ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์: หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Corporate Governance Scores and Stock Prices: An Empirical of Listed Companies on The Stock Exchange of Thailand

สุวรรณ หวังเจริญเดช*

Suwan Wangcharoendate*

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลอันดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ปี 2561 – ปี 2562 และ ปี 2563 จำนวน 494 บริษัท 521 บริษัท และ 544 บริษัท ตามลำดับ ตัวแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงที่ใช้มีขนาดของกิจการ อายุของกิจการ และความเสี่ยงทางการเงิน เป็นตัวแปรควบคุม ใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ และคะแนนการกำกับดูแลกิจการ กับขนาดและความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าขนาดและความเป็นอิสระของคณะกรรมการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกและความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% โดยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอายุของกิจการกับราคาหลักทรัพย์ ข้อมูลขนาดและความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทจึงเป็นข้อมูลที่นักลงทุนให้ความสนใจ

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ/ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท/ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ/ ราคาหลักทรัพย์

Abstract

This research studied the relationship between corporate governance score, board size, board independence, and stock price of listed companies on The Stock Exchange of Thailand. Data was collected on the corporate governance scores, board size, board independence and average stock price found in the years 2018, 2019, and 2020 of 494 companies, 521 companies and 544 companies, respectively. The linear relationship model was used to test firm size, firm age and leverage risk as control variables. A multiple regression analysis method was used to analyze the relationship between stock prices and corporate governance scores with the size and independence of the board of directors. The results of the research showed that the size and independence of the board of directors have a statistically significant positive relationship with the stock price at a 95% confidence level. However, no significant relationship was found between corporate governance

---

รองศาสตราจารย์, คณะการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม

Associate Professor, Mahasarakham Business School, Mahasarakham University

*Corresponding author: suwan.w@acc.msu.ac.th

Received : 12 กรกฎาคม 2565/ Revised : 22 พฤศจิกายน 2565/ Accepted : 30 พฤศจิกายน 2565

scores and stock prices. Control variables such as the size of the company had a significant positive relationship with stock prices, while financial risk had a significant negative relationship with stock prices at a 95% confidence level. Data on the size and independence of the board of directors is of interest to investors.
Keyword: Corporate governance/ Board size/ Board independence/ Stock prices

1. บทนำ

การดำเนินธุรกิจในปัจจุบันได้ขยายตัวอย่างต่อเนื่องและมีความซับซ้อนยิ่งขึ้น องค์กรต่าง ๆ จึงตระหนักถึงความสำคัญของการบริหารจัดการองค์กรเพื่อให้เป็นที่ยอมรับมากขึ้น ซึ่งการดำเนินธุรกิจตามแนวคิดการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามหลักการและมาตรฐานสากลอันเป็นที่ยอมรับกันทั่วไป เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กรอย่างมีประสิทธิผล สามารถสร้างการแข่งขันได้ สนับสนุนอัตราการเติบโตของการลงทุนและสร้างผลตอบแทนที่ดีแก่ผู้ถือหุ้น รวมไปถึงความโปร่งใสตรวจสอบได้ ซึ่งจะช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีและได้รับความสนใจจากนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย อันนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทในระยะยาวได้

หน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้ส่งเสริมแนวคิดการกำกับดูแลกิจการให้แก่บริษัทจดทะเบียนได้ถือเป็นแนวปฏิบัติ เช่น องค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Cooperation and Development: OECD) ได้กำหนดกรอบของการกำกับดูแลกิจการให้มีความก้าวหน้า ธนาคารโลก (World Bank) ได้มีการจัดตั้งโครงการ Corporate Governance-Report on the Observance of Standards and Codes หรือ CG-ROSC รวมถึงงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (ASEAN Capital Markets Forum: ACMF) ได้จัดทำ ASEAN CG Score Card เพื่อเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคอาเซียน [1]

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) ได้เริ่มส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในปี พ.ศ. 2545 เป็นต้นมา ต่อมาในปี พ.ศ.2549 ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการขององค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ต่อมาในปี พ.ศ. 2555 ได้ทำการปรับปรุงหลักการโดยเพิ่มแนวปฏิบัติที่ดี 5 หมวด เพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ขององค์กรการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคอาเซียน (ASEAN Corporate Governance Scorecard: ACGS) และล่าสุดเมื่อปี พ.ศ. 2560 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Code) เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนสามารถปรับตัวและสร้างมูลค่าให้กับกิจการควบคู่ไปกับผู้มีส่วนได้เสียและสังคมโดยรวม [1] นอกจากนั้น สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (The Institute of Directors: IOD) เป็นองค์กรที่สนับสนุนให้การดำเนินธุรกิจตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเชื่อว่าหากองค์กรมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะสามารถสร้างผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น และทำให้เศรษฐกิจไทยเจริญเติบโตยิ่งขึ้น

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance: CG) เป็นระบบการกำกับและควบคุมกิจการเพื่อรักษาความสมดุลของสิทธิและหน้าที่ของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่าง ๆ ซึ่งได้แก่ คณะกรรมการบริษัท ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นหรือผู้มีส่วนได้เสียอื่น โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติ เพื่อให้องค์กรสามารถแข่งขันได้และสามารถเติบโตอย่างยั่งยืน ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Code) โดยได้ยกตัวอย่างบทบาท หน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทไว้ เช่น คณะกรรมการควรพิจารณาจำนวนกรรมการที่เหมาะสมและมีความหลากหลาย คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 แต่ไม่ควรน้อยกว่า 3 คน คณะกระบวนการสรรหากรรมการบริษัทควรมีความโปร่งใส ปราศจากอิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม เป็นต้น จะเห็นได้ว่าหลักการสำคัญต่าง ๆ ได้ออกแบบมาให้บริษัทจดทะเบียนนำไปปรับใช้เพื่อผลประกอบการที่ดีในระยะยาว สร้างคุณค่าให้กิจการได้อย่างยั่งยืน [2]

Corporate Governance Score เป็นคะแนนที่สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้ประเมินโดยการตรวจสอบในเรื่องการบริหารจัดการ

บริษัทที่มีประสิทธิภาพ ความโปร่งใสตรวจสอบได้ และการคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย โดยหลักการแล้วบริษัทที่มีคะแนน CG สูง จะทำให้มั่นใจขึ้นได้ว่าผู้ลงทุนได้ลงทุนในธุรกิจที่มีการบริหารงานอย่างเป็นธรรมและมีความซื่อสัตย์ โดยเฉพาะในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้น ซึ่งจะส่งผลในทางบวกต่อราคาหลักทรัพย์ การตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนและตลาดหุ้นได้ ดังเช่นงานวิจัยของ Klapper and Love ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการซึ่งวัดโดยผลการจัดลำดับของการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q และ Return on Assets ของ 374 ตัวอย่างบริษัท จาก 14 ประเทศ และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงาน [3] นอกจากนี้ Berthelot et al. ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์ของ 289 ตัวอย่างบริษัท ในประเทศแคนาดา โดยใช้ระดับการกำกับดูแลกิจการที่เปิดเผยของ The Globe and Mail เป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และ พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับราคาหลักทรัพย์ [4]

