สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

H2c: อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

H2d: สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมดมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

H2e: จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษานี้ได้ทำการศึกษากำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยใช้ข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) ระหว่างปี พ.ศ. 2557-2559 และใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานจากงบการเงินประจำปีที่มีรอบระยะเวลาบัญชีเริ่มต้นตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ระหว่างปี พ.ศ. 2556-2559

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ก่อให้เกิดประโยชน์ ดังนี้

ประโยชน์ด้านวิชาการ

1. เพื่อเพิ่มเติมองค์ความรู้ และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตของยอดขาย อันได้แก่ การกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่ประกอบด้วย สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด และจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท

2. เพื่อเพิ่มเติมองค์ความรู้ และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตรา การเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ อันได้แก่ การกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่ประกอบด้วย สัดส่วนการถือครอง หุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด และ จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท

ประโยชน์ด้านปฏิบัติการ

1. เพื่อเป็นแนวทางให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ปรับใช้ การกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อสร้างผลการดำเนินงานในระดับที่สูงขึ้น อันจะนำไปสู่การตอบสนอง ความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียในที่สุด

2. เพื่อเป็นแนวทางให้องค์กรที่ดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ปรับใช้การกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อสร้างผลการดำเนินงานในระดับที่สูงขึ้น อันจะนำไปสู่การตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียในที่สุด

นิยามศัพท์

การกำกับดูแลกิจการที่ดี หมายถึง เป็นระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของ ความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้มีส่วนได้เสียโดยตรง เพื่อสร้างความสามารถ ในการแข่งขันนำไปสู่ความเจริญเติบโตอย่างมั่นคง โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด และจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท เป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน

สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน หมายถึง สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญ ของนักลงทุนสถาบันต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท แสดงให้เห็นถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดี ด้านสิทธิของผู้ถือหุ้น โดยสัดส่วนนี้จะถูกคำนวณค่าในวันสิ้นงวดเวลาใดเวลาหนึ่งที่กำหนดไว้

สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย หมายถึง สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญ ของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท แสดงให้เห็นถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดี ด้านการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน โดยสัดส่วนนี้จะถูกคำนวณค่าในวันสิ้นงวดเวลาใดเวลาหนึ่งที่กำหนดไว้

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัท แสดงให้เห็นถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้านบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย โดยผู้ให้กู้ยืมมีแรงจูงใจ

ที่จะเข้ามามีบทบาทในการกำกับและตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัท เพื่อรักษาผลประโยชน์ของคนที่จะผลักดันให้บริษัทจ่ายชำระหนี้สินตามกำหนดเวลาที่ระบุไว้ ทั้งนี้ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนจะถูกคำนวณ ณ วันสิ้นงวดเวลาใดเวลาหนึ่งที่กำหนดไว้

สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด หมายถึง สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด แสดงให้เห็นถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้านการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส โดยสัดส่วนนี้จะถูกคำนวณบนพื้นฐานการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทในปีที่กำหนดไว้ที่ระบุว่ากรรมการบริษัทท่านใดเป็นอิสระอย่างชัดเจน

จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท หมายถึง จำนวนกรรมการของคณะกรรมการบริษัท แสดงให้เห็นถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้านความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ซึ่งหน้าที่ของคณะกรรมการจะช่วยให้การกำกับดูแลการบริหารจัดการของบริษัทเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ได้อย่างเป็นรูปธรรม โดยยังมีจำนวนมากเท่าใดก็หมายความว่าคณะกรรมการของบริษัทจะยังมีความรู้และประสบการณ์ที่หลากหลายและเต็มเต็มซึ่งกันและกัน จนนำไปสู่การตัดสินใจที่มีประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการได้เป็นอย่างดี

ผลการดำเนินงาน หมายถึง ความสำเร็จหรือผลประโยชน์จากการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้อัตราการเติบโตของยอดขายและอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิเป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

อัตราการเติบโตของยอดขาย หมายถึง การเปลี่ยนแปลงยอดขายของบริษัทในปีปัจจุบันเปรียบเทียบกับยอดขายของปีก่อน ซึ่งจะถูกคำนวณ ณ วันสิ้นงวดเวลาใดเวลาหนึ่งที่กำหนดไว้

อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ หมายถึง การเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิของบริษัทในปีปัจจุบันเปรียบเทียบกับกำไรสุทธิของปีก่อน ซึ่งจะถูกคำนวณ ณ วันสิ้นงวดเวลาใดเวลาหนึ่งที่กำหนดไว้

ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) หมายถึง เป็นแหล่งระดมทุนของธุรกิจที่มีศักยภาพขนาดกลางและเล็ก ซึ่งมีทุนชำระแล้วหลัง IPO ตั้งแต่ 50 ล้านบาทขึ้นไป โดยเน้นธุรกิจที่มีการเติบโตสูงและมีแนวโน้มการเติบโตดีในอนาคต อย่างไรก็ตามแนวทางการพิจารณาค่าของรับอนุญาต IPO จากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนแนวทางการปฏิบัติภายหลังการเข้าจดทะเบียนแล้วจะไม่มีแตกต่างจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

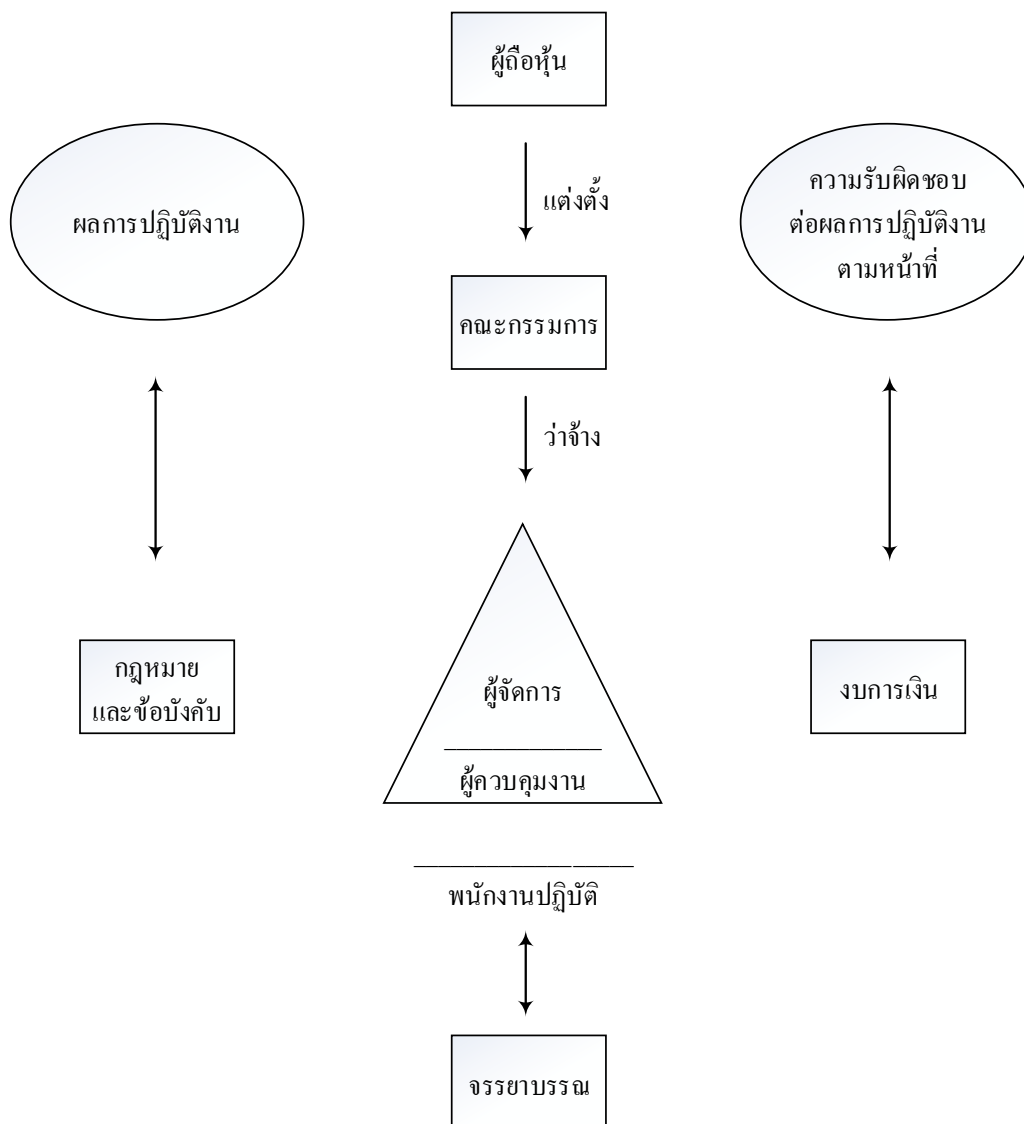
การค้นคว้าอิสระเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ผู้ศึกษาได้ค้นคว้าแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

1. ทฤษฎีตัวแทน
2. แนวคิดการค้ากับดูแลกิจการ
3. แนวคิดการวัดผลการดำเนินงาน
4. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน

สำหรับกิจการขนาดเล็กเจ้าของเงินทุนกับผู้บริหารมักเป็นบุคคลคนเดียวกัน เมื่อเกิดความผิดพลาดจากการบริหารงาน เจ้าของเงินทุนหรือผู้บริหารจึงเป็นบุคคลที่ต้องรับผิดชอบผลการบริหารงานนั้น แต่เมื่อกิจการมีการเติบโตขึ้น จึงมีความจำเป็นต้องระดมทุนจากภายนอกเพื่อขยายธุรกิจ ส่งผลให้กิจการต้องเกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้เสียอื่น รูปแบบการบริหารงานจึงเปลี่ยนแปลงไป ดังนั้น เพื่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มในระดับที่สูงขึ้นกิจการอาจจ้างผู้บริหารมืออาชีพมาช่วยในการบริหารงาน

Jensen & Meckling (1976) เสนอทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) โดยอธิบายว่า เจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานแต่เพียงคนเดียวได้ จึงต้องว่าจ้างผู้ที่มีความรู้ความสามารถเข้ามาบริหารงานแทนตน ตามทฤษฎีนี้เป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย กล่าวคือ ฝ่ายที่เป็นผู้มอบอำนาจ เรียกว่าตัวการ (Principal) ซึ่งหมายถึงเจ้าของกิจการ ขณะที่อีกฝ่ายเรียกว่าตัวแทน (Agent) หมายถึงผู้บริหารที่ได้รับการแต่งตั้งจากเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นผู้รับมอบอำนาจในการบริหารงาน ให้เข้ามาบริหารกิจการให้เกิดมูลค่าในระดับที่สูงขึ้น ความสัมพันธ์ดังกล่าวก่อให้เกิดการแยกความเป็นเจ้าของกับการควบคุมกิจการออกจากกัน (Separation ownership and control) ซึ่งตัวแทนหรือคณะกรรมการมีบทบาทหน้าที่ในการกำหนดกลยุทธ์และบริหารจัดการองค์กรให้บรรลุตามวัตถุประสงค์ที่ตั้งไว้ ขณะเดียวกัน ผู้จัดการ ผู้ควบคุมงาน และพนักงาน เป็นผู้มีหน้าที่นำกลยุทธ์ดังกล่าวไปสู่การปฏิบัติ ดังแสดงตามภาพประกอบที่ 2



ภาพประกอบที่ 2 แนวคิดตัวแทนของกิจการ

ที่มา: อัญญา ขันทวีทย์, ศิลปพร ศรีจันทเพชร และเดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศรี (2552)

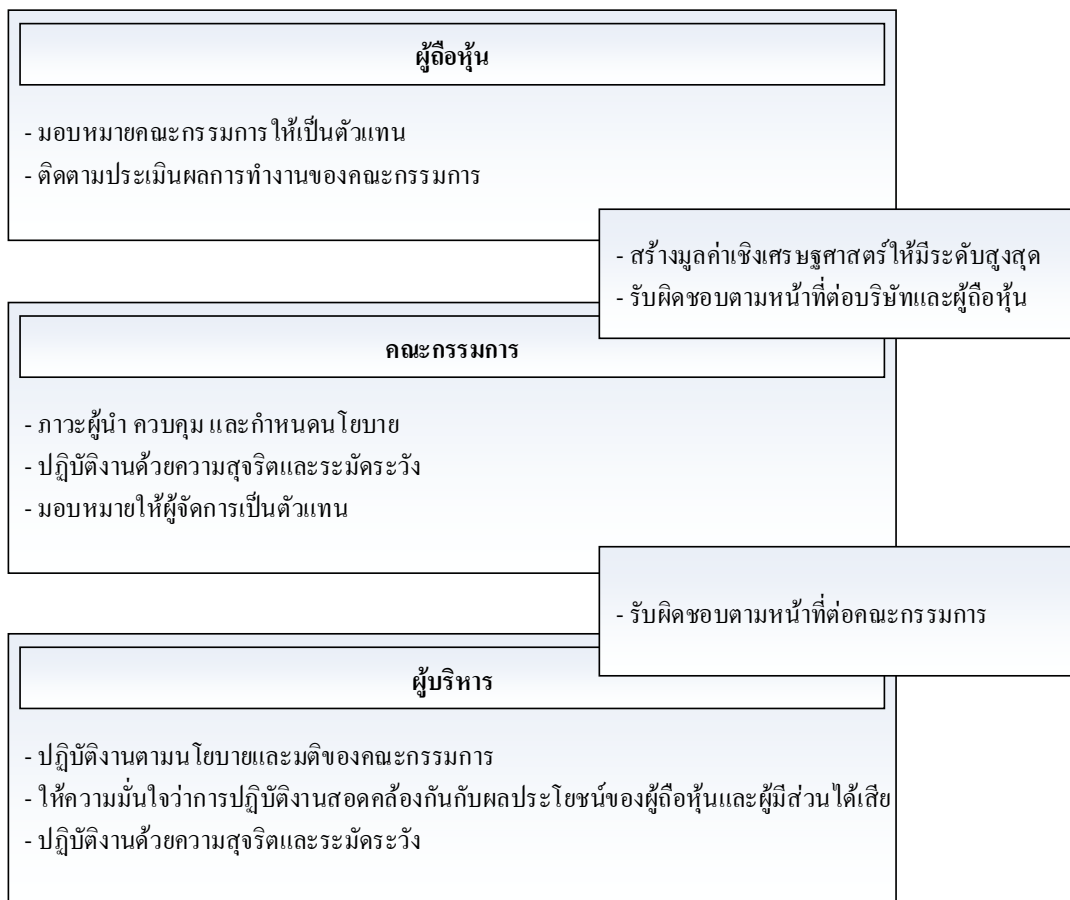
หากคณะกรรมการยังคงบริหารงานเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น มูลค่าของกิจการจะยังคงสามารถสร้างได้ในระดับที่สูงขึ้น แต่ถ้าหากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของตัวแทนกับตัวการไม่สอดคล้องกัน จะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น ซึ่งจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลงจากระดับที่ควรจะเป็น ปัญหาที่จะเกิดขึ้นจากการที่องค์กรมีการแบ่งแยกระหว่างผู้บริหารและเจ้าของ มีดังต่อไปนี้

1. ความขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นจากการเห็นแก่ผลประโยชน์ส่วนตนจนไปขัดแย้งกับหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย จนทำให้ประโยชน์ของกิจการเสียไป

2. Moral Hazard เป็นปัญหาที่เกิดจากตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจได้ว่าตัวแทนหรือคณะกรรมการที่เลือกเข้ามานั้น ได้ใช้ความพยายามสูงสุดในการทำงานหรือทำงานอย่างเต็มประสิทธิภาพหรือไม่

3. Adverse Selection เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นเมื่อตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจได้ว่าตัวแทนหรือคณะกรรมการที่เลือกเข้ามานั้น มีความสามารถในการบริหารงานสอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวการกับตัวแทนเป็นลักษณะความสัมพันธ์ในทางธุรกิจ กล่าวคือ ตัวแทนได้รับค่าตอบแทนให้เข้ามาดำเนินงานแทนตัวการ โดยมีหน้าที่ต้องรายงานผลการดำเนินงาน ฐานะการเงินของกิจการ พร้อมทั้งส่งมอบผลประโยชน์ให้แก่ตัวการ การกระทำดังกล่าวก่อให้เกิดความเกี่ยวพันกันตามกฎหมายว่าด้วยตัวแทน เป็นความรับผิดชอบอันเกิดจากความไว้วางใจ (Fiduciary Duties) ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น โดยที่กรรมการมีความรับผิดชอบตามหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้น ขณะที่ฝ่ายจัดการมีความรับผิดชอบตามหน้าที่ต่อคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น ซึ่งผู้ถือหุ้นจะเป็นผู้คัดเลือกกรรมการ ส่วนกรรมการจะทำหน้าที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น ในการคัดเลือกผู้บริหารเข้ามาบริหารงานให้แก่กิจการ ความสัมพันธ์ระหว่างทั้งสามฝ่าย แสดงตามภาพประกอบที่ 3



ภาพประกอบที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และผู้บริหาร
ที่มา: อัญญา ชันชวิทย์, ศิลปพร ศรีจันทเพชร และเดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศรี (2552)

กลไกผลการปฏิบัติงาน (Performance) และกลไกความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามหน้าที่ (Accountability) จะทำให้ผู้บริหารยังคงปฏิบัติงานให้เกิดมูลค่าสูงสุดต่อกิจการ ทั้งนี้รวมถึง การมีกฎหมายและข้อบังคับที่พึงปฏิบัติ ซึ่งจะทำให้การกำกับดูแลกิจการสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผลยิ่งขึ้น ทั้งนี้ ผู้ถือหุ้นสามารถตรวจสอบการบริหารงานเพื่อแก้ปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้โดยการกำหนดทิศทางการดำเนินงานผ่านการออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัท ซึ่งจะเป็นการโน้มน้าวผลการตัดสินใจของคณะกรรมการ นอกจากนี้ กลไกการครอบครองกิจการแบบปรักษ์จะทำให้ผู้บริหารเกรงกลัวต่อการถูกยึดอำนาจยอมทำให้ผู้บริหารทำงานอย่างมีความรับผิดชอบมากขึ้น

ดังนั้น จึงได้มีการศึกษาเพื่อระบุกลไกที่จะทำให้ผู้บริหารปรับเปลี่ยนพฤติกรรมแล้วบริหารงานให้สอดคล้องกับการสร้างมูลค่าที่สูงขึ้นให้ได้ ทั้งนี้ การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเป็นทางเลือกหนึ่งที่เจ้าของกิจการอาจเลือกนำมาใช้

แนวคิดการกำกับดูแลกิจการ

ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

Pakinson (1994) กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หรือเรียกว่า บรรษัทภิบาล หมายถึง เป็นกระบวนการแห่งการกำกับดูแลและการควบคุม ซึ่งอาจเกิดขึ้นภายในหรือภายนอกกิจการ เพื่อประกันความสัมพันธ์ของผู้บริหารที่มีต่อเจ้าของกิจการว่าเป็นเพื่อประโยชน์สูงสุดแก่เจ้าของกิจการเท่านั้น

องค์การเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organization for Economic Co-Operation and Development: OECD) (2004) ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการว่า เป็นระบบการกำกับและควบคุมกิจการ โดยการแบ่งแยกสิทธิและหน้าที่ของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็น คณะกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น หรือผู้มีส่วนได้เสียอื่น โดยกำหนดเป็นหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติ เพื่อใช้ในการตัดสินใจในกรณีต่าง ๆ โดยยึดวัตถุประสงค์ของกิจการเป็นสำคัญ

สังเวียน อินทรวิชัย (2545) กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการ เป็นระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำและการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบต่อหน้าที่ด้วยความโปร่งใส และสร้างความสามารถในการแข่งขันเพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มคุณค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว ภายในกรอบการมีจริยธรรมที่ดี โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่นและสังคมโดยรวมประกอบ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2558) ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หรือบรรษัทภิบาลว่าเป็นระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้มีส่วนได้เสียโดยตรง เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันนำไปสู่ความเจริญเติบโตอย่างมั่นคง โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น

นอกจากนี้ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2560) กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการ มีชื่อเรียกอื่นที่อาจได้ยินในบริบทต่าง ๆ เช่น ธรรมภิบาล บรรษัทภิบาล หรือ Corporate Governance หรือ CG ซึ่งอาจพูดรวม ๆ มีความทำนองเดียวกันว่า หมายถึง การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

สรุปได้ว่า การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง การจัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำและการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบต่อหน้าที่ด้วยความโปร่งใสและความสามารถในการแข่งขัน เพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวภายใต้กรอบการมีจริยธรรมที่ดี โดยคำนึงถึงผู้ถือหุ้น ผู้มีส่วนได้เสียอื่นและสังคมโดยรวมประกอบ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและประสิทธิผลของการดำเนินงาน รวมทั้งสร้างความสัมพันธ์อันดีของผู้มีส่วนได้เสีย ช่วยส่งเสริมและ

สนับสนุนการดำเนินงานให้กิจการสามารถดำเนินงานได้อย่างราบรื่น สามารถแข่งขันในตลาดได้เติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืน

วัตถุประสงค์ของการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการมีวัตถุประสงค์และหน้าที่หลัก คือ การกำกับ การติดตาม การควบคุม และการดูแลตัวแทน เพื่อให้ทรัพยากรของกิจการได้นำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิภาพ ตรงตามเป้าหมาย ทั้งนี้เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดตอบแทนกลับไปยังผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างเป็นธรรม

ความเป็นมาของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องในการพัฒนาหลักกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเริ่มศึกษาและแนะนำเกี่ยวกับบทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบให้แก่บริษัทจดทะเบียนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 ก่อนเกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 เพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนให้ขึ้นไปตามหลักการและมาตรฐานสากลอันเป็นที่ยอมรับ

ต่อมาปี พ.ศ. 2541 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ออกข้อบังคับให้บริษัทจดทะเบียนต้องจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบภายในปี พ.ศ. 2542 พร้อมจัดทำข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียน (Code of Best Practice for Directors of Listed Companies) เพื่อเป็นแนวทางสำหรับการปฏิบัติงานของกรรมการ

ในปี พ.ศ. 2544 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แต่งตั้ง “คณะกรรมการเพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance Committee)” เพื่อจัดทำ “แนวทางการเผยแพร่รายงานการกำกับดูแลกิจการ” ให้บริษัทจดทะเบียนนำไปใช้เป็นแนวทางในการเปิดเผยการกำกับดูแลกิจการของตนได้อย่างถูกต้องและเหมาะสม โดยถือเป็นก้าวแรกในการสร้างความตระหนักถึงการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการ อันนำไปสู่การพัฒนาตลาดทุนที่มีความโปร่งใสและน่าเชื่อถือ

ปี พ.ศ. 2545 รัฐบาลไทยได้กำหนดให้เป็นปีเริ่มต้นในการรณรงค์เรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีการจัดตั้ง “คณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติ” ขึ้น ประกอบด้วยผู้แทนจากหน่วยงานทั้งภาครัฐและเอกชนร่วมกันเพื่อขับเคลื่อนให้เห็นเป็นรูปธรรม พร้อมกันนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รณรงค์และส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ให้แก่บริษัทจดทะเบียนเพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติในขั้นเริ่มแรก เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีไปปฏิบัติได้อย่างเป็นรูปธรรมตั้งแต่รอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2545 เป็นต้นไป โดยเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการดังกล่าว รวมทั้งเหตุผลที่ไม่สามารถปฏิบัติได้ (ถ้ามี) ในแบบแสดงข้อมูล

ประจำปี และรายงานประจำปีของบริษัท รวมถึงได้จัดตั้ง “ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Center)” เพื่อทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการให้คำปรึกษา และแลกเปลี่ยนข้อคิดเห็นแก่กรรมการและผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในปัจจุบัน รวมถึงบริษัทที่อยู่ระหว่างการเตรียมการเพื่อเข้าจดทะเบียน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

ในปี พ.ศ. 2549 ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการขององค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Cooperation and Development) หรือที่เรียกว่า OECD และข้อเสนอแนะของธนาคารโลก (World Bank) จากการเข้าร่วมโครงการประเมินผลการปฏิบัติตามมาตรฐานสากลด้านบรรษัทภิบาล หรือ โครงการ CG-ROSC (Report on the Observance of Standards and Codes: Corporate Governance Country Assessment) หลักการดังกล่าวผ่านการรับรองจากคณะกรรมการ OECD ในปี ค.ศ. 1999 และถูกนำมาใช้เป็นต้นแบบสากลสำหรับเป็นแนวทางในการพัฒนาหลักการกำกับดูแลกิจการทั้งในและนอกกลุ่มประเทศสมาชิก OECD ซึ่งสามารถเสริมสร้างเสถียรภาพทางการเงินและสนับสนุนให้เศรษฐกิจของประเทศเติบโตได้อย่างมั่นคง หลักการกำกับดูแลกิจการของ OECD (OECD Principles) ประกอบด้วย 6 หมวด ได้แก่

1. การบังคับใช้กฎหมายและกรอบการดำเนินการด้านบรรษัทภิบาล
2. สิทธิของผู้ถือหุ้น
3. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน
4. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท
5. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส
6. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องเสมอมาในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดังนั้น ในปี 2555 จึงได้ทำการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนอีกครั้ง ซึ่งมุ่งหวังให้คณะกรรมการและฝ่ายจัดการของบริษัทจดทะเบียนพัฒนาระดับการกำกับดูแลกิจการให้สามารถเทียบเคียงได้กับมาตรฐานสากลเพื่อเสริมสร้างความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตของตลาดทุนไทย โดยปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมในส่วนของแนวปฏิบัติที่ดีทั้ง 5 หมวด เพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) ซึ่งเป็นเครื่องมือที่ใช้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนสำหรับประเทศในกลุ่ม ASEAN โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อยกระดับบรรษัทภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้ทัดเทียมสากลและรองรับการเปิดเสรีของประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

อีกทั้งส่งเสริมให้ตลาดทุนอาเซียนเป็นที่สนใจและเป็นยอมรับของผู้ลงทุนทั่วโลก (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

หลักสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ

คณะกรรมการเพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งได้รับการแต่งตั้งจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้กำหนดหลักสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยยึดภาวะผู้นำพื้นฐาน 4 ประการ ได้แก่

1. ความโปร่งใส (Transparency or Openness)

เป็นรากฐานที่สร้างความไว้วางใจระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท ภายใต้กรอบข้อจำกัดของภาวะการแข่งขันของบริษัท ความโปร่งใสนั้นมีส่วนช่วยเสริมประสิทธิผลของบริษัท และการทำงานของตลาดทุน โดยช่วยให้คณะกรรมการสามารถแก้ไขปัญหาอย่างมีประสิทธิภาพ และเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นและผู้ที่เกี่ยวข้องพินิจพิเคราะห์บริษัทได้อย่างถี่ถ้วนขึ้น

2. ความซื่อสัตย์ (Integrity)

ความซื่อสัตย์ หมายถึง การทำธุรกิจอย่างตรงไปตรงมาภายใต้กรอบจริยธรรมที่ดี รายงานทางการเงิน รวมถึงสารสนเทศอื่น ๆ ที่เผยแพร่โดยบริษัทนั้นต้องแสดงข้อมูลที่ถูกต้องและครบถ้วนเกี่ยวกับฐานะการเงินของบริษัท ซึ่งความน่าเชื่อถือได้ของรายงานขึ้นอยู่กับความซื่อสัตย์สุจริตของผู้ที่จัดทำและนำเสนอ

3. ความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามหน้าที่ (Accountability)

ความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามหน้าที่มีส่วนสำคัญกับคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น โดยคณะกรรมการแสดงความรับผิดชอบในการเสนอรายงานต่อผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับผลการปฏิบัติงานของบริษัท ความรับผิดชอบดังกล่าวต้องอาศัยกฎเกณฑ์ และข้อกำหนดที่เหมาะสม รวมถึงการเปิดเผยผลการปฏิบัติงานเป็นปัจจัยสำคัญข้อหนึ่งของความสำเร็จของกิจการ

4. ความสามารถในการแข่งขัน (Competitiveness)

ความสามารถในการแข่งขันมีเป้าหมายเพื่อช่วยสร้างความเจริญและเพิ่มมูลค่าแก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นการกำกับดูแลจึงควรมีความคล่องตัวและส่งเสริมให้เกิดความสามารถในการแข่งขัน ไม่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาประสิทธิภาพ หรือภาวะการเป็นผู้ประกอบการ อันจะนำมาซึ่งความได้เปรียบเชิงการแข่งขันที่ยั่งยืนให้กับบริษัท (อัญญา ชันชวิทย์, ศิลปพร ศรีจันเพชร และเดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศรี, 2552)

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 ประกอบด้วยหลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ แต่ไม่รวมถึงเรื่องที่ถูกกฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติไว้ชัดเจนแล้ว ซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด ได้แก่

หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น

ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท ดังนั้นบริษัทควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน

หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน

ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกันและเป็นธรรม สำหรับผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย

หมวดที่ 3 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย

ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ซึ่งคณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่นคงและความมั่นคงทางการเงินเพื่อความยั่งยืนของกิจการ

หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส

คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่สามารถเข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ

หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการจึงควรมีความรับผิดชอบต่อการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560