งานวิจัยของทิพย์ธัญญา หริณานนท์ พบว่าภายหลังการประกาศผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี 3 วัน มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ โดยมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของหลักทรัพย์ (CAR) สูงขึ้น [5] เนื่องจากนักลงทุนเชื่อมั่นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีโอกาสทำให้กิจการมีผลประกอบที่ดีและสามารถจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้ เมื่อผู้ถือหุ้นได้ผลตอบแทนเป็นที่น่าพอใจ จะส่งผลให้มีการลงทุนในหลักทรัพย์มีการปรับตัวในราคาที่สูงขึ้น เป็นการช่วยเพื่อส่งเสริมมูลค่าและการสนับสนุนการเติบโตของกิจการอย่างยั่งยืน

แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) จึงเป็นระบบกลไกที่กรรมการบริษัทซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น เป็นผู้กำกับติดตาม ดูแลการปฏิบัติงานของผู้บริหารให้สามารถสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ มีความน่าเชื่อถือ ถูกต้องและเป็นที่ยอมรับของทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง รวมถึงผู้มีส่วนได้เสียในระยะยาวได้ [6] ทำให้นักลงทุนในประเทศไทยก็เริ่มให้ความสนใจและความสำคัญกับหลักการกำกับดูแลกิจการมากขึ้น

ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาเพื่อเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ให้นักลงทุนเห็นถึงความสัมพันธ์เชิงบวกระว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่วัดด้วยผลสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการไทย (IOD) กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนั้นเพื่อเป็นข้อมูลสนับสนุนให้ผู้บริหารบริษัทได้ตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในการสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนอันมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่เพิ่มสูงขึ้น อันเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น และนักลงทุนที่ใช้เป็นข้อมูลประกอบการประเมินมูลค่ากิจการและเป็นข้อมูลแก่ผู้ที่มีบทบาทในการพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อไป

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของคณะกรรมการ และความเป็นอิสระของคณะกรรมการ กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ตามแนวคิด Jensen and Meckling ได้อธิบายว่าเป็นความสัมพันธ์ระหว่างผู้ที่เกี่ยวข้อง 2 ฝ่าย ได้แก่ ตัวการ (Principal) ซึ่งเป็นเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น และตัวแทน (Agent) เป็นผู้บริหาร บนพื้นฐานที่ว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานของกิจการได้เพียงผู้เดียว จึงต้องมอบอำนาจให้กับตัวแทนหรือผู้บริหารเพื่อทำหน้าที่บริหารงานแทนเจ้าของกิจการเพื่อให้กิจการบรรลุเป้าหมาย และจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ตัวแทนตามสัญญาและผลการดำเนินงาน [7] ตัวแทนที่บริหารงานดีย่อมส่งผลต่อมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น กล่าวได้ว่า เมื่อใดก็ตามที่ผลประโยชน์ของตัวการและตัวแทนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน จะไม่เกิดความขัดแย้ง ในทางตรงกันข้าม หากทั้งสองฝ่ายมีวัตถุประสงค์และผลประโยชน์ที่แตกต่างกัน ย่อมก่อให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agent Problem) ขึ้น

จึงทำให้เกิดแนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการเพื่อลดปัญหาตัวแทน โดยมีระบบกลไกที่กรรมการบริษัทซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น เป็นผู้สอดส่อง ติดตามดูแลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร ให้สามารถสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ มีความน่าเชื่อถือ โปร่งใสและเป็นที่ยอมรับจากผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องได้ [6] Bhagat and Bolton มองว่า ทฤษฎีตัวแทนที่ใช้ในการอธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งสะท้อนพฤติกรรมของคนและความเป็นไปในองค์กร จะช่วยให้บริษัทมีระบบบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ ตรวจสอบได้ เพื่อแก้ไขปัญหาความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหารซึ่งมีผลประโยชน์ร่วมกัน [8]

แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ เป็นระบบการกำกับและควบคุมกิจการเพื่อรักษาความสมดุลของสิทธิและหน้าที่ของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องอันได้แก่ คณะกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นหรือผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ ทั้งนี้ ได้กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเพื่อใช้ในการตัดสินใจสำหรับกรณีต่าง ๆ โดยยึดเป้าหมายของกิจการเป็นสำคัญ ดังนี้ การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมในการเข้าถึงข้อมูล (Asymmetric Information) ช่วยลดโอกาสในการกระทำทุจริตของผู้บริหาร เป็นการสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุนและเพิ่มมูลค่าของบริษัท [9] [10]

คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Score) เป็นคะแนนที่สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) ได้ประเมินโดยการตรวจสอบการบริหารจัดการบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย แต่ละบริษัทจะมีคะแนน CG ตั้งแต่ 0 ถึง 5 บริษัทที่มีคะแนน CG สูง โดยหลักการแล้ว บริษัทที่มีคะแนน CG สูง จะทำให้มั่นใจขึ้นได้ว่าผู้ลงทุนได้ลงทุนในธุรกิจที่มีการบริหารงานอย่างเป็นธรรมและมีความโปร่งใส โดยเฉพาะในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้น ที่ต้องระมัดระวังให้มีความเสมอภาคกัน ไม่ให้มีกลุ่มผู้ที่ล่วงรู้ข่าวล่วงหน้าก่อนผู้ถือหุ้นรายย่อย เพราะหากเกิดเหตุการณ์เช่นนั้น จะทำให้นักลงทุนรายย่อยเสียโอกาสได้ และอาจส่งผลกระทบในทางลบต่อตลาดหลักทรัพย์ได้ แต่ในความเป็นจริงแล้ว คะแนน CG เป็นเพียงแค่ส่วนหนึ่งเท่านั้น ไม่ได้หมายความว่าบริษัทที่มีคะแนน CG ระดับสูงจะสามารถไว้วางใจได้เสมอไป เพราะตัว CG นั้นเป็นตัววัดจากการดำเนินงานของบริษัทที่สอดคล้องกับกฎเกณฑ์ที่มาตรฐานกำหนดไว้โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size) เป็นกลไกการกำกับดูแลที่ส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการได้ คณะกรรมการบริษัทควรมีขนาดที่เหมาะสม มีประสบการณ์ที่เพียงพอต่อการปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์ การประสานงานและร่วมมือในการแก้ไขปัญหาขององค์กรให้บรรลุเป้าหมายให้กับกิจการได้ คณะกรรมการต้องมีจำนวนมากน้อยแค่ไหนขึ้นอยู่กับขนาด ประเภทและความซับซ้อนของธุรกิจ เมื่อเพียงพอก็จะสามารถกำกับดูแลกิจการได้อย่างมีประสิทธิผล

งานวิจัยของ Firmansyah and Triastie พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกับราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ขนาดของคณะกรรมการมีอิทธิพลต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้นและราคาหลักทรัพย์แล้ว ยังพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทอีกด้วย [11] จากงานวิจัยของ Gulzar and Wang ได้ศึกษาถึงโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์ ซึ่งผลการดำเนินงานเกี่ยวข้องกับการควบคุมของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ขนาดของบริษัท ประเภทอุตสาหกรรมและโอกาสการเจริญเติบโต [12]

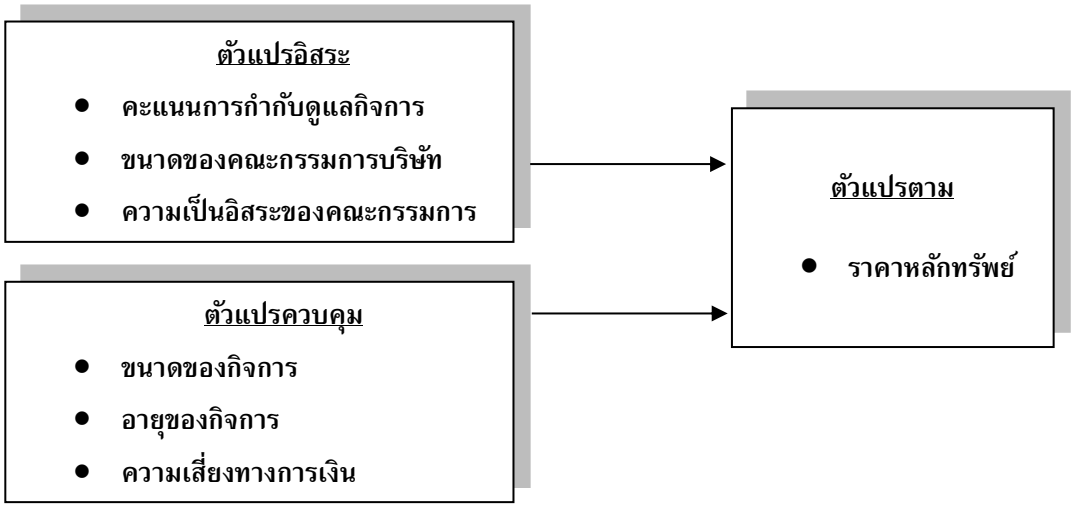
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (Board Independence) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการจะต้องมีความเป็นอิสระจากการควบคุมของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และต้องไม่มีส่วนได้เสียหรือมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของฝ่ายบริหารแต่อย่างใด เนื่องจากมีบทบาทหน้าที่สำคัญในการตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหาร ซึ่งเป็นการคานอำนาจระหว่างกรรมการที่เป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นใหญ่และกรรมการอิสระที่เป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นรายย่อย หรือถือว่าเป็นกรรมการที่มีความเป็นกลาง สามารถรักษา ดูแล ปกป้องผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย จึงมีความเชื่อโดยทั่วไปว่ากรรมการอิสระเป็นกลุ่มกรรมการที่สำคัญที่จะทำให้การกำกับดูแลกิจการของคณะกรรมการดำเนินงานด้วยความโปร่งใส เป็นธรรม และเพื่อประโยชน์แก่ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง ไม่ทำเพื่อประโยชน์คนกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งจนกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียอื่นเสียเปรียบหรือเสียหาย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Tarus, Tenai, and Komen พบว่า จำนวนบริษัทที่กรรมการอิสระดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี [13]

สำหรับในประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกับหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้กำหนดให้บริษัทจด

ทะเบียนมีกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด กิจการควรกำหนดความเหมาะสมของคุณสมบัติของกรรมการอิสระให้เข้มงวดกว่าข้อกำหนดขั้นต่ำของสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อความเป็นอิสระที่แท้จริงและมีความเหมาะสมกับลักษณะธุรกิจของบริษัท จากงานวิจัยของ Brown and Caylor พบว่าบริษัทที่ใช้หลักการกำกับดูแลกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ จะมีการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารที่ต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญ [14] จากการศึกษานี้สามารถทำนายได้ว่า หากค่าตอบแทนผู้บริหารสามารถสะท้อนถึงประสิทธิภาพของการกำกับดูแลในการควบคุมปัญหาตัวแทนได้ การจ่ายค่าตอบแทนที่สูงแสดงถึงการกำกับดูแลที่ขาดประสิทธิภาพในการจัดการผลการดำเนินงานในอนาคต และจะมีปัญหาตัวแทนเกิดขึ้น

กรอบแนวคิดและสมมติฐานงานวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต ทำให้เชื่อว่าบริษัทจดทะเบียนที่มีหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดี จะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ซึ่งจะส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน และจะส่งผลโดยตรงต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทได้ ดังนั้นผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งแสดงกรอบแนวคิดงานวิจัยได้ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย แสดงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์

คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Score: CGS)

คะแนนการกำกับดูแลดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือที่สามารถประสานผลประโยชน์ที่แตกต่างกันระหว่างฝ่ายบริหารและตัวแทน เพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับผู้มีส่วนได้เสียและผู้ถือหุ้น ดังเช่นการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดช่องว่างของความไม่เท่าเทียมในการเข้าถึงข้อมูล ลดโอกาสในการกระทำทุจริตของผู้บริหาร

Utami and Pernamasari พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการ เพิ่มความมั่นใจให้กับนักลงทุนในหลักทรัพย์มากขึ้น [15] เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลต่อคุณภาพของรายงานทางการเงินที่สูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาความสัมพันธ์ของบริษัทในสหรัฐอเมริกาจำนวน 2,347 ข้อมูลตัวอย่างของ Dzingai and Fakoya พบว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีโอกาสสูงที่จะมีผลการดำเนินงานที่ดีทั้งในด้านกำไร อัตราการเติบโตของยอดขายรวมถึงผลตอบแทนเงินปันผล [16]

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาของ Whelan ได้ใช้ข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากรายงาน Horwath Corporate Governance ในช่วงปี 2002-2005 เป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการ แสดงให้เห็นว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของ 205 ตัวอย่างบริษัท ในประเทศแคนาดา แต่กลับพบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ของตัวอย่างบริษัทผ่านข้อมูลทางบัญชี

[17] นอกจากนั้น Yasa, Astika, and Widiariani พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่มีผลต่อคุณภาพของรายงานทางการเงิน [18]

โดยสรุปจากการทบทวนวรรณกรรมผลการศึกษาที่ผ่านมายังไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจนสม่ำเสมอระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับราคาหลักทรัพย์ อาจเนื่องจากยังไม่มีการประเมินการบังคับใช้การกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้ยังมีบริษัทจำนวนมากที่ยังดำเนินการตามกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่ครบถ้วน ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงได้กำหนดสมมติฐานในการวิจัยเกี่ยวกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ดังนี้