แม้การดำเนินการตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ผ่านมาของประเทศไทยจะประสบความสำเร็จด้วยดี แต่ปัญหาการเปลี่ยนแปลงทางสังคมและความเสื่อมโทรมของสิ่งแวดล้อมของโลกกลายเป็นความท้าทายในปัจจุบัน โดยส่วนหนึ่งเกิดจากการพัฒนาอุตสาหกรรม ระบบทุนนิยม และการขยายตัวของภาคธุรกิจ จึงทำให้องค์กรต่าง ๆ ทั้งในระดับสากล ในประเทศ และผู้ลงทุนต่าง ๆ ได้เรียกร้องให้บริษัทมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมเพิ่มขึ้นนอกเหนือจากการมีกำกับการดูแลกิจการที่ดี

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ Corporate Governance Code (CG Code) สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 เพื่อเป็นหลักปฏิบัติให้คณะกรรมการบริษัท ซึ่งเป็นผู้นำหรือผู้รับผิดชอบสูงสุดขององค์กรนำไปปรับใช้ในการกำกับดูแลกิจการ

ให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาว นำเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่น เพื่อประโยชน์ในการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน ตรงตามความมุ่งหวังของทั้งภาคธุรกิจ ผู้ลงทุน ตลอดจนตลาดทุน และสังคมโดยรวม

การกำกับดูแลกิจการที่ดี ตามหลักปฏิบัตินี้ หมายถึง การกำกับดูแลกิจการที่เป็นไป เพื่อการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน นอกเหนือจากการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน ซึ่งคณะกรรมการควรกำกับดูแลกิจการให้นำไปสู่ผล (Governance outcome) อย่างน้อย ดังต่อไปนี้

1. สามารถแข่งขันได้และมีผลประกอบการที่ดี โดยคำนึงถึงผลกระทบในระยะยาว (Competitiveness and performance with long-term perspective)

2. ประกอบธุรกิจอย่างมีจริยธรรม เคารพสิทธิและมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย (Ethical and responsible business)

3. เป็นประโยชน์ต่อสังคม และพัฒนาหรือลดผลกระทบด้านลบต่อสิ่งแวดล้อม (Good corporate citizenship)

4. สามารถปรับตัวได้ภายใต้ปัจจัยการเปลี่ยนแปลง (Corporate resilience)

CG Code ประกอบด้วย 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 คือ หลักปฏิบัติและหลักปฏิบัติย่อย และ ส่วนที่ 2 คือ แนวปฏิบัติและคำอธิบาย โดยได้วางหลักปฏิบัติให้แก่คณะกรรมการ 8 ข้อหลัก ดังนี้

หลักปฏิบัติ 1 ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะเป็นผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (Establish Clear Leadership Role and Responsibilities of the Board)

หลักปฏิบัติ 2 กำหนดวัตถุประสงค์ เป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (Define Objectives that Promote Sustainable Value Creation)

หลักปฏิบัติ 3 เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (Strengthen Board Effectiveness)

หลักปฏิบัติ 4 สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (Ensure Effective CEO and People Management)

หลักปฏิบัติ 5 ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม (Nurture Innovation and Responsible Business)

หลักปฏิบัติ 6 ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและมีการควบคุมภายในที่เหมาะสม (Strengthen Effective Risk Management and Internal Control)

หลักปฏิบัติ 7 รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (Ensure Disclosure and Financial Integrity)

หลักปฏิบัติ 8 สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (Ensure Engagement and Communication with Shareholders)

การปฏิบัติตาม CG Code นี้ เป็นไปตามหลัก “Apply or Explain” คือ ให้คณะกรรมการนำหลักปฏิบัติส่วนที่ 1 ไปปรับใช้ (Apply) ตามที่เหมาะสมกับบริบทธุรกิจของบริษัท โดยส่วนที่ 2 เป็นแนวปฏิบัติและคำอธิบายในการปฏิบัติให้เป็นไปตามหลักปฏิบัติในส่วนที่ 1 ทั้งนี้ คณะกรรมการอาจใช้วิธีปฏิบัติอื่นที่ทำให้บรรลุเจตนารมณ์ตามหลักปฏิบัติได้หากเห็นว่าวิธีปฏิบัติอื่นนั้นเหมาะสมกว่า โดยควรบันทึกเหตุผลและการปฏิบัติอื่นนั้นไว้ด้วย

นอกจากนี้ คณะกรรมการควรพิจารณาทบทวนความเหมาะสมของการนำ CG Code ไปปรับใช้อย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง และบันทึกการพิจารณาไว้เป็นส่วนหนึ่งของมติคณะกรรมการ รวมทั้งเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) โดยมีข้อความยืนยันว่า คณะกรรมการได้พิจารณาและทบทวนการนำหลักการปฏิบัติตาม CG Code ไปปรับใช้ตามบริบททางธุรกิจของบริษัทแล้ว

ปัจจัยที่เอื้อให้เกิดการนำไปปฏิบัติให้เกิดผลเป็นความยั่งยืนของบริษัทควบคู่ไปกับสังคมโดยรวม คือ

1. ผู้ถือหุ้นใหญ่ กรรมการ และฝ่ายจัดการ มีความเข้าใจ เห็นประโยชน์ และตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะเป็นผู้นำที่ทำให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งรวมถึงความเข้าใจของคณะกรรมการในบริบทธุรกิจ ความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย โอกาส และความเสี่ยงที่มีผลกระทบต่อการดำเนินของกิจการ
2. ความสัมพันธ์ที่ดีระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายจัดการสามารถนำไปสู่การทำงานร่วมกันในลักษณะ Collaborative leadership
3. มีบุคลากรสำคัญที่มีความรู้ ซึ่งสามารถสนับสนุนการทำหน้าที่ของคณะกรรมการได้อย่างเหมาะสม

คณะกรรมการควรได้รับการพัฒนาทักษะที่เหมาะสมผ่านกระบวนการต่าง ๆ อย่างสม่ำเสมอ ทั้งนี้ เพื่อให้มั่นใจว่าคณะกรรมการมีความรู้และเข้าใจเป็นอย่างดีในการปฏิบัติหน้าที่ในการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเริ่มปฏิบัติสำหรับรายงานที่ต้องจัดส่งในปี พ.ศ. 2561 เป็นต้นไป (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

จะเห็นได้ว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นเรื่องสำคัญ ซึ่งปัจจุบันเป็นเรื่องที่ได้รับความสนใจอย่างมากจากสาธารณชน เพราะการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมทำให้กิจการมีระบบการบริหารงาน และการจัดการที่มีคุณภาพ มีการเปิดเผยข้อมูลที่มีความ โปร่งใส และมีผลการปฏิบัติงานที่เป็นมาตรฐาน

ดังนั้น การกำกับดูแลกิจการจึงส่งเสริมประสิทธิภาพและเสริมสร้างความสามารถในการแข่งขัน อันนำมาซึ่งมูลค่าเพิ่มแก่เจ้าของกิจการ และสร้างความพึงพอใจให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

แนวคิดการวัดผลการดำเนินงาน

การสร้างควมมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นนับเป็นวัตถุประสงค์หลักของแต่ละกิจการ ในทางการเงินเป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปว่าบทบาทของผู้จัดการ คือ การสร้างควมมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้เป็นเจ้าของ (Wealth Maximization) โดยการนำทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดให้เกิดประโยชน์สูงสุด การดำเนินการเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าวควมมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นอาจแสดงในรูปของตัวเลขทางการเงินหรือจากอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่นจะใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินนี้ในการประเมินผลการดำเนินงานของกิจการในปัจจุบัน และพยากรณ์แนวโน้มผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคต

การประเมินผลการดำเนินงานของกิจการนับว่าเรื่องสำคัญที่สุดสำหรับนักลงทุน ผู้บริหาร และรัฐบาล โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปัจจุบันผู้ถือหุ้นได้ปรับเปลี่ยนพฤติกรรมหันมาสนใจและให้ความสำคัญกับผลตอบแทนที่กิจการจะมอบให้แก่ผู้ถือหุ้นมากขึ้น ราคาหุ้นของกิจการจึงถูกกำหนดโดยนักลงทุน ซึ่งการตัดสินใจกำหนดราคาหุ้นของแต่ละกิจการในตลาดทุนของนักลงทุนนั้นจะได้รับการกำหนดอย่างสมเหตุสมผล กล่าวคือมีการใช้ข้อมูลประกอบการตัดสินใจ แต่การวัดผลการดำเนินงานกลับพบว่าไม่มีตัวชี้วัดใดตัวชี้วัดหนึ่งของตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงินที่จะสามารถอธิบายหรือแสดงให้เห็นการเปลี่ยนแปลงของควมมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นได้ทั้งหมด ดังนั้น ตัวชี้วัดทางการเงินแต่ละตัวที่ใช้เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของกิจการจึงควรมีความสัมพันธ์เชื่อมโยงกับควมมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น

แนวคิดการประเมินมูลค่า

ในการประเมินมูลค่าของสินทรัพย์ (Assets valuation) หรือการค้นหามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic valuation) ของสินทรัพย์นั้นถือเป็นสิ่งสำคัญ เนื่องจากกระบวนการดังกล่าวจะทำให้ นักลงทุนทราบว่าควรจะตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์เหล่านั้นหรือไม่ ในทางปฏิบัตินักลงทุนสามารถประเมินมูลค่าของกิจการได้จาก 2 แนวทาง คือ การประเมินมูลค่าจากสินทรัพย์สุทธิของกิจการ (Net assets based valuation method) และการประเมินมูลค่าจากผลประโยชน์ที่ได้จากสินทรัพย์ที่กิจการมีอยู่ (Benefit based valuation method) สามารถแสดงได้ดังภาพประกอบที่ 4



ภาพประกอบที่ 4 แนวทางในการประเมินมูลค่ากิจการ
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2560)

การประเมินมูลค่าโดยใช้สินทรัพย์สุทธิ

การประเมินมูลค่าโดยใช้สินทรัพย์สุทธินั้น นักลงทุนเชื่อว่ามูลค่าหุ้นของกิจการเกิดขึ้นจากปริมาณสินทรัพย์สุทธิที่กิจการมีอยู่หรือส่วนของเจ้าของ โดยมีตัวชี้วัด 4 แบบ คือ

1. มูลค่าทางบัญชี (Book Value)

นักลงทุนที่ใช้มูลค่าทางบัญชีเป็นตัวชี้วัดจะเชื่อว่ามูลค่าของกิจการควรพิจารณาจากมูลค่า (ราคา) ของสินทรัพย์ที่ถูกบันทึกไว้ในบัญชีของบริษัท เนื่องจากเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นมาในงวดเวลาหนึ่ง ๆ

ตามมูลค่าทางบัญชี (หรือส่วนของผู้ถือหุ้น) ซึ่งเป็นมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการที่ปรากฏอยู่ในงบดุลของกิจการ โดยสามารถคำนวณได้จากการนำสินทรัพย์ทั้งหมดหักด้วยหนี้สินทั้งหมดของบริษัท

$$\text{มูลค่าตามบัญชี (ส่วนของผู้ถือหุ้น)} = \text{สินทรัพย์} - \text{หนี้สิน}$$

การคำนวณมูลค่าตามบัญชีสามารถกระทำได้ง่ายและมีความถูกต้องสูง เนื่องจากข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนเป็นข้อมูลที่เปิดเผยเป็นการทั่วไป และมีผู้สอบบัญชีตรวจสอบให้เป็นไปตามมาตรฐานการสอบบัญชีซึ่งเป็นที่ยอมรับทั่วไป อย่างไรก็ตาม มาตรฐานบัญชีกำหนดให้การบันทึกบัญชีทรัพย์สินดำเนินงานต่าง ๆ ของบริษัท ต้องบันทึกที่ราคาทุนและมีการตัดค่าเสื่อมราคา ระหว่างอายุการใช้งาน หากพิจารณาราคาตลาดในปัจจุบันจะทำให้มูลค่าทรัพย์สินอาจจะต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น และไม่ได้สะท้อนมูลค่าบริษัทที่ควรจะเป็น

บางครั้งการประเมินมูลค่าหุ้นก็อาจให้ความสนใจในการใช้มูลค่าตามราคาตลาด เนื่องจากมูลค่าของสินทรัพย์สุทธิที่ถูกบันทึกตามบัญชีนั้นเป็นมูลค่าที่บันทึกในราคาต้นทุน ดังนั้นจึงอาจไม่สะท้อนถึงสถานะที่แท้จริงของกิจการ การใช้มูลค่าตามราคาตลาดจึงเป็นสิ่งที่น่าจะสะท้อนให้เห็นถึงสถานะของกิจการได้ดีกว่า

การใช้มูลค่าตามบัญชีหรือมูลค่าตามราคาตลาดของกิจการนั้น เป็นการใช้ข้อมูลที่มีลักษณะสถิต (Static) กล่าวคือ เป็นข้อมูลที่แสดงความสามารถของกิจการในการสร้างสินทรัพย์ ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง นักลงทุนอาจจะปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีให้เป็นมูลค่าต่อหุ้น (Book value per share) เพื่อใช้เป็นเครื่องมือเปรียบเทียบกับราคาตลาดของหุ้นที่ต้องการจะซื้อขาย โดยการหารมูลค่าตามบัญชีด้วยจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วของกิจการ

$$\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น} = \frac{\text{มูลค่าตามบัญชี}}{\text{จำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว}}$$

วิธีการคำนวณมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นนี้สามารถประยุกต์ใช้ในการคำนวณหามูลค่าต่อหุ้นของมูลค่าสินทรัพย์อื่น ๆ ด้วยเช่นกัน

2. มูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาดกรณีมีการซื้อทดแทน (Replacement value)

Replacement value คือ มูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาดในปัจจุบันในกรณีที่ต้องซื้อเพื่อทดแทนสินทรัพย์ที่ใช้อยู่ในปัจจุบันของบริษัท ซึ่งช่วยลดข้อจำกัดของมูลค่าตามบัญชีที่ไม่ได้สะท้อนมูลค่าที่เปลี่ยนแปลงของทรัพย์สินตามราคาตลาดในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม การคำนวณหา Replacement value ให้ถูกต้องนั้นทำได้ค่อนข้างยากและต้องใช้เวลาพอสมควร ดังนั้น โดยทั่วไป Replacement value จึงมักจะมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี (Book value) มาก ในการพิจารณาลงทุน นักลงทุนอาจพิจารณาปรับปรุงตัวเลขมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นด้วย Replacement value เพื่อให้สะท้อนมูลค่าที่เป็น

ปัจจุบันมากขึ้น โดยการหักหนี้สินที่มีอยู่ทั้งหมดออกจากสินทรัพย์บริษัทที่ประเมินราคาด้วย Replacement Cost แทนที่จะใช้มูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทตามบัญชีลบด้วยหนี้สิน

3. มูลค่าชำระบัญชี (Liquidation value)