H1: คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

ขนาดของคณะกรรมการบริษัท

Enache and Garcia-Meca พบว่า ความแตกต่างในด้านความรู้ ทักษะและประสบการณ์ในการทำงานของคณะกรรมการบริษัท จะทำให้มีการบริหารกิจการด้านการรายงานทางการเงินด้วยความรอบคอบมากขึ้น [19] อย่างไรก็ตาม Dzingai and Fakoya พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทเป็นเพียงแค่จำนวนตัวเลขเท่านั้น ไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงทักษะและความรู้ของคณะกรรมการบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการทำงาน [16] จากงานวิจัยในอดีตของ Rahman and Ali พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับการกำกับดูแลกิจการ [20] คณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่มีโอกาสที่จะพบการจัดการกำไรมากกว่ากรรมการที่มีขนาดเล็ก แสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดเล็กสามารถติดตามและตรวจสอบการดำเนินงานของฝ่ายจัดการได้ดีกว่า เนื่องจากเกิดความคล่องตัวในการตัดสินใจและสามารถรวมตัวกันได้ง่าย จึงได้กำหนดสมมติฐานในการวิจัยเกี่ยวกับขนาดของคณะกรรมการบริษัท ดังนี้

H2: ขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ

Oludele, Oloko, and Tobiah พบว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการไม่ถูกควบคุมหรือไม่ถูกกำกับดูแลจากกิจการ อาจก่อให้การทำงานที่มีประสิทธิภาพต่อองค์กร [21] นอกจากนั้น Berthelot, Morris and Morrill ได้ทำการศึกษาและพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับราคาหลักทรัพย์ เพราะไม่ได้อยู่ภายใต้การควบคุมของผู้มีส่วนได้เสียหรือบุคคลอื่นที่ก่อให้เกิดความไม่เป็นอิสระในการทำงาน [22] ในขณะที่ Francis, Schipper, and Vincent พบว่าความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการและราคาหลักทรัพย์ โดยได้อธิบายเหตุผลว่า หากความเป็นอิสระไม่ถูกควบคุมหรือกำกับดูแล อาจก่อให้เกิดการทำงานที่ไม่มีประสิทธิภาพหรือไม่เกิดประโยชน์ต่อองค์กร [23] จึงได้มีการกำหนดสมมติฐานในการวิจัยเกี่ยวกับความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ดังนี้

H3: ความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

ขนาดของกิจการ

ขนาดของกิจการเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการและความสามารถในการทำกำไร จากงานวิจัยของ Yoon, Miller, and Jiraporn พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ความสามารถในการทำกำไร [24] ในทางตรงกันข้ามงานวิจัยของ Rountree et al. พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ [25]

อายุของกิจการ

ตัวแปรควบคุมนี้ใช้วัดอายุของกิจการที่ก่อตั้งมากี่ปีหรือจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาแล้วกี่ปีโดยมีสมมติฐานเบื้องหลังที่ว่ากิจการที่มีสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำ เป็นบริษัทที่เพิ่งเริ่มก่อตั้งและต้องการเงินทุนเพื่อขยายกิจการ ขณะที่บริษัทที่มีสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูง เป็นบริษัทที่โตเต็มที่และมีโอกาสขยายตัวน้อย ดังนั้น จึงเป็นตัวชี้วัดที่เหมาะสมต่อการเป็นตัวแทนอายุของการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งเป็นข้อมูลที่ได้จากงบการเงินในแต่ละปีของบริษัท [26]

ความเสี่ยงทางการเงิน

ความเสี่ยงทางการเงินมีความเกี่ยวเนื่องกับการจัดการกำไรของผู้บริหาร เนื่องจากสภาพความเสี่ยงที่สูงมักจะมีผลต่อการบริหารจัดการของบริษัท หากกิจการมีการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินหรือตลาดทุนและเมื่อมีการละเมิดข้อสัญญาเงินกู้ ผู้บริหารอาจมีแรงจูงใจที่จัดการกำไรผ่านรายการคงค้างขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยปรับปรุงตัวเลขเพื่อให้ผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีความสม่ำเสมอมากขึ้น จาก

งานวิจัยของ Kim and Yoon พบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับการจัดการกำไร และการกำกับดูแลกิจการ [27]

ราคาหลักทรัพย์

นักลงทุนมักเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนตามที่นักลงทุนคาดหวัง การที่ธุรกิจให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่ดีไม่ว่าจะอยู่ในรูปของเงินปันผล ดอกเบี้ยหรือกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ย่อมทำให้นักลงทุนอยากลงทุนในหลักทรัพย์นั้นมากยิ่งขึ้น โดยพบว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือผลการดำเนินงานที่ดีของธุรกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนจากการลงทุนที่เพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน [28] ยิ่งธุรกิจสามารถให้ผลตอบแทนที่เป็นไปตามคาดหวังของนักลงทุนได้มากเพียงใด ก็จะทำให้นักลงทุนมีความต้องการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นเพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะทำให้หลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นที่สนใจของนักลงทุน เกิดปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น และส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในที่สุด

2. วัสดุและวิธีการ

การศึกษาวิจัยนี้เป็นการศึกษาวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) เป็นการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์

ประชากรในการวิจัยครั้งนี้ คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้รับผลการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ในระดับดีเลิศ ดีมาก และดี ซึ่งถูกเปิดเผยไว้ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ประจำปี 2561-2563 ยกเว้น บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ธนาคาร ธุรกิจประกันภัย และประกันชีวิต จำนวน 167 บริษัท เนื่องจากอุตสาหกรรมดังกล่าวมีลักษณะการดำเนินงานที่แตกต่างไป บริษัทที่ได้ดำเนินการรับโอนกิจการ ควบกิจการ เพิกถอน จำนวน 23 บริษัท และบริษัทที่มีข้อมูลทางการเงินไม่สมบูรณ์ จำนวน 12 บริษัท จึงทำให้บริษัทกลุ่มตัวอย่างเหลือจำนวน 1,559 บริษัท โดยจำแนกดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ข้อมูลของตัวอย่างบริษัทที่ได้รับการประกาศรายชื่อ (บริษัท)

รายการ		2561	2562	2563
บริษัทตามรายชื่อในรายงานการกำกับดูแลกิจการ		557	588	616
หัก	บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ธนาคาร ประกันภัย และประกันชีวิต	50	56	61
	บริษัทที่ได้ดำเนินการรับโอนกิจการ ควบกิจการ เพิกถอน	10	8	5
	บริษัทที่มีข้อมูลทางการเงินไม่สมบูรณ์	3	3	6
	รวม	494	521	544

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [พ.ศ. 2561-2563]