เป็นมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการที่สามารถขายได้ในกรณีที่มีการเลิกกิจการ และนำทรัพย์สินออกขายทอดตลาด การคำนวณหา Liquidation value จำเป็นต้องมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับกิจการและทรัพย์สินของบริษัทอย่างละเอียด ซึ่งข้อมูลดังกล่าวไม่เป็นที่เปิดเผยต่อสาธารณะ ผู้ที่รู้ข้อมูลดังกล่าวและใช้ประโยชน์จาก Liquidation value จึงมักจะเป็นผู้ที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทอย่างใกล้ชิด เช่น ผู้บริหาร เป็นต้น ซึ่งส่วนใหญ่จะถูกใช้เป็นข้อมูลเพื่อตกลงซื้อขายในกรณีที่มีการครอบงำกิจการ

4. มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net assets value หรือ NAV)

ในการประเมินมูลค่าของกิจการ โดยใช้แนวคิดจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์มีพื้นฐานมาจากหลักทฤษฎีด้านบัญชีที่กล่าวว่า

$$\text{สินทรัพย์ (Assets)} = \text{หนี้สิน (Liabilities)} + \text{ทุน (Equity)}$$

อย่างไรก็ดี เนื่องจากมูลค่าของสินทรัพย์ต่าง ๆ อาจมีการเปลี่ยนแปลงไปอันเนื่องจากการเสื่อมหรือค่อมมูลค่าตามกาลเวลา หรือมีมูลค่าเพิ่มขึ้นตามภาวะการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป เช่น ภาวะเงินเฟ้อ เป็นต้น ดังนั้น มูลค่าของสินทรัพย์จึงอาจมีมูลค่ามากกว่าหรือน้อยกว่ามูลค่าตามบัญชีของหนี้สินและทุนรวมกันได้ ซึ่งในกรณีการประเมินมูลค่าสินทรัพย์สุทธินี้ จะให้ความสนใจกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์สุทธิหรือในที่นี่เรียกว่า Net assets value (NAV) หรืออาจกล่าวได้ว่าเป็นการปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีให้เป็นราคาตลาดนั่นเอง

$$\text{มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (NAV)} = \text{มูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาด} - \text{หนี้สิน}$$

การประเมินมูลค่าโดยพิจารณาจากผลประโยชน์ที่ได้จากสินทรัพย์

มูลค่าของหุ้นสามัญที่ประเมินโดยใช้สินทรัพย์สุทธินั้นอาจมีความไม่เหมาะสม เนื่องจากเป็นมูลค่าที่บ่งบอกถึงความสามารถของกิจการในช่วงเวลาหนึ่งเท่านั้น แต่ไม่ได้คำนึงถึงการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในระหว่างงวดเวลา ดังนั้น การประเมินมูลค่าของกิจการโดยการใช้ข้อมูลทางการเงินที่แสดงผลการดำเนินงาน ซึ่งมีลักษณะสถานะจลน์ (Flow) กล่าวคือ เป็นข้อมูลที่แสดงการเปลี่ยนแปลงของกิจการในงวดเวลานั้น ๆ ได้แก่ ข้อมูลของยอดขาย (Sales) กำไรสุทธิ (Net income) กระแสเงินสด (Cash flow) จะทำให้การประเมินมูลค่าของกิจการจากข้อมูลทางการเงินสะท้อนมูลค่าของกิจการได้ในอีกลักษณะหนึ่ง

โดยทั่วไปกิจการสามารถใช้สินทรัพย์ที่มีอยู่ในการสร้างยอดขาย และเนื่องจากยอดขายเป็นแหล่งรายได้ของกิจการ ดังนั้น การที่กิจการมียอดขายสูงย่อมแสดงให้เห็นถึงโอกาสที่จะได้รับผลกำไรสูงขึ้น

ในบางครั้งการที่กิจการมียอดขายสูงก็ไม่อาจเป็นเครื่องชี้วัดถึงความสามารถในการสร้างผลประโยชน์ของกิจการได้ เนื่องจากยอดขายนั้นยังไม่ได้มีการหักค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ของกิจการออกไป ดังนั้น จึงมีการใช้กำไรสุทธิของกิจการมาเป็นเครื่องชี้วัดความสามารถในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ โดยการที่กิจการมีกำไรสูงกิจการก็สามารถนำกำไรนี้ไปลงทุนในสินทรัพย์ต่าง ๆ ซึ่งจะส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ

อนึ่ง ตัวเลขกำไรสุทธิดังกล่าวเกิดขึ้นจากการบันทึกในทางบัญชี ซึ่งมีบางรายการที่ไม่ได้ก่อให้เกิดการลดลงหรือเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินสดของกิจการจริง เช่น ค่าเสื่อมราคาซึ่งเป็นรายจ่ายในทางบัญชีที่ไม่ได้มีการจ่ายเงินสดออกไปจริง เป็นต้น ดังนั้น อาจมีการนำกระแสเงินสดของกิจการมาใช้วัดความสามารถของกิจการในการสร้างประโยชน์จากสินทรัพย์ เนื่องจากกระแสเงินสดของกิจการนั้นแสดงให้เห็นถึงปริมาณของเงินที่กิจการมีอยู่จริง และสามารถนำไปใช้ตามความต้องการของกิจการได้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

แนวคิดการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable growth)

นอกเหนือจากการเจริญเติบโตทางธุรกิจ (Business growth) ปัจจุบันธุรกิจได้เข้าสู่ยุคการพัฒนาการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable growth) โดยเน้นการพัฒนาคน สร้างประโยชน์ และเป็นมิตรกับชุมชนและสังคมโดยรวม พร้อมปลูกจิตสำนึกด้านการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมมากขึ้น ซึ่งหลายองค์กรได้พยายามปรับตัวให้มีความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยตระหนักถึงผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมไปพร้อมกับการเจริญเติบโตทางธุรกิจ สะท้อนออกมาในรูปของผลการดำเนินงานที่มีความโปร่งใสและสามารถตรวจสอบได้ การเติบโตของธุรกิจเป็นเครื่องบ่งชี้ถึงโอกาสที่ยอดขายจะเพิ่มขึ้น ซึ่งหมายถึงสินทรัพย์ของกิจการที่จะเพิ่มขึ้น แต่บริษัทจะเติบโตอย่างไรโดยที่กำไรยังคงอยู่ และต้องควบคุมต้นทุนไม่ให้สูงเกินไป เพื่อคงไว้ซึ่งกำไรของกิจการ (นพพร บัวอินทร์, 2558, หน้า 35-36)

การตัดสินใจลงทุนในกิจการใด ๆ นักลงทุนจะต้องพิจารณาถึงปัจจัยต่าง ๆ หลายประการ แต่ที่สำคัญสองประการ คือ กิจการที่มีกำไรและการเจริญเติบโต (ของผลกำไร) อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องจากกำไรทำให้ได้รับเงินปันผลอันเป็นผลตอบแทนการลงทุน ส่วนการเติบโตของกำไรจะทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น ทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นได้เมื่อขาย (Capital gain) ดังนั้น หน้าที่หลักของผู้บริหารกิจการ คือ สร้างกำไรกับการเจริญเติบโตของกำไรอย่างต่อเนื่อง หรือเรียกว่า การเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable growth)

โดยปัจจัยหลักที่ทำให้เติบโตอย่างยั่งยืนมี 2 ประการ ได้แก่ นวัตกรรม (Innovation) และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good corporate governance: CG) หรือที่เรียกว่า บรรษัทภิบาล ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

นวัตกรรม หมายถึง การมีความคิดสร้างสรรค์ (Creative) ที่สามารถนำไปใช้สร้างคุณค่า (Value) ให้แก่กิจการได้ นวัตกรรมจะช่วยแก้ปัญหา เปลี่ยนวิกฤตให้เป็นโอกาส ด้วยวิธีการคิดใหม่ ทำใหม่ คิดนอกกรอบ เปลี่ยนมุมมอง ฯลฯ ซึ่งจะทำให้กิจการสามารถอยู่ได้แม้ประสบปัญหาวิกฤต โดยนวัตกรรมจะช่วยเพิ่มส่วนแบ่งการตลาด ทำให้ลูกค้าเดิมนั้นซื้อสินค้าเดิมมากขึ้น และช่วยเพิ่มฐานลูกค้าด้วยการขายสินค้าเดิมให้ลูกค้ารายใหม่ อีกทั้งช่วยขยายฐานการผลิตทำให้เกิดสินค้าใหม่ ๆ ขายให้ทั้งลูกค้าเดิมและลูกค้าใหม่ อันเป็นผลทำให้เกิดการเจริญเติบโต และหากทำให้มีนวัตกรรมอย่างต่อเนื่องจะนำมาซึ่งการเติบโตอย่างยั่งยืน

ส่วนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะทำให้กิจการเป็นที่ยอมรับนับถือ ได้รับความร่วมมือ รวมถึงการสนับสนุนจากผู้ที่เกี่ยวข้องและผู้มีส่วนได้เสียตลอดเวลา พนักงานมีความเต็มใจในการทำงาน นักลงทุนยินดีที่จะเข้ามาซื้อหุ้นของบริษัท ลูกค้ายินดีที่จะซื้อสินค้า คู่ค้าชอบที่จะทำมาค้าขายด้วย หรือแม้คู่แข่งก็สามารถคบค้าสมาคมกันได้ ฯลฯ ซึ่งจะทำให้กิจการดำรงอยู่ได้ทั้งยังเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (พยงค์ คุ้มราโพ, 2551)

อาจกล่าวได้ว่า หากปรารถนาจะให้กิจการดำรงอยู่ได้ไม่ว่าในสถานการณ์ใด ผู้บริหารต้องกระตุ้นให้เกิดนวัตกรรมอย่างต่อเนื่อง และต้องควบคุมดูแลให้มีการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างครบถ้วน สมบูรณ์ อันจะนำมาซึ่งการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน

ในการศึกษารุ่นนี้ ผู้ศึกษาจึงเลือกใช้อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales growth) และอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ (Net income growth) เป็นเครื่องมือในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

มีงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาซึ่งได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยใช้ตัวแปรต่าง ๆ กับผลการดำเนินงานของกิจการดังต่อไปนี้

ศรายุทธ เรื่องสุวรรณ และคณะ (2552) ได้ทำการศึกษาบริษัทจดทะเบียนที่ผ่านหลักเกณฑ์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เข้าคำนวณรวมในดัชนี SET 100 รวบรวมและจัดเก็บข้อมูล ณ วันที่ 29 ธันวาคม 2549 ทั้งสิ้น 80 บริษัท ซึ่งไม่รวมถึงบริษัทที่ประกอบธุรกิจธนาคาร ประกันภัย และการเงิน ตลอดจนกองทุนเพื่อการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund) ซึ่งผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรอิสระคือระดับของบรรษัทภิบาลของบริษัทตามกรอบแนวคิดของ OECD ได้แก่ 1) สัดส่วนจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อย ต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท 2) จำนวนข้อพิพาททางกฎหมายของบริษัท 3) สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด และ 4) สัดส่วนจำนวนกรรมการที่เชี่ยวชาญ

ทางด้านบัญชีหรือการเงินต่อจำนวนกรรมการตรวจสอบทั้งหมด และตัวแปรตาม คือ มูลค่าของบริษัท วัดค่าโดยใช้ค่า Tobin's Q โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) แบบ Ordinary Least Square Method (OLS) ผลการวิจัยพบว่าสัดส่วนจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยต่อจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับค่า Tobin's Q โดยอธิบายว่าอาจเป็นผลมาจากกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยในระดับสูง ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทที่มีความผันผวนเป็นอย่างมากจึงลดแรงจูงใจในการลงทุนจากนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายใหญ่ กล่าวคือ การซื้อขายหุ้นเปลี่ยนมือค่อนข้างรวดเร็วของนักลงทุนรายย่อยจำนวนมากนั้นอาจทำให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทขาดเสถียรภาพ จึงทำให้นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายใหญ่ลงทุนในระดับต่ำ ส่งผลต่อมูลค่าของบริษัทในทางลบ สำหรับตัวแปรอื่น ๆ ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ความไม่สัมพันธ์ดังกล่าวผู้วิจัยได้อธิบายว่าจำนวนกรณีพิพาททางกฎหมายเป็นประเด็นที่นักลงทุนสถาบันและต่างประเทศให้ความสำคัญ หากบริษัทยังมีจำนวนข้อพิพาททางกฎหมายน้อยลงเท่าใด จะยิ่งทำให้การระดมทุนเพิ่มขึ้นเป็นไปอย่างสะดวก อีกทั้งยังมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ และได้รับการช่วยเหลือสนับสนุนจากผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ลดโอกาสในการสูญเสียทรัพย์สินที่อาจเกิดจากการฟ้องร้องคดี ส่งผลต่อมูลค่าของบริษัทในทางบวก ส่วนการที่มีกรรมการที่มีความเป็นอิสระจำนวนมากนั้นอาจไม่ได้ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทสูงกว่าบริษัทอื่น ๆ สาเหตุอาจเนื่องมาจากความไม่แน่ใจว่ากรรมการอิสระที่มีในระดับสูงนั้นจะเป็นกรรมการที่มีความเป็นอิสระจริงหรือไม่ หรือเป็นเพียงความอิสระตามเกณฑ์ที่ถูกกำหนดขึ้น

สุพรรณิ คำเรือน (2552) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2549 กับผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน โดยเก็บรวบรวมข้อมูลปี พ.ศ. 2550 จำนวน 20 บริษัท สำหรับการเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีวัดค่าโดยใช้แบบประเมินผลการเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2549 ตามเกณฑ์การจัดกลุ่มของการเปิดเผยการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด ได้แก่ 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น 2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ 5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ โดยกำหนดเกณฑ์การให้คะแนนข้อละ 1 คะแนน หากบริษัทมีการเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี แต่หากไม่มีการเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการจะไม่ได้รับคะแนนหรือได้รับ 0 คะแนน สำหรับผลการดำเนินงานแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ อัตราส่วนทางการเงิน ประกอบด้วย 1) การเติบโตของยอดขาย (Sale Growth) 2) อัตราส่วนกำไรสุทธิ (Net Profit Margin)

3) อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI) 4) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ 5) อัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) และมูลค่าตลาดของบริษัท ซึ่งใช้อัตราส่วน Tobin's Q มาเป็นเครื่องมือในการวัดมูลค่าตลาดของกิจการ สำหรับราคาตลาดหลักทรัพย์รวบรวมข้อมูล ราคาหลักทรัพย์จากสรุปข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทที่ซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยสำหรับรอบระยะเวลาบัญชี ปี พ.ศ. 2550 โดยใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson Correlation ผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2549 ของกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานในภาพรวม มีคะแนนเฉลี่ยร้อยละ 87 ซึ่งอยู่ในเกณฑ์ดีมาก สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2549 กับผลการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตรากำไรสุทธิ และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน สำหรับด้านความสัมพันธ์ระหว่างการดำเนินงานกับราคาตลาดหลักทรัพย์ พบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนจากการลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาตลาดหลักทรัพย์ และด้านความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2549 กับราคาหลักทรัพย์ พบว่าในภาพรวมการเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2549 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาตลาดหลักทรัพย์

รวมทฤษฎี (2553) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการตามรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ในปี พ.ศ. 2551-2552 ซึ่งเป็นผลการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในปี 2550-2551 โดยมีคะแนนอยู่ในระดับ “ดี” ดีมาก” และ “ดีเลิศ” จำนวน 293 บริษัท คิดเป็น 325 ชุดข้อมูล ทั้งนี้ ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน (Companies under Rehabilitation) บริษัทที่เป็นสถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และบริษัทที่ให้บริการทางการเงินที่อยู่นอกกลุ่มธุรกิจการเงิน และข้อมูลที่เป็น Outliers คือ บริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุน (DE Ratio) สูงผิดปกติ ได้แก่ PSAAP และ TRUE ที่มีค่า DE Ratio เท่ากับ 17.824 และ 20.226 ตามลำดับ ประกอบกับผลการดำเนินงาน (ROE) ของทั้ง 2 บริษัท ที่มีค่าต่ำมาก คงเหลือข้อมูลตัวอย่างจำนวน 323 ข้อมูล โดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวชี้วัดในมุมมองทางบัญชี และ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดในมุมมองของตลาด สำหรับการกำกับดูแลกิจการนั้นจะเน้นถึงโครงสร้างที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ 1) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัท 2) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท 3) จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทใน 1 ปี 4) การควมรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่ และประธานกรรมการในคนเดียวกัน และ 5) ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัท

จดทะเบียน สำหรับขนาดของบริษัทกับ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทกำหนดให้เป็นตัวแปรควบคุม โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบความสัมพันธ์ ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในกรณีที่ใช้ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท แต่พบความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนกรณีใช้ ROE เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท โดยอธิบายว่าเนื่องจากแต่ละบริษัทมีลักษณะของธุรกิจที่แตกต่างกัน หากขนาดของคณะกรรมการใหญ่เกินไป อาจทำให้การตัดสินใจเกิดความล่าช้า ส่งผลให้บริษัทสูญเสียโอกาสในการลงทุน ผลการดำเนินงานของบริษัทจึงไม่ดีเท่าที่ควร นอกจากนี้พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ในมุมมองทางตลาด (Tobin's Q) และขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก แต่โครงสร้างเงินทุนของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ในมุมมองทางบัญชี (ROE) โดยอธิบายว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีผลการดำเนินงานดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากมีข้อได้เปรียบเรื่องข้อจำกัดต่าง ๆ ของการลงทุน อีกทั้งผลของการประหยัดเนื่องจากขนาด จึงทำให้มีผลการดำเนินงานดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก แต่การพึ่งพิงแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมมากเกินไปจนทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมีค่าสูง จะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงทิศทางลดลง เนื่องจากระดับการก่อหนี้ที่เพิ่มสูงขึ้นจะทำให้ต้นทุนในการหาแหล่งเงินทุนสูงขึ้นตามไปด้วย

ศศิวิมล มีอำพล และศราวุธ เรืองสุวรรณ (2553) ศึกษาระดับบรรษัทภิบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดอาหารและเครื่องดื่มในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ซึ่งได้รับการคัดเลือกตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 25 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2550-2552 โดยใช้ค่า ROE แทนผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน สำหรับระดับการกำกับดูแลกิจการที่วัดจาก 1) สัดส่วนการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบัน 2) สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย 3) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน 4) สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด และ 5) จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบข้อมูลระดับบรรษัทภิบาลและผลตอบแทนทางการเงิน ผลการวิจัยพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงลบ โดยอธิบายว่าเป็นผลมาจากการก่อภาระหนี้สิน ทำให้บริษัทยังมีภาระผูกพันที่จะต้องจ่ายมากขึ้น (Debt burden) ซึ่งรวมถึงความผูกพันกับเงื่อนไขการก่อหนี้ (Debt covenant) ที่บริษัทจำเป็นต้องปฏิบัติตาม จึงทำให้บริษัทถูกจำกัดความสามารถในการเข้าถึงโครงการที่มีผลตอบแทนสูงและความเสี่ยงสูงได้

จึงไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนในระดับที่สูงตามที่ต้องการได้ สำหรับตัวแปรอื่น ๆ ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ความไม่สัมพันธ์ดังกล่าวผู้วิจัยได้อธิบายว่า นักลงทุนสถาบันมีบทบาทเป็นเพียงผู้ควบคุมและตรวจสอบผลการดำเนินงานของผู้บริหารและแก้ไขปัญหาการเพิกเฉยของผู้มีหน้าที่เท่านั้น แต่การเข้าไปกำหนดทิศทางการประกอบธุรกิจที่จะเพิ่มอัตราผลตอบแทนหรือมูลค่าของบริษัทยังถูกจำกัดอยู่ ขณะที่สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยพบว่าอยู่ในระดับสูง ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทมีความผันผวนเป็นอย่างมาก จึงลดแรงจูงใจในการลงทุนจากนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายใหญ่ ส่วนกรรมการภายนอกอาจจะไม่ได้เป็นอิสระหรือทำหน้าที่ของตนอย่างเต็มที่ จำนวนกรรมการมีมากเกินไปอาจทำให้เป็นการยากที่จะประสานความร่วมมืออย่างมีประสิทธิภาพ จึงส่งผลให้การอภิปรายในประเด็นสำคัญของการบริหารจัดการเป็นไปด้วยความยากลำบาก การมีจำนวนกรรมการที่ไม่มากนักอาจส่งผลให้บริษัทสามารถสร้างผลการดำเนินงานมีประสิทธิภาพได้มากกว่า

สรินยา เชาว์นเกษม (2553) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกิจการกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งได้รับการให้คะแนนในการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGR) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการไทย (IOD) ประจำปี พ.ศ. 2549 จำนวน 147 บริษัท และปี พ.ศ. 2551 จำนวน 235 บริษัท สำหรับปี พ.ศ. 2550 ไม่มีการประกาศผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGR) เนื่องจากมีการทบทวนและปรับปรุงหลักเกณฑ์และแนวทางในการประเมิน สำหรับความสามารถในการดำเนินงานของกิจการวัดผลการดำเนินงานออกเป็น 4 ด้าน คือ 1) การวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี (Accounting Performance) ประกอบไปด้วยการวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset), สินทรัพย์รวมเฉลี่ย (Average asset), อัตราการเติบโตในผลการดำเนินงานของกิจการ (Operating Income Growth), อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sale Growth) และ อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (Asset Growth) 2) การวัดความเสี่ยงจากผลการดำเนินงานทางบัญชี (Accounting Risk) ประกอบด้วยการวัดความเสี่ยงโดยใช้ อัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Asset) และความเสี่ยงจากการดำเนินงานของกิจการ (Operating Leverage) 3) การวัดผลการดำเนินงานของตลาด (Market Performance) ประกอบไปด้วยการวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ อัตราผลตอบแทนรวม (Total Return) และ การวัดอัตราผลตอบแทนนอกเหนือจากการลงทุนโดยตรงในตลาด (Alpha) และ 4) การวัดความเสี่ยงของตลาด (Market Risk) ประกอบไปด้วยการวัดค่าความเสี่ยงโดยใช้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนรวม (Standard Deviation of Total Return: SDTR) และค่าชี้วัดความเสี่ยงจากการลงทุน (Beta) สำหรับตัวแปรตามถูกวัดค่าโดยใช้คะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Rating: CGR) โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของ

เพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) และการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติโดยใช้ Multiple Regression Analysis ในการวิเคราะห์ถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกิจการกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในปีเดียวกัน (Current Year) กับปีที่มีการประกาศผลคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ รวมถึงปีก่อนหน้า (Prior Year) และปีภายหลัง (Subsequent Year) ของปีที่มีการประกาศผลคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี ว่ามีความสัมพันธ์กันด้วยหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่าผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm Financial Performance) มีความสัมพันธ์กับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยอธิบายว่าผลการดำเนินงานที่ดีของกิจการนั้นย่อมเกิดจากการที่กิจการมีระบบการบริหารจัดการที่มีคุณภาพและมีประสิทธิภาพอันประกอบไปด้วย การทำงานที่มีความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลต่าง ๆ ต่อนักลงทุนและผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน มีการกำหนดบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการและฝ่ายจัดการอย่างชัดเจน มีการถ่วงดุลอำนาจกันอย่างเหมาะสมด้วยจำนวนกรรมการอิสระซึ่งส่งผลให้ความเสี่ยงอันจะเกิดขึ้นจากการปฏิบัติหน้าที่และความเสี่ยงทางการเงินเกิดขึ้นได้ยาก จนสามารถสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนได้ ส่งผลให้ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ดีตามไปด้วย

พริภา วรรณทวี (2558) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุนและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของหมวดบริการรับเหมาก่อสร้างและหมวดวัสดุก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเป็นบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีระหว่างวันที่ 1 มกราคม ถึงวันที่ 31 ธันวาคม และมีการส่งงบการเงินครบทุกปี ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2557 จำนวน 34 บริษัท สำหรับการกำกับดูแลกิจการถูกวัดค่าโดยแบ่งเป็น 2 ด้าน คือ โครงสร้างคณะกรรมการ ได้แก่ 1) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ และ 2) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น ได้แก่ 3) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัท 4) การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และ 5) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกสำหรับตัวแปรตามถูกวัดค่าโดยต้นทุนเงินทุนและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน โดยทำการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์การถดถอยพหุที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลการศึกษาพบว่าขนาดคณะกรรมการและการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนของเงินทุน และการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัท และการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน

ศิลปพร ศรีจันทพร (2559) ศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับเสถียรภาพของกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2545-2547 และความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับเสถียรภาพของกำไร

ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2555-2557 โดยศึกษาในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วย ธุรกิจธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและบริษัทประกันชีวิต และกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และไม่รวมบริษัทที่อยู่ในหมวดฟื้นฟูกิจการ ผลการศึกษาพบว่ากลุ่มตัวอย่างในช่วงปี พ.ศ. 2545-2547 ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับเสถียรภาพของกำไร อันอาจเป็นผลมาจากการที่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เริ่มปรับใช้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้ยังขาดความชำนาญในการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลให้ลักษณะการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างกันออกไป หรืออาจเกิดจากการที่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้ความสำคัญกับการรักษาเสถียรภาพของกำไรของกิจการมาตั้งแต่ต้น จึงทำให้การกำกับดูแลกิจการไม่สามารถช่วยให้เสถียรภาพของกำไรของกิจการเปลี่ยนแปลงไปจากเดิม และเมื่อพิจารณาตัวแปรควบคุมพบว่าบริษัทที่มีการก่อนนี้สูงจะมีเสถียรภาพของกำไรต่ำกว่าบริษัทที่มีการก่อนนี้ต่ำอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับกลุ่มตัวอย่างในช่วงปี พ.ศ. 2555-2557 ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับเสถียรภาพของกำไร โดยให้เหตุผลว่าหลังจากการนำแนวคิดด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้เป็นระยะเวลาานาน บริษัทจะมีเสถียรภาพของกำไร ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ไม่ว่าจะมึลักษณะของการกำกับดูแลกิจการในรูปแบบใด สำหรับขนาดของกิจการซึ่งเป็นตัวแปรควบคุม มีความสัมพันธ์เชิงลบกับเสถียรภาพของกำไร กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีเสถียรภาพของกำไรสูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กอย่างมีนัยสำคัญ

Grossman & Hart (1980) ได้ทำการศึกษาการครอบงำกิจการ ปัญหาตัวแทน และทฤษฎี กำกับดูแลกิจการ ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของ นักลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงาน โดยให้เหตุผลว่านักลงทุนสถาบันมีบทบาทเป็นเพียง ผู้ควบคุมและตรวจสอบผลการดำเนินงานของผู้บริหาร ซึ่งเป็นการแก้ไขปัญหาการเพิกเฉยของ ผู้มีหน้าที่ (Free-rider Problem) เท่านั้น แต่การเข้าไปกำหนดทิศทางการประกอบธุรกิจที่จะเพิ่ม อัตราผลตอบแทนหรือมูลค่าให้แก่กิจการยังคงถูกจำกัดอยู่

John & Senbet (1988) ได้ทำการศึกษาบทบาทของคณะกรรมการบริษัทซึ่งมีหน้าที่ในการ สอดส่องดูแลและควบคุมฝ่ายจัดการในการบริหารงานของบริษัทว่าจะปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพ หรือไม่ โดยพิจารณาจากความเป็นอิสระในการทำงาน ขนาดของคณะกรรมการ โครงสร้างคณะกรรมการ การถือหุ้นในบริษัทของคณะกรรมการ และผลตอบแทนของคณะกรรมการบริษัท โดยอธิบายว่า โดยทั่วไปแล้วกรรมการที่เป็นผู้บริหารซึ่งเป็นกรรมการภายในจะใช้เวลาส่วนใหญ่ไปกับการ ดำเนินธุรกิจ ซึ่งทำให้มีความเข้าใจในการดำเนินงานของบริษัทดีกว่ากรรมการอิสระ แต่กรรมการ อิสระมีความจำเป็นต่อการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากเป็นผู้ที่มีความชำนาญ มีประสบการณ์

ค่อนข้างมาก และมีมุมมองธุรกิจต่างจากกรรมการบริหาร ซึ่งจะช่วยลดการใช้ทรัพยากรของบริษัทไปในทางที่ไม่ก่อประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น และลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นของผู้บริหาร ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น

Bhagat & Black (2002) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดค่าโดย Tobin's Q, Return on Assets (Ratio of operating income to assets) และ Ratio of Sales to Assets ของบริษัทมหาชนในสหรัฐอเมริกา จำนวน 934 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 1988 – 1993 ผลการศึกษาพบว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของกิจการมีความสัมพันธ์กันในเชิงลบ โดยให้เหตุผลว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่มากกว่านั้นไม่ได้ทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการสูงกว่ากิจการอื่นแต่อย่างใด

Kyereboach & Beikpe (2002) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการซึ่งเป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้ Tobin's Q, อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sale Growth Rate) จากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนจำนวน 16 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 1999 – 2000 ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่ใหญ่ขึ้นนั้นจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น โดยอธิบายว่าคณะกรรมการที่มีจำนวนมากขึ้นจะทำให้การตัดสินใจประเด็นต่าง ๆ ของบริษัทเป็นไปในทิศทางที่ถูกต้อง เนื่องจากความรู้ความสามารถและประสบการณ์ที่แตกต่างกัน