วิธีการเก็บข้อมูล

ผู้วิจัยได้เก็บข้อมูลผลการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่มีการเปิดเผยในรายงาน CGR ประจำปี พ.ศ. 2561-2563 โดยวัดจากการเปิดเผยข้อมูลบริษัทตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2561 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2563 จากฐานข้อมูลออนไลน์ www.thai-iod.com [29] [30] [31] สำหรับข้อมูลทางการเงิน (ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ และอายุของกิจการ เก็บรวบรวมจากรายงานประจำปี รายงานทางการเงิน และแบบแสดงข้อมูลประจำปี (56-1) รวมทั้งเก็บข้อมูลราคาหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2561-2563 จากฐานข้อมูล SETSMART (SET Marketing Analysis and Reporting Tool) นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ทำการศึกษางานวิจัยของ Hodgson et al. ว่าระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของประเทศไทยให้ข้อมูลเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจอย่างไร [32] โดยแสดงไว้ในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรอิสระ	**ชื่อย่อ**	**การวัดค่าตัวแปร**
คะแนน CG Score	CG Score	ตัวแปร Dummy ซึ่งมีค่าเป็น 1 เมื่อบริษัทได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี และมีค่าเป็น 0 เมื่อบริษัทไม่ได้รับคะแนน [17]
ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size)	BZ	จำนวนของคณะกรรมการบริษัททั้งหมด
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (Board Independence)	BN	จำนวนกรรมการอิสระ หารด้วยคณะกรรมการบริษัททั้งหมด
ตัวแปรตาม	**ชื่อย่อ**	**การวัดค่าตัวแปร**
ราคาหลักทรัพย์ (Stock Price)	SP	ราคาหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ย คือราคาซื้อขายเฉลี่ย โดยคำนวณจากมูลค่าซื้อขายสะสมหารด้วยปริมาณซื้อขายสะสม
ตัวแปรควบคุม	**ชื่อย่อ**	**การวัดค่าตัวแปร**
ขนาดของกิจการ (Firm Size)	FS	ค่าลอการิทึกของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด [26]
อายุของกิจการ (Firm Age)	FA	จำนวนปีที่ผ่านมาของกิจการตั้งแต่เริ่มก่อตั้ง
ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage Risk)	LR	อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

วิธีวิเคราะห์ข้อมูล

เมื่อเก็บรวบรวมข้อมูลแล้วจะทำการประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติดังต่อไปนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum) [33]

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ได้แก่ การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson's Correlation Coefficient) และการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐาน โดยข้อสมมติพื้นฐานของกำลังสองน้อยที่สุดคือ ตัวแปรตามต้องมีการแจกแจงปกติ รูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระรวมถึงความคลาดเคลื่อนจะต้องเป็นแบบเส้นตรง ตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างกันสูงเกินไป ตัวแปรคลาดเคลื่อนต้องมีการกระจายแบบปกติและค่าความแปรปรวนคงที่ และค่าความคลาดเคลื่อนต้องไม่มีสหสัมพันธ์กันเอง ตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์กับตัวคลาดเคลื่อน ซึ่งการทดสอบเป็นไปตามเงื่อนไข [33]

3. ผลการวิจัยและอภิปรายผล

3.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติพื้นฐานเชิงพรรณนา กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีจำนวน 1,559 บริษัท ใช้ข้อมูลในการศึกษา 3 ปี คือปี พ.ศ. 2561–2563 การวิเคราะห์ข้อมูลสามารถแสดงดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง

ตัวแปร	**ค่าเฉลี่ย (Mean)**	**ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.)**	**ค่าต่ำสุด (Minimum)**	**ค่าสูงสุด (Maximum)**
Stock Price	35.692	30.137	0.124	42.922
CG Score	4.437	0.115	3.873	4.819
Board Size	7.584	2.927	5.000	15.000
Board Independence	0.534	0.019	0.249	0.642
Firm Size	0.589	1.652	0.059	1.379
Firm Age	8.427	1.729	4.000	16.000
Leverage Risk	3.549	1.326	0.053	7.169

ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรพบว่า ในช่วงปี 2561 ถึง ปี 2563 กลุ่มตัวอย่างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีราคาหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยเท่ากับ 35.692 บาทต่อหุ้น ค่าสูงสุดเท่ากับ 42.922 บาทต่อหุ้น ส่วนขนาดของคณะกรรมการบริษัท พบว่าบริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการน้อยที่สุด คือ 5 คน ส่วนบริษัทที่มีคณะกรรมการสูงสุดมีจำนวน 15 คน ค่าเฉลี่ยขนาดของคณะกรรมการบริษัทอยู่ที่ประมาณ 7 คน จะเห็นได้ว่าการที่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทแตกต่างกัน อาจเป็นเพราะว่าแต่ละบริษัทมีสัดส่วนเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกัน และความเป็นอิสระของคณะกรรมการ บริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งคณะ ต่ำสุดคิดเป็นร้อยละ 24.90 ส่วนบริษัทที่มีสัดส่วนของกรรมการอิสระสูงที่สุดคิดเป็นร้อยละ 0.642 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.534 แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่ได้ปฏิบัติตามคำแนะนำของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีแนะนำให้บริษัทควรมีกรรมการอิสระมากกว่า 1 ใน 3 ของคณะกรรมการทั้งชุด

สำหรับตัวแปรอิสระที่สนใจศึกษาพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการนั้นบริษัทที่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.437 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.115 ค่าสูงสุดเท่ากับ 4.819 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 3.873 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนใหญ่ได้รับผลการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

ส่วนตัวแปรควบคุม ความเสี่ยงทางการเงิน พบว่ามีค่าน้อยที่สุดเท่ากับ 0.053 เท่า และค่าสูงสุดเท่ากับ 7.169 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.549 เท่า ขนาดของกิจการ พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.589 และอายุของกิจการ คิดเป็นค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.427

3.2 ผลการศึกษาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) ของกลุ่มตัวอย่างแสดงดังตารางที่ 4 ซึ่งอธิบายถึงคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ขนาดของกิจการ อายุของกิจการ และความเสี่ยงทางการเงิน

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

	CG Score	BZ	BN	FS	FA	LR
CG Score	1					
BZ	0.657*	1				
BN	0.438*	0.643*	1			
FS	0.744*	-0.501*	0.482*	1		
FA	0.583*	0.624*	0.541*	-0.523*	1	
LR	0.481*	-0.581*	0.620*	0.478*	0.539*	1

*Significant at the 5% (2-tailed) **Significant at the 1% (2-tailed)

จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน โดยรวมไม่พบปัญหาตัวแปรอิสระใดมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน (Multicollinearity) ในระดับที่สูงเกิน 0.80 นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังได้พิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ร่วมกับค่า VIF (Variance Inflation Factor) ของตัวแปรในการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณเป็นสำคัญ ซึ่งแสดงค่า VIF ไม่เกิน 4 จึงสรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างกันของตัวแปรอิสระในระดับรุนแรง

จากตารางที่ 4 พบว่า ตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ระหว่างกัน แสดงได้ดังนี้

1. คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BZ) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BN) ขนาดของกิจการ (FS) อายุของกิจการ (FA) และความเสี่ยงทางการเงิน (LR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.657, 0.438, 0.744, 0.583, และ 0.481 ตามลำดับ

2. ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BZ) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BN) และอายุของกิจการ (FA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.643 และ 0.624 ตามลำดับ ในขณะเดียวกันก็มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับขนาดของกิจการ (FS) และความเสี่ยง