Gompers, Ishii & Metrick (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลประกอบการของบริษัท โดยนำหลักของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีความแตกต่างกันจำนวน 24 ข้อ มาสร้างเป็น Governance Index (G Index) โดยใช้ G Index เป็นตัวแทนของระดับการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้น เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง G Index กับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,500 บริษัท ในช่วงปี ค.ศ. 1990-1999 ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นมากหรือมีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีสูง จะทำให้มูลค่าบริษัทสูง กำไรสูง การเติบโตของยอดขายสูง และลดการเข้าซื้อกิจการได้มากกว่าบริษัทที่ให้สิทธิผู้ถือหุ้นน้อยกว่า

Beiner, Drobetz, Schmid & Zimmermann (2004) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนใน The Swiss Performance Index ปี ค.ศ. 2002 จำนวน 267 บริษัท ซึ่งไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน ประกันภัย และธนาคาร โดยพิจารณาจาก 4 กลไก ได้แก่ 1) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท 2) สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท 3) โครงสร้างการถือหุ้น และ 4) ระดับหนี้สิน โดยใช้ค่า Tobin's Q เป็นตัววัดมูลค่าของกิจการ ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างการถือหุ้นที่วัดจากสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ สำหรับตัวแปรอื่น ๆ ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

Brown & Caylor (2004) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลประกอบการของบริษัทจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 2,327 บริษัทในสหรัฐอเมริกา โดยการนำหลักการกำกับดูแลกิจการจำนวน 51 ข้อ มาสร้างเป็น Gov-Score โดยให้คะแนน 1 คะแนนต่อ 1 ข้อ หากบริษัทได้นำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้ จากนั้นนำ Gov-Score ของแต่ละบริษัทมาวัดผลการดำเนินงานต่าง ๆ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity), อัตรากำไรขั้นต้น (Net Profit Margin), อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth), มูลค่าของบริษัทซึ่งวัดจาก Tobin's Q และ ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) และหุ้นทุนซื้อคืน (Stock Repurchases) ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มี Gov-Score สูง จะมีผลการดำเนินงานที่ดี ในขณะที่บริษัทที่มี Gov-Score ต่ำ จะมีผลการดำเนินงานไม่ดี

Klapper & Love (2004) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานใน 14 ประเทศ ได้แก่ บราซิล ชิลี ฮังการี อินเดีย อินโดนีเซีย เกาหลี มาเลเซีย ปากีสถาน ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ แอฟริกาใต้ ไต้หวัน ตุรกี และประเทศไทย รวมจำนวน 374 บริษัท โดยใช้ผลการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการที่จัดทำโดย Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) มาหาความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานซึ่งวัดค่าโดย Return on Assets (ROA) และมูลค่าของกิจการซึ่งวัดค่าโดย Tobin's Q ผลการศึกษาเป็นไปในทำนองเดียวกัน กล่าวคือ การจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่สูงและทำให้มูลค่าของกิจการสูงตามไปด้วย และจะยังมีเพิ่มมากขึ้นในประเทศที่กระบวนการทางกฎหมายขาดความเข้มแข็ง

Mark & Kusnadi (2005) ได้ทำการศึกษาบริษัท 550 แห่ง ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX) และตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (KLSE) ทั้งสองประเทศเพิ่งมีการปฏิรูปการกำกับดูแลกิจการหลังจากวิกฤตการณ์ทางการเงิน ปี 2540 ถึงผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดค่าโดย Tobin's Q ผลการศึกษาพบว่า จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน โดยอธิบายว่ายิ่งบริษัทมีจำนวนกรรมการมากเท่าใด อัตราผลตอบแทนทางการเงินจะยิ่งน้อยลงเท่านั้น ทั้งนี้ เนื่องจากจำนวนกรรมการที่มากเกินไปจะทำให้เป็นการยากที่จะประสานความร่วมมืออย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้การอภิปรายในประเด็นสำคัญต่าง ๆ ของการบริหารจัดการท่ามกลางบรรดากกรรมการเป็นไปด้วยความลำบาก

บทที่ 3

ระเบียบวิธีการศึกษา

การค้นคว้าอิสระเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ผู้ศึกษาได้กำหนดแนวทางในการศึกษาดังต่อไปนี้

1. รูปแบบการศึกษา
2. ประชากร
3. ขั้นตอนการดำเนินการศึกษา
4. เครื่องมือการศึกษา
5. การเก็บรวบรวมข้อมูล
6. สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

รูปแบบการศึกษา

การค้นคว้าอิสระเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) เป็นการวิจัยแบบบรรยาย (Descriptive Research) โดยนำข้อมูลทุติยภูมิจากงบการเงินมาทำการวิเคราะห์เพื่อวัดความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงาน

ประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยเป็นบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีเริ่มต้นตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ระหว่างปี พ.ศ. 2556-2559 และมีการส่งงบการเงินครบทุกปี ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วย ธุรกิจธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและบริษัทประกันชีวิต และกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และไม่รวมบริษัทที่อยู่ในหมวดฟื้นฟูกิจการ เนื่องจากลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัทเหล่านี้มีความแตกต่างจาก

กลุ่มธุรกิจอื่น ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ซึ่งอาจมีผลต่อผลการศึกษาคงเหลือบริษัทที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามเกณฑ์ที่กำหนดจำนวน 58 บริษัท และมีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 174 ตัวอย่าง

ขั้นตอนการดำเนินการศึกษา

ผู้ศึกษาได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยมีขั้นตอนดังต่อไปนี้

1. ศึกษางานวิจัยในประเทศและต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานเพื่อให้เกิดความเข้าใจในการศึกษา
2. ศึกษาลักษณะทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) เพื่อให้เลือกบริษัทที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามที่กำหนดที่จะใช้ในการศึกษาได้อย่างเหมาะสม
3. เก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556-2559 โดยเก็บจากฐานข้อมูลออนไลน์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th)
4. ทำการวิเคราะห์ข้อมูลทฤษฎีที่ได้จากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยทำการหาค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) นำเสนอข้อมูลในรูปแบบตารางควบคู่กับการบรรยาย จากนั้นทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity Check) และทดสอบระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามด้วยการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)
5. สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบสนองมติฐานการศึกษา

เครื่องมือการศึกษา

เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ใช้แบบบันทึกข้อมูล โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลทฤษฎีจากงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) แล้วนำมาวิเคราะห์งบการเงิน โดยทำการคำนวณค่าตัวแปรดังนี้

1. ตัวแปรอิสระ จำนวน 5 ตัวแปร ซึ่งได้รวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557-2559 ดังนี้
 - 1.1 สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (% Institutional Investor: %II) คำนวณได้จากจำนวนหุ้นสามัญที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด

$$\%II = \frac{\text{จำนวนหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ถือโดยนักลงทุนสถาบัน} \times 100}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดที่ซื้อขายในตลาดรอง}}$$

1.2 สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย (% Free Float: %FF) คำนวณได้จากจำนวนหุ้นสามัญที่ถือโดยนักลงทุนรายย่อยหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด ซึ่งสามารถคำนวณจากปริมาณหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในส่วนที่ไม่ได้ถือโดย Strategic Shareholder และไม่ได้เป็นหุ้นซื้อคืน โดยที่ Strategic Shareholder หมายถึง ผู้ลงทุนที่ถือหุ้นเพื่อการมีส่วนร่วมในการบริหาร หรือเพื่อเชิงกลยุทธ์ทางธุรกิจ ทั้งนี้รวมผู้ถือหุ้นกลุ่ม 1) รัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และหน่วยงานของรัฐ 2) กรรมการ ผู้จัดการ และผู้บริหาร 4 อันดับแรกนับต่อจากผู้จัดการลงมา รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องและบุคคลที่มีความสัมพันธ์ 3) ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้น > 5% โดยนับรวมผู้ที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ยกเว้นผู้ถือหุ้นกลุ่มดังต่อไปนี้ ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิต บริษัทประกันภัย กองทุนรวม และกองทุนที่ออกแบบมีภาระผูกพัน 4) ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม และ 5) ผู้ถือหุ้นที่มีข้อตกลงในการห้ามขายหุ้นภายในเวลาที่กำหนด

$$\%FF = \frac{\text{จำนวนหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในส่วนที่ไม่ได้ถือโดย Strategic Shareholder} \times 100}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดที่ซื้อขายในตลาดรอง}}$$

1.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio :DE) คำนวณได้จากหนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น

$$DE = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

1.4 สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด (% Outside Directors: %OD) คำนวณได้จากจำนวนกรรมการอิสระหรือกรรมการภายนอก (Independent Director) หารด้วยจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด ซึ่งตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนแต่ละแห่งต้องมีกรรมการอิสระไม่น้อยกว่า 3 คน

$$\%OD = \frac{\text{จำนวนกรรมการอิสระ} \times 100}{\text{จำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด}}$$

1.5 จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท (Board Size: BS) คำนวณได้จาก การนับจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท

$$BS = \text{จำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด}$$

2. ตัวแปรตาม จำนวน 2 ตัวแปร ซึ่งได้รวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556-2559 ดังนี้

2.1 อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth: SG) คำนวณได้จากยอดขายในปีที่ต้องการวัด uly ด้วยยอดขายของปีก่อนหน้า โดยใช้ยอดขายปีก่อนหน้าเป็นปีฐาน

$$SG = \frac{\text{ยอดขายในปีที่ต้องการวัด} - \text{ยอดขายของปีก่อนหน้า}}{\text{ยอดขายของปีก่อนหน้า}} \times 100$$

2.2 อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ (Net Income Growth: NIG) คำนวณได้จากกำไรสุทธิในปีที่ต้องการวัด uly ด้วยกำไรสุทธิของปีก่อนหน้า โดยใช้กำไรสุทธิปีก่อนหน้าเป็นปีฐาน

$$NIG = \frac{\text{กำไรสุทธิในปีที่ต้องการวัด} - \text{กำไรสุทธิของปีก่อนหน้า}}{\text{กำไรสุทธิของปีก่อนหน้า}} \times 100$$

เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ ผู้ศึกษาได้ใช้แบบจำลองสมการ ดังนี้

แบบจำลองที่ 1

$$SG = \beta_0 + \beta_1(\%II) + \beta_2(\%FF) + \beta_3(DE) + \beta_4(\%OD) + \beta_5(BS) + e$$

แบบจำลองที่ 2

$$NIG = \beta_0 + \beta_1(\%II) + \beta_2(\%FF) + \beta_3(DE) + \beta_4(\%OD) + \beta_5(BS) + e$$

โดยที่

<i>SG</i>	หมายถึง	อัตราการเติบโตของยอดขาย
<i>NIG</i>	หมายถึง	อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ
<i>%II</i>	หมายถึง	สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน
<i>%FF</i>	หมายถึง	สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย
<i>DE</i>	หมายถึง	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
<i>%OD</i>	หมายถึง	สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด
<i>BS</i>	หมายถึง	จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยรวบรวมข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) งบการเงินประจำปี และระบบบริการข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ (SET Market Analysis and Reporting Tool: SETSMART) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556-2559

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) เพื่อให้สามารถสรุปผลการศึกษาในครั้งนี้ ผู้ศึกษาได้นำข้อมูลจากการรวบรวมมาวิเคราะห์ข้อมูลด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ โดยใช้สถิติในการวิเคราะห์เพื่อให้สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้น มีวัตถุประสงค์เพื่ออธิบายให้ทราบลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ โดยนำเสนอข้อมูลในรูปแบบร้อยละ ค่าเฉลี่ย ความถี่ และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เป็นการสรุปถึงลักษณะของประชากรโดยใช้ข้อมูลตัวอย่าง ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้จะใช้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity Check) และทดสอบระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามด้วยการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

จากการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ผู้ศึกษาจึงนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลตามลำดับดังต่อไปนี้

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรอิสระ

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน	0.00	83.26	17.59	23.52
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย	13.69	100.00	45.80	20.21
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.06	199.54	2.24	15.09
สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด	18.18	71.43	40.53	10.30
จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท	5	13	8.86	1.68

จากตารางที่ 1 สรุปได้ว่า สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ร้อยละ 17.59 มีสัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 0.00 และมีสัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 83.26 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 23.52

สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ร้อยละ 45.80 มีสัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย

ต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 13.69 และมีสัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อยสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 100.00 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 20.21

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 2.24 เท่า มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำสุดอยู่ที่ 0.06 เท่า และมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงสุดอยู่ที่ 199.54 เท่า โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 15.09

สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ร้อยละ 40.53 มีสัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมดต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 18.18 และมีสัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมดสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 71.43 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 10.30

จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ 8.86 คน มีจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทต่ำสุดอยู่ที่ 5 คน และมีจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทสูงสุดอยู่ที่ 13 คน โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 1.68

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรตาม

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
อัตรากำไรสุทธิ	-56.33	772.67	13.19	88.98
อัตรากำไรเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ	-80,072.76	1,618.23	-476.65	6,079.66

จากตารางที่ 2 สรุปได้ว่า อัตรากำไรสุทธิของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ร้อยละ 13.19 มีอัตรากำไรสุทธิของยอดขายต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ -56.33 และมีอัตรากำไรสุทธิของยอดขายสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 772.67 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 88.98

อัตรากำไรเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ที่ร้อยละ -476.65 มีอัตรากำไรเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ -80,072.76 และมีอัตรากำไรเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 1,618.23 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 6,079.66

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน

การตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ

ภาวะร่วมเส้นตรงพหุ หมายถึง ภาวะที่ตัวแปรในการศึกษาที่เป็นตัวแปรอิสระนั้นมีความสัมพันธ์กันสูงมากและส่งผลต่อการวิเคราะห์ถดถอยทำให้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลคลาดเคลื่อนไปจากความเป็นจริง วิธีการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุทำได้โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติวิเคราะห์ตรวจสอบค่าสถิติ 2 ตัว คือ Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF)

ค่าสถิติ Tolerance หมายถึง สัดส่วนความแปรปรวนในตัวแปรที่อธิบายไม่ได้ด้วยตัวแปรตัวอื่น ๆ ถ้า Tolerance มีค่าใกล้ 0 แสดงว่าตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ สูง ส่วนค่าที่ใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ ต่ำ ในการวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับค่าสถิติ VIF มีค่าเท่ากับส่วนกลับของค่า Tolerance จึงแปลความหมายตรงกันข้าม กล่าวคือ ค่า VIF ที่สูงมาก (มีค่าสูงสุดเท่ากับ 10.0) แสดงว่ามีภาวะร่วมเส้นตรงพหุสูงมากในกลุ่มตัวแปรอิสระ (นงลักษณ์ วิรัชชัย, 2542, หน้า 17-18)

ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าเกณฑ์ในการวัดว่าตัวแปรอิสระแต่ละคู่มีภาวะร่วมเส้นตรงพหุหรือไม่ ให้ดูที่ค่า Tolerance ซึ่งควรมีค่ามากกว่า 0.1 ส่วนค่า VIF ควรมีค่าน้อยกว่า 10

ตารางที่ 3 การตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ โดยการวิเคราะห์ถดถอยพหุเมื่ออัตราการเติบโตของยอดขายเป็นตัวแปรตาม

ตัวแปร	Tolerance	VIF
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน	0.74	1.36
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย	0.80	1.25
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.96	1.04
สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัท	0.71	1.40
จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท	0.72	1.39

ผลการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ เมื่ออัตราการเติบโตของยอดขายเป็นตัวแปรตามพบว่าผ่านเกณฑ์ โดยมีค่า VIF จาก 1.04 ถึง 1.40 และ Tolerance จาก 0.71 ถึง 0.96 กล่าวได้ว่าตัวแปรอิสระแต่ละคู่ไม่มีภาวะร่วมเส้นตรงพหุ

ตารางที่ 4 การตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ โดยการวิเคราะห์หาคออยพหุเมื่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิเป็นตัวแปรตาม

ตัวแปร	Tolerance	VIF
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน	0.74	1.36
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย	0.80	1.25
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.96	1.04
สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัท	0.71	1.40
จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท	0.72	1.39

ผลการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ เมื่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิเป็นตัวแปรตาม พบว่าผ่านเกณฑ์ โดยมีค่า VIF จาก 1.04 ถึง 1.40 และ Tolerance จาก 0.71 ถึง 0.96 กล่าวได้ว่าตัวแปรอิสระแต่ละคู่ไม่มีภาวะร่วมเส้นตรงพหุ

การทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์หาคออยพหุ

ผู้ศึกษาทำการทดสอบสมมติฐานตามแบบจำลองที่สร้างจากกรอบแนวคิดในการศึกษาดังนี้

สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 1

$$SG = \beta_0 + \beta_1(\%II) + \beta_2(\%FF) + \beta_3(DE) + \beta_4(\%OD) + \beta_5(BS) + e$$

ผู้ศึกษาใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบสมมติฐานตามแบบจำลองการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 1 ซึ่งการวิเคราะห์การถดถอยพหุเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในกรณีที่มีตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัวแปรและตัวแปรตาม 1 ตัวแปร

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์หาคออยพหุ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตของยอดขาย

ตัวแปร	Standardized Coefficients	t- value	p
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน	0.103	1.184	0.238
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย	0.228	2.739	0.007**
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	-0.052	-0.688	0.492

ตารางที่ 5 (ต่อ) ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตของยอดขาย

ตัวแปร	Standardized Coefficients	t- value	p
สัดส่วนกรรมการอิสระต่อ จำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด	-0.037	-0.422	0.674
จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท	-0.216	-2.464	0.015*

หมายเหตุ: n = 174, $R^2 = 0.068$, $F = 2.464$, $Sig = 0.035$

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

$$SG = 75.73 + 0.39(\%II) + 1.01(\%FF) - 0.31(DE) - 0.32(\%OD) - 11.48(BS)$$

ผลการวิเคราะห์พบว่า R^2 มีค่าเท่ากับ 0.068 หมายถึง ตัวแปรอิสระทั้งหมดสามารถอธิบายอัตราการเติบโตของยอดขายได้ 6.8% จากแบบจำลองการทดสอบสมมติฐานพบว่า สมมติฐานที่ H1b และ H1e ได้รับการสนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.01$ และ 0.05 ตามลำดับ) ส่วนสมมติฐานที่ H1a, H1c และ H1d ไม่มีนัยสำคัญ ($p > 0.05$)

ผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ส่วนจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

สมการการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 2

$$NIG = \beta_0 + \beta_1(\%II) + \beta_2(\%FF) + \beta_3(DE) + \beta_4(\%OD) + \beta_5(BS) + e$$

ผู้ศึกษาใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการทดสอบสมมติฐานตามแบบจำลองการทดสอบสมมติฐานสมการที่ 2 ซึ่งการวิเคราะห์การถดถอยพหุเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในกรณีที่มีตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัวแปรและตัวแปรตาม 1 ตัวแปร

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ

ตัวแปร	Standardized Coefficients	t- value	p
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน	0.008	0.093	0.926
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย	-0.138	-1.650	0.101
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.061	0.800	0.425
สัดส่วนกรรมการอิสระต่อ	-0.015	-0.169	0.866
จำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด			
จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท	-0.192	-2.175	0.031*

หมายเหตุ: n = 174, $R^2 = 0.057$, F = 2.035, Sig = 0.076

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

$$NIG = 7,871.01 + 2.09(\%II) - 41.65(\%FF) + 24.59(DE) - 8.82(\%OD) - 696.70(BS)$$

ผลการวิเคราะห์พบว่า R^2 มีค่าเท่ากับ 0.057 หมายถึง ตัวแปรอิสระทั้งหมดสามารถอธิบายอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิได้ 5.7% จากแบบจำลองการทดสอบสมมติฐานพบว่า มีเพียงสมมติฐานที่ H2e ที่ได้รับการสนับสนุนทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.05$) ส่วนสมมติฐานที่ H2a, H2b, H2c และ H2d ไม่มีนัยสำคัญ ($p > 0.05$)

ผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

ตารางที่ 7 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานวิเคราะห์ถดถอยพหุ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตของยอดขาย

ตัวแปร	ผลการทดสอบสมมติฐาน
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน	ปฏิเสธสมมติฐาน H1a
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย	ยอมรับสมมติฐาน H1b
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ปฏิเสธสมมติฐาน H1c
สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด	ปฏิเสธสมมติฐาน H1d
จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท	ยอมรับสมมติฐาน H1e

ตารางที่ 8 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานวิเคราะห์ถดถอยพหุ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ

ตัวแปร	ผลการทดสอบสมมติฐาน
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน	ปฏิเสธสมมติฐาน H2a
สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อย	ปฏิเสธสมมติฐาน H2b
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ปฏิเสธสมมติฐาน H2c
สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด	ปฏิเสธสมมติฐาน H2d
จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท	ยอมรับสมมติฐาน H2e

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปราย และข้อเสนอแนะ

การนำเสนอในบทนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อสรุปผลการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยนำเสนอสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะดังรายละเอียดต่อไปนี้

สรุปผลการศึกษา

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) พบว่า

สมมติฐานที่ H1a สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

สมมติฐานที่ H1b สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราการเติบโตของยอดขาย ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.228

สมมติฐานที่ H1c อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

สมมติฐานที่ H1d สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมดไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

สมมติฐานที่ H1e จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราการเติบโตของยอดขาย ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.216

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) (H2) พบว่า

สมมติฐานที่ H2a สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

สมมติฐานที่ H2b สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อยไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

สมมติฐานที่ H2c อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

สมมติฐานที่ H2d สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมดไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

สมมติฐานที่ H2e จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.192

อภิปรายผล

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) สามารถอภิปรายผลดังนี้

สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายและอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ แม้โดยทั่วไปนักลงทุนสถาบันจะแสดงให้เห็นถึงแนวโน้มที่จะเข้าไปเกี่ยวข้องกับการใช้สิทธิความเป็นผู้ถือหุ้นในการกำหนดกลยุทธ์การบริหารจัดการและร่วมตัดสินใจในเรื่องสำคัญของบริษัทมากกว่านักลงทุนประเภทอื่น แต่ผลการทดสอบกลับไม่แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Grossman & Hart (1980) ที่พบว่านักลงทุนสถาบันมีบทบาทเป็นเพียงผู้ควบคุมและตรวจสอบผลการดำเนินงานของผู้บริหาร ซึ่งเป็นการแก้ไขปัญหาการเพิกเฉยของผู้มีหน้าที่ (Free-rider Problem) เท่านั้น แต่การเข้าไปกำหนดทิศทางการประกอบธุรกิจที่จะเพิ่มอัตราผลตอบแทนหรือมูลค่าให้แก่กิจการยังคงถูกจำกัดอยู่

สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตของยอดขายอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทั้งนี้อาจเป็นเพราะการกระจายการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นส่วนสำคัญของการมีสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นของบริษัท ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทและผู้ลงทุนที่จะซื้อขายหุ้นได้อย่างคล่องตัวและได้ราคาที่เหมาะสม

ทำให้เกิดความน่าสนใจลงทุนในหุ้นของบริษัท อันส่งผลให้บริษัทสามารถระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้โดยสะดวก ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดให้ Free Float เป็นคุณสมบัติประการหนึ่งในการเข้าจดทะเบียนและดำรงสถานะในการเป็นบริษัทจดทะเบียน โดยกำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) มีสัดส่วนการกระจายหุ้นให้มีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยที่น้อยกว่า (SET จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อย > 1,000 ราย ส่วน MAI จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อย > 300 ราย) ซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีจำนวนไม่มากเกินไป จึงสร้างแรงจูงใจในการลงทุนได้ในระดับที่เหมาะสม สำหรับสัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อยไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานที่กำหนดไว้ สอดคล้องกับผลการศึกษาของศราวุธ เรืองสุวรรณ และคณะ (2552) ที่พบว่า ยิ่ง %Free Float มากขึ้นจะทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง โดยอธิบายว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยในระดับสูงนั้น อาจทำให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทขาดเสถียรภาพได้ เนื่องจากการซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนมือก่อนข้างรวดเร็วของนักลงทุนรายย่อยจำนวนมาก จึงลดแรงจูงใจในการลงทุนจากนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายใหญ่ จึงส่งผลต่อมูลค่าของบริษัทในทางลบ

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายและอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ ทั้งนี้ อาจเป็นผลมาจากการที่ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาไม่มีความแตกต่างกันมากนัก บริษัทส่วนใหญ่ได้ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้บริษัทของตนได้ชื่อว่ามีหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นที่น่าสนใจและน่าเชื่อถือของนักลงทุน จึงไม่ส่งผลให้เกิดความแตกต่างกันในผลการดำเนินงานของกิจการ สอดคล้องกับผลการศึกษาของศिल्ปพร ศรีจันเพชร (2559) ที่พบว่าภายหลังการนำแนวคิดด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้เป็นระยะเวลาานาน ไม่ว่าจะมึลักษณะของการกำกับดูแลกิจการในรูปแบบใด บริษัทจะมีเสถียรภาพของกำไรไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ หรืออาจเกิดจากการที่บริษัทมีหนี้สูง จึงถูกจำกัดการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ผลการศึกษาจึงไม่แสดงนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลการศึกษาของศศิวิมล มีอำพล และศราวุธ เรืองสุวรรณ (2553) ที่พบว่าหากบริษัทยิ่งก่อภาระหนี้สินสูงเท่าใด บริษัทก็ยังมีภาระผูกพันที่จะต้องจ่ายมากขึ้น (Debt burden) รวมไปถึงการผูกพันกับเงื่อนไขการก่อหนี้ (Debt covenant) ที่บริษัทจำเป็นต้องปฏิบัติตาม จึงทำให้บริษัทถูกจำกัดความสามารถที่จะเข้าไปแสวงหาโครงการที่มีผลตอบแทนสูงและความเสี่ยงสูงได้ ด้วยเหตุนี้บริษัทจึงไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนในระดับสูงตามที่ต้องการได้

สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมดไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของยอดขายและอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ ทั้งนี้ อาจเป็นผลจากความไม่แน่ใจว่ากรรมการอิสระที่มีในระดับสูงนั้นจะเป็นกรรมการที่มีความเป็นอิสระจริงหรือไม่ หรือเป็นเพียง

ความอิสระตามเกณฑ์ที่ถูกกำหนดขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen & Meckling (1976) ที่อธิบายไว้ว่า ตามทฤษฎีตัวแทนกิจการได้แยกความเป็นเจ้าของกับการควบคุมกิจการออกจากกัน (Separation ownership and control) หากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นกับคณะกรรมการไม่สอดคล้องกัน จะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น โดยปัญหาที่พบ คือ Moral Hazard เป็นปัญหาที่เกิดจากตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจได้ว่าตัวแทนหรือคณะกรรมการที่เลือกเข้ามานั้นได้ใช้ความพยายามสูงสุดในการทำงานหรือทำงานอย่างเต็มประสิทธิภาพหรือไม่ และปัญหา Adverse Selection เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นเมื่อตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจได้ว่าตัวแทนหรือคณะกรรมการที่เลือกเข้ามานั้น มีความสามารถในการบริหารงานสอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่ ซึ่งจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลงจากระดับที่ควรจะเป็น และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Bhagat & Black (2002) ที่พบว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่มากกว่าไม่ได้ทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการสูงกว่าบริษัทอื่นแต่อย่างใด

จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตของยอดขายและอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ แม้บริษัทจะมีขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่ใหญ่ขึ้น แต่ผลการดำเนินงานกลับมีประสิทธิภาพด้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดของคณะกรรมการที่เล็กกว่า เนื่องจากขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่ขึ้นจะส่งผลให้การตัดสินใจต่าง ๆ ใช้เวลาที่ค่อนข้างนาน ซึ่งอาจทำให้บริษัทเสียโอกาสทางธุรกิจ อีกทั้งเกิดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน ปัญหา free-riders ที่เพิ่มขึ้นตามมา ด้วยเหตุนี้บริษัทจึงไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนในระดับที่สูงตามที่ต้องการได้ สอดคล้องกับการศึกษาของ วรกมล เกษมทรัพย์ (2553) ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยอธิบายว่าแต่ละบริษัทมีลักษณะของธุรกิจที่แตกต่างกัน หากขนาดของคณะกรรมการใหญ่เกินไป จะส่งผลให้การตัดสินใจมีความล่าช้า ส่งผลต่อความสูญเสียทางโอกาสในการลงทุนของบริษัท ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Mark & Kusnadi (2005) ที่พบว่ายิ่งบริษัทมีจำนวนกรรมการมากเท่าใด อัตราผลตอบแทนทางการเงินจะยิ่งน้อยลงเท่านั้น ทั้งนี้ เนื่องจากจำนวนกรรมการที่มากเกินไปจะทำให้เป็นการยากที่จะประสานความร่วมมืออย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้การอภิปรายในประเด็นสำคัญต่าง ๆ ของการบริหารจัดการท่ามกลางบรรดากกรรมการเป็นไปด้วยความลำบาก อาจกล่าวได้ว่า การมีจำนวนกรรมการที่ไม่มากนักแต่ทำหน้าที่ของตนเองได้อย่างมีประสิทธิภาพจะส่งผลให้บริษัทสามารถสร้างผลการดำเนินงานได้มีประสิทธิภาพมากกว่า