ทางการเงิน (LR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.501 และ 0.581 ตามลำดับ

3. ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BN) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับขนาดของกิจการ (FS) อายุของกิจการ (FA) และความเสี่ยงทางการเงิน (LR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.482, 0.541, และ 0.620 ตามลำดับ

4. ขนาดของกิจการ (FS) ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความเสี่ยงทางการเงิน (LR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.478 ในขณะเดียวกันก็มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอายุของกิจการ (FA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.523

5. อายุของกิจการ (FA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความเสี่ยงทางการเงิน (LR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.539

3.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน ผลการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับราคาหลักทรัพย์ตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ สามารถอธิบายตัวแบบที่ใช้ในการวิจัยได้ดังนี้

$$\text{Stock Price} = \beta_0 + \beta_1 \text{CG Score} + \beta_2 \text{Board Size} + \beta_3 \text{Board Independence} + \beta_4 \text{FirmSize} + \beta_5 \text{Firm Age} + \beta_6 \text{Leverage Risk} + \varepsilon$$

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

ตัวแปรอิสระ	Coefficient	t-stat.	Sig.	Tolerance	VIF
(Constant)	-7.358	-0.512	0.0469		
CG Score	0.498	0.597	0.149	0.720	1.752
Board Size	0.365	1.379	0.002*	0.581	1.209
Board Independence	0.289	0.473	0.004*	0.683	1.604
Firm Size	0.159	0.379	0.003*	0.483	1.308
Firm Age	-0.094	0.084	0.594	0.634	1.450
Leverage Risk	-0.079	-0.249	-0.061	0.528	1.506
R-squared			0.349		
Adjusted R-Square			0.282		
Durbin-Watson			1.579		
F-Statistic			0.438		
Sig. (F)			0.000*		

*ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากตาราง 5 พบว่า ค่า VIF มีค่าระหว่าง 1.209-1.752 ซึ่งมีค่าไม่เกิน 4 ดังนั้น แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ซึ่งสอดคล้องกับการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน และพบว่า ค่าสถิติ Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.579 ซึ่งมีค่ามากกว่า 1 และน้อยกว่า 3 ดังนั้นแสดงว่าไม่เกิด Autocorrelation นั่นคือไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน แสดงให้เห็นว่าค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกัน

ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับแล้ว (Adjusted R-Square) ของข้อมูลทั้งหมดมีค่า 0.682 หมายความว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ขนาดของกิจการ อายุของกิจการ และความเสี่ยงทางการเงิน สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคา

หลักทรัพย์ได้ร้อยละ 28.20 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 71.80 เกิดจากตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาพิจารณา

ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ พบว่าค่า Sig. (F-Statistic) มีค่าเท่ากับ 0.000 แสดงว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ (SP) โดยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Stock Price) ได้ร้อยละ 34.90 และพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ และขนาดของกิจการ ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% ในขณะที่คะแนนการกำกับดูแลกิจการ อายุของกิจการ และความเสี่ยงทางการเงิน ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

จากตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% กล่าวคือ การมีคณะกรรมการบริษัทในจำนวนที่เหมาะสมจะทำให้การทำงานของคณะกรรมการมีประสิทธิภาพและบรรลุเป้าหมายขององค์กรได้และมีผลต่อคุณภาพกำไรของบริษัท [11] นอกจากนี้ยังพบว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการและขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% กล่าวคือ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการไม่ถูกควบคุมหรือกำกับดูแล ก่อให้เกิดการปฏิบัติงานที่เป็นประโยชน์ต่อเป้าหมายของบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในขณะที่ขนาดของกิจการมีขนาดใหญ่ จะมีราคาหลักทรัพย์สูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ส่งผลต่อการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น

ผลการศึกษาตารางที่ 5 ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% สอดคล้องกับงานวิจัยของ Yasa, Astika, and Widiariani กล่าว่า บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูง จะสามารถไว้ใจได้เสมอไป เพราะว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นการวัดจากการดำเนินงานของบริษัทที่สอดคล้องกับกฎเกณฑ์ที่มาตรฐานกำหนดไว้ ไม่สามารถบ่งบอกถึงความซื่อสัตย์ของผู้บริหารได้ [18] ในขณะเดียวกัน ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอายุของกิจการกับราคาหลักทรัพย์ สอดคล้องกับงานวิจัยของอรพรรณ เลิศรุจิวณิช กล่าวว่าหากบริษัทดำเนินกิจการมาเป็นเวลานาน แต่ผู้นำขาดวิสัยทัศน์หรือมีการบริหารจัดการที่ไม่เหมาะสม จะส่งผลให้ผลประกอบการที่ตกต่ำลง [36] นอกจากนั้น ก็ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% กล่าวคือ นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เล็งเห็นว่าบริษัทที่มีต้นทุนทางการเงินสูง ย่อมมีความเสี่ยงทางการเงินสูงและอาจส่งผลต่อความเชื่อมั่นในการลงทุนหลักทรัพย์

อภิปรายผล

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าว ซึ่งผลการวิจัยมีประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น และนักลงทุนที่ใช้ข้อมูลประกอบการประเมินมูลค่ากิจการและตัดสินใจในการลงทุนหลักทรัพย์ ผู้วิจัยจึงขออภิปรายผลการวิจัยในภาพรวม ดังต่อไปนี้ ผลการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์ พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ นั่นหมายความว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อาจไม่ได้ให้ความสำคัญกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาก สอดคล้องกับงานวิจัยของ Berthelot et al., Brown and Caylor กล่าวว่า อาจเกิดจากราคาหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ยของแต่ละบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นผลมาจากปัจจัยแวดล้อมและการเปลี่ยนแปลงหลายด้าน ไม่ว่าจะเป็นผลจากการดำเนินงานของบริษัท ปัจจัยด้านเศรษฐกิจ สังคม และการเมือง รวมถึงบริษัทอาจไม่ได้เปิดเผยข้อมูลการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการในเอกสารการเผยแพร่ขององค์กร หรือเว็บไซต์และช่องทางต่าง ๆ [4] [10] ทำให้ส่งผลต่อคะแนนการประเมินที่บริษัทได้รับ และคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการอาจไม่ใช่ประเด็นที่มีผลต่อผลตอบแทนของธุรกิจ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของณัฐนันท์ บัวสาย ที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับราคาหลักทรัพย์ [34] เช่นเดียวกันกับ Gupta, Kennedy, and Weaver พบว่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ [35] อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของอรพรรณ เลิศรุจิวณิช พบว่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการและราคาหลักทรัพย์ที่วัดผลทางด้านการบัญชี ทำให้นักลงทุนมี

ความเชื่อมั่นและสามารถนำธุรกิจไปสู่ผลประกอบการที่ดีและยั่งยืนได้ [36]