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะเพื่อการนำไปใช้

1. ผู้ที่มีหน้าที่ในการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) สามารถนำผลการศึกษาไปเป็นแนวทางในการพิจารณากำหนดขนาดของคณะกรรมการให้มีจำนวนที่เหมาะสม เพื่อสร้างผลการดำเนินงานในระดับที่สูงขึ้น
2. อัตราการเติบโตของยอดขายและอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงิน ซึ่งไม่สามารถอธิบายการใช้ต้นทุนรวมที่กิจการใช้ไปในการดำเนินงานได้ทั้งหมด
3. ปัจจุบันคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ Corporate Governance Code (CG Code) สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 เพื่อเป็นหลักปฏิบัติให้แก่คณะกรรมการบริษัทสำหรับรายงานที่ต้องจัดส่งในปี พ.ศ. 2561 เป็นต้นไป ซึ่งผลการศึกษาครั้งนี้ไม่ได้คำนึงถึงผลกระทบดังกล่าว

ข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาครั้งต่อไป

1. ตัวแปรที่ใช้แทนระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีแต่ละด้านจำกัดอยู่เพียง 1 ตัวแปร ซึ่งอาจไม่ใช่ตัวแปรที่ดีที่สุดและครบถ้วนทุกลักษณะของการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้านนั้น ๆ ในการศึกษาครั้งต่อไปควรเพิ่มตัวแปรของระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีในแต่ละด้าน
2. ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานนั้น ในอดีตมีตัวแบบที่สามารถใช้เพื่อระบุค่าผลการดำเนินงานได้หลากหลายตัวแบบ หากมีการศึกษาในอนาคตที่ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงาน อาจศึกษาโดยเปลี่ยนตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน เพื่อเป็นการยืนยันผลความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้น
3. ผู้ที่ต้องการศึกษาต่อเนื่องอาจจะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ เนื่องจากลักษณะเฉพาะของกลุ่มธุรกิจอาจส่งผลต่อผลการศึกษาที่แตกต่างกัน

บรรณานุกรม

- ชลาวรรต บุญมีสุข. (2557). *ความสัมพันธ์ของกลยุทธ์การเงินกับผลการดำเนินงานธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2545-2554*. ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2545). *รวมบทความ “การกำกับดูแลกิจการที่ดี” ของศาสตราจารย์ สังเวียน อินทวิชัย*. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- _____. (2546). *หลักสูตรความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับตลาดเงินและตลาดทุน*. (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพฯ: สุขุมวิท มีเดีย.
- _____. (2558). *นโยบายการกำกับดูแลกิจการกลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: https://www.set.or.th/about/overview/files/SET_CG_Policy_2016.pdf (2560, 14 กรกฎาคม).
- _____. (2560 ก). *การพัฒนาตลาดเพื่อความยั่งยืน* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: https://www.set.or.th/about/sse/guideline_p1.html (2560, 8 กรกฎาคม).
- _____. (2560 ข). *ความเป็นมา* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: https://www.set.or.th/sustainable_dev/th/cg/history_p1.html (2560, 14 กรกฎาคม).
- _____. (2560 ค). *แนวทางในการประเมินมูลค่ากิจการ* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: https://www.set.or.th/yfs/main/download/YFS2017_YFSCamp_Inv_Reading02.pdf (2560, 14 กรกฎาคม).
- _____. (2560 ง). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2555* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: https://www.set.or.th/sustainable_dev/th/cg/files/2013/CGPrinciple2012Thai-Eng.pdf (2560, 14 กรกฎาคม).
- _____. (2560 จ). *หลักการและแนวทางปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: https://www.set.or.th/sustainable_dev/th/cg/principle_p1.html (2560, 9 มิถุนายน).
- นงลักษณ์ วิรัชชัย. (2542). *โมเดลอิสระ: สถิติวิเคราะห์สำหรับการวิจัย*. (พิมพ์ครั้งที่ 3). กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- นพพร บัวอินทร์. (2558). *แนวทางในการกำกับดูแลกิจการในบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับการเจริญเติบโตและความยั่งยืนของธุรกิจประกันชีวิตในประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจดุสิตบัณฑิตสาขาวิชาการบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยนเรศวร.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- พยนต์ คุ่มรำไพ. (2551). *การเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable growth)* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: http://www.npc-se.co.th/read/m_read_details5.asp?read_id=553&cate_id=3 (2560, 28 มิถุนายน).
- พรนิภา วรรณทวี. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนของเงินทุนและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของหมวดบริการรับเหมาก่อสร้างและขายวัสดุก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. บัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- วรกมล เกษมทรัพย์. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน) คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศรายุทธ เรืองสุวรรณ, ภัทรพร ปิยะเครือทิพย์, วิภาสิริ วิมานรัตน์, ปณิธาน ศิริวัฒนากุล, เมธี จิรัฐติกาลไชย และนิตยา วงศ์ภินันท์วัฒนา. (2552). ระดับของบรรษัทภิบาลมีผลต่อมูลค่าของบริษัทหรือไม่. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 5 (12), หน้า 68-83.
- ศศิวิมล มีอำพล และศรายุทธ เรืองสุวรรณ. (2553). บรรษัทภิบาลจะช่วยยกระดับผลการดำเนินงานของกิจการได้จริงหรือ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนหมวดอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 6 (17), หน้า 57-71.
- ศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2559). คณะกรรมการตรวจสอบช่วยเพิ่มคุณภาพกำไรหรือไม่. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 12 (33), หน้า 40-49.
- สรินษาเขาวนัณเกษม. (2553). *ผลการดำเนินงานของกิจการกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี*. บัญชีมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- สุพรรณณี คำเรือน. (2552). *ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานและราคาตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน*. วิทยุบัญชามหาบัณฑิต สาขาวิชาบัญชี, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560 ก). *การกำกับดูแลกิจการ "CG" คืออะไร* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: <http://www.cgthailand.org/TH/principles/CG/Pages/cg-concept.aspx#cg> (2560, 14 กรกฎาคม).
- _____. (2560 ข). *เกณฑ์การประเมิน* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: <http://www.cgthailand.org/TH/Assessment/WorldClass/Pages/interassessment.aspx> (2560, 14 กรกฎาคม).

บรรณานุกรม (ต่อ)

- _____. (2560 ค). *ทำไมใคร ๆ ก็ชอบ CG* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: http://www.sec.or.th/investor_edu/info_media/article/siamrat/siamrat017_291050.pdf (2560, 14 กรกฎาคม).
- _____. (2560 ง). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560* (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: <http://www.cgthailand.org/microsite/Documents/CGCode.pdf> (2560, 11 กรกฎาคม).
- อัญญา ชันชวิทย์, ศิลปพร ศรีจันทเพชร และเดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศิริ (บรรณาธิการ). (2552). *การกำกับดูแลเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ*. (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004). Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism?. *Kyklos* 57(3), pp. 327-356.
- Bhagat, S., & Black, B. (2002). The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Performance, *Journal of Corporation Law* 27, pp. 231-273.
- Brown, Lawrence D., & Caylor, Marcus L. (2004). *Corporate governance and firm performance* (Online). Available: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423 (2017, July 8).
- Gompers, Paul A., Ishii, Joy L., & Metrick, Andrew. (2003). *Corporate governance and equity prices* (Online). Available: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=278920 (2017, July 8).
- Grossman, S., & Hart, O.D. (1980). Takeover Bids, The Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics*, p. 42-64.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- John, K., & Senbet, L. (1988). Corporate Governance and Board Effectiveness. *Journal of Banking and Finance* 22, pp. 371-403.
- Klapper, L.F., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 2818.
- Kyereboach, Coleman A., & Beikpe, N. (2002). *The Relationship between Board size, Board composition, CEO Duality and Firm Performance*. University of Stellenbosch Business School (USB), Cape Town, South Africa.
- Mark Y., & Kusnadi, Y. (2005). Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship Between Board Size and Firm Value, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, p. 301-318.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Organization for Economic Co-operation and Development. (2004). **Corporate Governance Definition** (Online). Available: <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6778> (2017, July 14).
- Parkinson, J. (1994). *Corporate Power and Responsibility: Issues in the Theory of Business Law*, Oxford University Press, Oxford.

ภาคผนวก

รายชื่อบริษัทที่มีคุณสมบัติตามเกณฑ์ที่กำหนด

ตารางที่ 9 รายชื่อบริษัทที่มีคุณสมบัติตามเกณฑ์ที่กำหนด

ลำดับที่	หลักทรัพย์	บริษัท
1	2S	บริษัท 2 เอส เมทัล จำกัด (มหาชน)
2	AGE	บริษัท เอเชีย กรีน เอนเนอจี จำกัด (มหาชน)
3	APCO	บริษัท เอเชีย นไฟฟ์โตซูติกอลส์ จำกัด (มหาชน)
4	ARIP	บริษัท เออาร์ไอพี จำกัด (มหาชน)
5	ARROW	บริษัท แอร์โรว์ ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
6	BGT	บริษัท บีจีที คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
7	BOL	บริษัท บีซีเนส ออนไลน์ จำกัด (มหาชน)
8	BSM	บริษัท บีวเดอสมาร์ท จำกัด (มหาชน)
9	CHOW	บริษัท เซาว์ สตีล อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
10	CIG	บริษัท ซี.ไอ.กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
11	CMO	บริษัท ซีเอ็มโอ จำกัด (มหาชน)
12	COLOR	บริษัท สาลี คัลเลอร์ จำกัด (มหาชน)
13	CPR	บริษัท ซีพีอาร์ โกลบ อินดัสเตรียล จำกัด (มหาชน)
14	DCORP	บริษัท ดีมีเตอร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
15	DNA	บริษัท ดีเอ็นเอ 2002 จำกัด (มหาชน)
16	EFORL	บริษัท อี ฟอร์ แอล เอ็ม จำกัด (มหาชน)
17	FC	บริษัท ฟู้ด แคปปีตอล จำกัด (มหาชน)
18	FOCUS	บริษัท โฟกัส ดีเวลลอปเม้นท์ แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
19	FPI	บริษัท ฟอรัจูน พาร์ท อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
20	HOTPOT	บริษัท ฮอท พอท จำกัด (มหาชน)
21	HYDRO	บริษัท ไฮโดรเทค จำกัด (มหาชน)
22	IRCP	บริษัท อินเตอร์เนชั่นแนล รีเสิร์ช คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
23	JUBILE	บริษัท ยูบิลลี่ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
24	KASET	บริษัท ไทยฮา จำกัด (มหาชน)
25	KIAT	บริษัท เกียรติธนา ขนส่ง จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 9 (ต่อ) รายชื่อบริษัทที่มีคุณสมบัติตามเกณฑ์ที่กำหนด

ลำดับที่	หลักทรัพย์	บริษัท
26	MBAX	บริษัท มัลติแบกซ์ จำกัด (มหาชน)
27	MOONG	บริษัท มุ่งพัฒนา อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
28	NBC	บริษัท เนชั่น บรอดแคสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
29	NEWS	บริษัท นิวส์ เน็ตเวิร์ค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
30	NINE	บริษัท เนชั่น อินเตอร์เนชั่นแนล เอ็ดดูเทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
31	NPK	บริษัท นิวพลัสนิติติ้ง จำกัด (มหาชน)
32	PHOL	บริษัท พลธัญญา จำกัด (มหาชน)
33	PJW	บริษัท ปัญจวัฒนาพลาสติก จำกัด (มหาชน)
34	PPM	บริษัท พรพรหมเม็ททอล จำกัด (มหาชน)
35	PPS	บริษัท โปรเจก แพลนนิ่ง เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
36	QLT	บริษัท ควอลิตี้เทค จำกัด (มหาชน)
37	QTC	บริษัท คิวทีซี เอนเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)
38	SALEE	บริษัท สาลีอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
39	SIMAT	บริษัท ไชแมท เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
40	SWC	บริษัท เซอร์วิวด์ เคมีคอล จำกัด (มหาชน)
41	T	บริษัท ที เอ็นจิเนียริ่ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
42	THANA	บริษัท ธนาสิริ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
43	TMC	บริษัท ที.เอ็ม.ซี. อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
44	TMI	บริษัท ทีระมงคล อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
45	TMILL	บริษัท ที เอส ฟลาวมิลล์ จำกัด (มหาชน)
46	TNDT	บริษัท ไทย เอ็น ดี ที จำกัด (มหาชน)
47	TPAC	บริษัท พลาสติก และหีบห่อไทย จำกัด (มหาชน)
48	TRT	บริษัท ทรไทย จำกัด (มหาชน)
49	TSF	บริษัท ตรีซิกตี้ไฟว์ จำกัด (มหาชน)
50	TVD	บริษัท ทีวี ไคเร็ค จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 9 (ต่อ) รายชื่อบริษัทที่มีคุณสมบัติตามเกณฑ์ที่กำหนด

ลำดับที่	หลักทรัพย์	บริษัท
51	UAC	บริษัท ยูเอซี โกลบอล จำกัด (มหาชน)
52	UBIS	บริษัท ยูบิส (เอเชีย) จำกัด (มหาชน)
53	UEC	บริษัท ยูนิมิต เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
54	UKEM	บริษัท ยูเนี่ยน ปีโตรเคมีคอล จำกัด (มหาชน)
55	UPA	บริษัท ยูไนเต็ด เพาเวอร์ ออฟ เอเชีย จำกัด (มหาชน)
56	UWC	บริษัท เอื้อวิทยา จำกัด (มหาชน)
57	VTE	บริษัท วินเทจ วิศวกรรม จำกัด (มหาชน)
58	YUASA	บริษัท ยัวซ่าแบตเตอรี่ ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)

ประวัติผู้ศึกษา

ชื่อ-สกุล	นางสาวลลิตดา บุตรวงศ์
วัน เดือน ปีเกิด	20 พฤษภาคม พ.ศ. 2532
สถานที่เกิด	จังหวัดนครราชสีมา
วุฒิการศึกษา	พ.ศ. 2555 บริหารธุรกิจบัณฑิต (การบัญชี) มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน วิทยาเขตภาคตะวันออกเฉียงเหนือ จังหวัดนครราชสีมา
ประสบการณ์ในการทำงาน	นักวิชาการเงินและบัญชีปฏิบัติการ สำนักงานอัยการภาค 7 พ.ศ. 2557-2560
ตำแหน่งหน้าที่ปัจจุบัน	นักวิชาการเงินและบัญชีปฏิบัติการ สำนักงานอัยการสูงสุด
สถานที่อยู่ปัจจุบัน	อาคารที่พักสำนักงานอัยการจังหวัดตลิ่งชัน (หลังใหม่) ถนนเลียบทางรถไฟ แขวงนิมพลี เขตตลิ่งชัน กรุงเทพมหานคร 10170