ผลการศึกษาเกี่ยวกับขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับราคาหลักทรัพย์ พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวก เนื่องจากขนาดของคณะกรรมการบริษัทเป็นกลไกสำคัญการกำกับดูแลกิจการซึ่งอาจส่งผลต่อการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Dzingai and Fakoya กล่าวคือแต่ละบริษัทจะมีจำนวนคณะกรรมการบริษัทเพิ่มขึ้นหรือลดลงอาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ได้ในระดับหนึ่ง ทั้งนี้เนื่องจากลักษณะการดำเนินงาน แผนกลยุทธ์ทางธุรกิจ พันธกิจและเป้าหมายที่แตกต่างกัน จึงส่งผลให้การกำหนดขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่เท่ากัน [16] อย่างไรก็ตาม การที่มีคณะกรรมการบริษัทในจำนวนที่เหมาะสมย่อมส่งผลต่อการทำงานของคณะกรรมการบริษัทได้อย่างมีประสิทธิผลและบรรลุเป้าหมายขององค์กรได้ ในทางตรงกันหากมีจำนวนคณะกรรมการบริษัทมากเกินไป อาจส่งผลกระทบต่อการกำหนดนโยบายและวิสัยทัศน์ของบริษัทได้ ทำให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agent Cost) โดยไม่จำเป็น สอดคล้องกับงานวิจัยของวิภาดา ภาโนมัยและนงค์นิตย์ จันทร์จรัส ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับคุณภาพกำไรและหลักทรัพย์ [37] และงานวิจัยของณัฐนันท์ บัวสาย พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ [34] จากผลการศึกษางานวิจัยในอดีตของอรพรรณ เลิศรุจิวณิช และ Dzingai and Fakoya พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดเล็กทำให้สามารถแสดงศักยภาพในการทำงานและการตัดสินใจได้อย่างเต็มประสิทธิภาพและทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น หรือขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่อาจทำให้สามารถระดมความคิดและประสบการณ์ที่หลากหลายของแต่ละบุคคล ส่งผลให้การบริหารงานมีประสิทธิภาพมากขึ้น [36] [16]

ผลการศึกษาเกี่ยวกับความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับราคาหลักทรัพย์ พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวก เนื่องจากความเป็นอิสระของคณะกรรมการไม่ถูกควบคุมหรือกำกับดูแลจึงอาจก่อให้เกิดการปฏิบัติที่เป็นประโยชน์แก่องค์กรได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ El-habashy และ Affes and Sardouk พบว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทเป็นคุณสมบัติที่บัญญัติไว้ตามข้อกำหนดของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้ผู้ดำรงตำแหน่งสามารถปฏิบัติหน้าที่ด้วยความเป็นอิสระเป็นไปในทิศทางเดียวกันได้ [38] [39] ส่วนขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% สอดคล้องกับงานวิจัยของ Yoon, Miller and Jiraporn กล่าวคือบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีราคาหลักทรัพย์สูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากมีข้อได้เปรียบในเรื่องข้อจำกัดต่าง ๆ ของการลงทุน ซึ่งส่งผลต่อผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น [24] สอดคล้องกับงานวิจัยของทิพย์ธัญญา หริณานนท์ พบว่าความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทที่มีระดับการก่อหนี้ที่เพิ่มสูงขึ้น จะทำให้มีต้นทุนในการจัดหาแหล่งเงินทุนสูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งอาจส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทลดลง [5] สอดคล้องกับงานวิจัยของวิภาดา ภาโนมัย และ นงค์นิตย์ จันทร์จรัส พบว่าอายุของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ [37] สอดคล้องกับงานวิจัยของ Brown and Caylor ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอายุของกิจการกับราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด แต่ขึ้นอยู่กับผู้บริหารที่สามารถกำหนดนโยบายและวิสัยทัศน์รวมถึงเป้าหมายที่ชัดเจนเพื่อการบริหารจัดการที่ดี ทำให้กิจการมีผลประกอบที่ดีในระยะยาวได้ [10]

สรุปผลการวิจัย

ผลการวิจัยพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% เนื่องจากจำนวนกรรมการที่มากขึ้นนำมาซึ่งความหลากหลายทางความรู้ ความสามารถและวิธีการทำงาน อันเป็นประโยชน์ในการบริหารกิจการ ซึ่งส่งผลถึงประสิทธิภาพและประสิทธิผลของกิจการที่เพิ่มขึ้นด้วย [40] ส่วนความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% เนื่องจากความเป็นอิสระของคณะกรรมการจากผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และการไม่มีส่วนได้เสียในกิจการนั้น ก่อให้เกิดการทำงานที่มีประสิทธิภาพ เพราะไม่ได้อยู่ภายใต้การควบคุมของผู้มีส่วนได้เสียหรือบุคคลที่จะก่อให้เกิดความไม่เป็นอิสระในการทำงาน โดยการนำทฤษฎีตัวแทนมาใช้จึงก่อให้เกิดประโยชน์ในการบริหารจัดการทางการบัญชีได้มากขึ้น ดังนั้น นักลงทุนที่มีเป้าหมายต้องการผลกำไรจาการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรพิจารณาลงทุนในบริษัทที่มีขนาดของคณะกรรมการบริษัทอย่างเหมาะสม สามารถร่วม

ตัดสินใจในนโยบายทางการเงินและการบริหารงานของบริษัทได้ ในขณะที่ความเป็นอิสระของคณะกรรมการก็สามารถปฏิบัติหน้าที่ในการตรวจสอบกิจการได้อย่างเคร่งครัด

ในขณะเดียวกัน คะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% Yasa, Astika, และ Widiariani กล่าวว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีผลต่อคุณภาพของรายงานทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือที่สามารถประสานผลประโยชน์ที่แตกต่างกันระหว่างผู้บริหารและตัวแทน เพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับผู้มีส่วนได้เสียและผู้ถือหุ้น [18]

ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการไทย รวมถึงหน่วยงานกำกับดูแลกิจการอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องควรให้ความรู้ถึงความสำคัญของการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้กับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งในด้านการอบรม การสัมมนาเพื่อช่วยส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เล็งเห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี นอกจากนั้น การเปิดเผยข้อมูลในแบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) เป็นเพิ่มช่วยความมั่นใจให้นักลงทุนว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีมาตรฐานเกี่ยวกับการกำกับดูแลที่ดี

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. งานวิจัยฉบับนี้ใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในอนาคต อาจแยกการศึกษาเป็นรายอุตสาหกรรม เนื่องจากในแต่ละอุตสาหกรรมมีลักษณะการดำเนินงานที่แตกต่างกันออกไป เพื่อให้ผลการวิจัยสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เข้าใจมากขึ้น

2. อาจใช้วิธีการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทในรูปแบบอื่น เช่น อัตราการเติบโตของรายได้ มูลค่ากิจการทางการตลาดของบริษัท หรือการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิของบริษัท ซึ่งอาจจะช่วยขยายความรู้ให้กว้างขวางและได้มุมมองที่หลากหลายมากขึ้น

3. ปัจจัยอื่นที่มีความสำคัญในการกำกับดูแลกิจการ เช่น สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท หรือสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มาศึกษาเพิ่มเติมซึ่งอาจจะมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

4. เอกสารอ้างอิง

1. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน 2560 [อินเตอร์เน็ต]. 2560 [เข้าถึงเมื่อวันที่ 24 มีนาคม 2564]. เข้าถึงได้จาก http://www.sec.or.th/cgthailand/th/Documents/Regulation/CGCode.pdf/.
2. สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการพัฒนากิจการเพื่อความยั่งยืน [อินเตอร์เน็ต]. 2560 [เข้าถึงเมื่อวันที่ 12 เมษายน 2564]. เข้าถึงได้จากhttp://www.sec.or.th/cgthailand/th/pages/overview/cgandsustainablebusinessdevelopment.aspx/.
3. Klapper LF, Love I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. Journal of Corporate Finance 2004;10(5):703-28.
4. Berthelot S, Morris T, Morrill C. Corporate governance rating and financial performance: A Canadian study. Corporate Governance 2010; 10(5):635-46.
5. ทิพย์ธัญญา หริณานนท์. อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการจัดการกำไรและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 [วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต]. สงขลา: มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์; 2560.
6. La Porta F L, Shleifer A, Vishny A. Legal determinants of external finance. Journal of Finance 1997;2(7):1131-50.
7. Jensen MC, Meckling WH. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics 1976;2:305-60.
8. Bhagat S, Bolton B. Corporate governance and firm performance. Journal of Corporate Finance 2008;14(3):257-73.
9. Gompers PA, Ishiii JL, Metrick A. Corporate governance and equity prices. Quarterly Journal of Economics 2003;118:107-55.

10. Brown LD, Caylor ML. Corporate governance and firm valuation. Journal of Accounting and public Policy 2006;25(4):409-34.
11. Firmansyah A, Triastie GA. The role of corporate governance in emerging market: Tax avoidance, corporate social responsibility disclosures, risk disclosures, and investment efficiency. Journal of Governance and Regulation 2020;9(3):8-26.
12. Gulzar MA, Wang Z. Corporate governance characteristics and earnings management: Empirical evidence from Chines Listed Firms, International Journal of Accounting and Financial Reporting 2011;1(1):133-51.
13. Tarus TK, Tenai J, Komen J. Effect of audit committee size on risk management: Evidence from selected listed firms in Kenya. International Journal of Research and innovation in Social Science 2019;3(5):437-43.
14. Brown LD, Caylor ML. Corporate governance and firm valuation. Journal of Accounting and Public Policy 2006;25(4):409-34.
15. Utami W, Pernamasari R. Study on ASEAN listed companies: Corporate governance and firm performance. International Journal of Business, Economics and Law 2019;19(5): 181-8.
16. Dzingai I, Fakoya BM. Effect of corporate governance structure on the financial performance of Johannesburg Stock Exchange (JSE) listed mining firms. Sustainability 2017;9(876):1-15.
17. Whelan C. The value relevance of corporate governance: Australian evidence. Corporate Ownership and Control 2007;4(4):292-8.
18. Yasa GW, Astika IP, Widiariani NA. The influence of accounting conservatism, los, and good corporate governance on the earning quality. Journal IImiah Akuntansi dan Bisnis, 2019;14(1):86-94.
19. Enache L, Garcia-Meca E. Board composition and accounting conservatism: The role of business experts, support specialist and community influential. Australian Accounting Review 2019;29(88):252-65.
20. Rahman RA, Ali FHM. Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence. Managerial Auditing Journal 2006;27:783-804.
21. Oludele OI, Oloko MA, Tobiah O. The relationship between board independence and financial performance of listed manufacturing companies in Nigeria. European Journal of Business, Economics and Accountancy 2016; 4(9):45-56.
22. Berthelot S, Morris T, Morrill C. Corporate Governance Rating and Financial Performance: A Canadian study. Corporate Governance 2010;10(5):635-46.
23. Francis J, Schipper K, Vincent L. The relative and incremental explanatory power of earnings and alternative performance measures for return. Contemporary Accounting Research 2003;20(1):121-64.
24. Yoon S, Miller GA, Jiraporn P. Earning management vehicles for Korean firms. Journal of International Financial Management and Accounting 2006;17(2):85-109.
25. Rountree B, Weston J, Allayannis G. "Do investors value smooth performance?" Journal of Financial Economic 2008;90:237-57.
26. DeAngelo H, DeAngelo L, Stulz RM. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. Journal of Financial Economics 2006; 81(2):227-54.
27. Kim HJ, Yoon SS. The impact of corporate government on earnings management in Korea. Malaysian Accounting Review 2008;7(1): 43-59.
28. Zhang Y, Lu G. Study on differences in correlation between the accounting data and stock price of China and Thailand base on Ohlson model. Advance in Economics, Business and Management Research 2018; 58:329-34.

29. Thai Institute of Directors Association. IOD Corporate Governance Reports of Thai Listed Companies. Bangkok: The Institute; 2018.
30. Thai Institute of Directors Association. IOD Corporate Governance Reports of Thai Listed Companies. Bangkok: The Institute; 2019.
31. Thai Institute of Directors Association. IOD Corporate Governance Reports of Thai Listed Companies. Bangkok: The Institute; 2020.
32. Hodgson A, Lhaopadchan S, Buakes S. How Informative is the Thai Corporate Governance Index? A Financial Approach. International Journal of Accounting and Information Management 2011;19(1):53-79.
33. ชูศรี วงศ์รัตนะ. เทคนิคการใช้สถิติเพื่อการวิจัย. กรุงเทพมหานคร: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย; 2562.
34. ณัฐนันท์ บัวสาย. ความมีคุณค่าของข้อมูลของตัววัดผลการดำเนินงานทางการบัญชี: กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [การค้นคว้าอิสระปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต]. กรุงเพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์; 2558.
35. Gupta PP, Kennedy BD, Weaver CS. Corporate governance and firm value: Evidence from Canadian capital markets. Corporate Ownership and Control 2009;6(3):293-307.
36. อรพรรณ เลิศรุจิวณิช. ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชั่นและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย [การค้นคว้าอิสระปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต]. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์; 2559.
37. วิภาดา ภาโนมัย และ นงค์นิตย์ จันทร์จรัส. โครงสร้างคณะกรรมการบริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มธุรกิจอาหารและเครื่องดื่มประเทศไทย. วารสารวิทยาการจัดการสมัยใหม่ 2559;5(2):44-55.
38. El-habashy HA. The effect of corporate governance attributes on accounting conservatism in Egypt. Academy of Accounting and Financial Studies Journal 2019;23(3):1-18.
39. Affes H, Sardouk H. Accounting conservatism and corporate performance: The moderating effect of the board of directors. Journal of Business and Financial Affairs 2016;5(2):1-8.
40. Ahmed K, Henry D. Accounting conservatism and voluntary corporate governance mechanisms by Australian firms. Accounting and Finance 2012;(52):631-62.