



ใบรับรองวิทยานิพนธ์
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

ปริญญา

บริหารธุรกิจ

บริหารธุรกิจ

สาขา

คณะ

เรื่อง ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการของ
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship of Corporate Governance with Stock Market Return and Firm Value of
Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

นามผู้วิจัย นางสาวศศิวิมล เกิดมัน

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

(รองศาสตราจารย์ธารินี พงศ์สุพัฒน์, Dr.rer.soc.oec.)

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม

(รองศาสตราจารย์ปิดิพัฒน์ ฉัตรอัครพัฒน์, Ph.D.)

ประธานสาขาวิชา

(อาจารย์นันทวุฒิ ลือมรสิริ, Ph.D.)

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

(รองศาสตราจารย์กาญจนา ชีระกุล, D.Agr.)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ เดือน พ.ศ.

สิงสิงห์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทที่
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship of Corporate Governance with Stock Market Return and Firm Value of
Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

โดย

นางสาวศศิวิมล เกิดมัน

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
พ.ศ. 2557

ลิขสิทธิ์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ศศิวิมล เกิดมัน 2557: ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์
และมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาบริหารธุรกิจ คณะบริหารธุรกิจ อาจารย์ที่ปรึกษา
วิทยานิพนธ์หลัก: รองศาสตราจารย์ธารินี พงศ์สุพัฒน์, Dr.rer.soc.oec. 116 หน้า

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับ
ผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ทั้งหมด 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 395 บริษัท โดยใช้ข้อมูลรายงานทาง
การเงินปี 2555 ในการเก็บรวบรวมข้อมูลทำการทดสอบหาความสัมพันธ์กับผลตอบแทน
หลักทรัพย์ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กำไรต่อหุ้น และอัตราผลตอบแทนในรูปของ
เงินปันผล หาความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q สำหรับข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ
ศึกษาจากโครงสร้างผู้ถือหุ้น สัดส่วนของกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ ความถี่ในการ
ประชุมคณะกรรมการบริษัท การควบคุมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการใน
คนเดียวกัน ค่าตอบแทนผู้บริหาร องค์ประกอบของคณะกรรมการ กรรมการที่หลากหลาย ผู้ถือหุ้น
รายใหญ่ 5 อันดับแรก และผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร ใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณในการ
ทดสอบสมมติฐานการศึกษา และการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพื่อหาทิศทางของ
ความสัมพันธ์

ผลการศึกษาพบว่าการกำกับดูแลกิจการในด้านผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์ใน
ทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ส่วนขนาดของ
คณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรต่อหุ้น นอกจากนี้ยังพบว่าความถี่ในการ
ประชุมคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล
ส่วนค่าตอบแทนผู้บริหารพบว่ามีสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย
Tobin's Q ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จากการศึกษาครั้งนี้บริษัทจดทะเบียนควรคำนึงถึงปัจจัย
ต่างๆ ที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการเพื่อปรับปรุงและกำหนดนโยบายการกำกับดูแลกิจการของ
บริษัทให้มีประสิทธิภาพสอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่สามารถสร้างผลตอบแทน
หลักทรัพย์ให้กับนักลงทุน และสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท

Sasiwimon Kerdmun 2014: The Relationship of Corporate Governance with Stock Market Return and Firm Value of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand. Master of Business Administration, Major Field: Business Administration, Faculty of Business Administration. Thesis Advisor: Associate Professor Tharinee Pongsupatt, Dr.rer.soc.oec. 116 pages.

This study aims to investigate the relationship of Corporate Governance with Stock Market Return and Firm Value of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand 7 industries. The sample were 395 companies. Data from financial report in 2012 were used in the study. Find the relationship with stock market return, measured by return on asset earning per share and divided yield. Find the relationship with Firm value, measured by Tobin's Q. Corporate Governance data studies from ownership structure, outside directors, board size, frequency of board meetings, role duality, management remuneration, board composition, multiple directorships, Top 5 shareholders and managerial shareholdings. Used multiple regression analysis to test hypotheses in the study and used correlation coefficient analysis to found direction of relation.

The study found the positive relation of the corporate governance in managerial shareholdings and return on asset. Board size was found positive relation with earnings per share. Frequency of board meetings positively related to dividend yield. Corporate governance in management remuneration found the positive relation with firm value, measured by Tobin's Q. Correlation is significant at the 0.05 level. As the result, companies listed should consider to factors of companies were efficiency to agree with principle of corporate governance could gave stock market return to investors and value added of companies.

Student's signature

Thesis Advisor's signature

___ / ___ / ___

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยความกรุณาอย่างสูงของ รองศาสตราจารย์ ดร.ธารินี พงศ์สุพัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก รองศาสตราจารย์ ดร.ปิติพัฒน์ ฉัตรอัครพัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม รองศาสตราจารย์ไพฑูรย์ ผจงวงศ์ ประธานการสอบ และรองศาสตราจารย์สุณา สิทธิเลิศประสิทธิ์ ผู้ทรงคุณวุฒิภายนอก ที่กรุณาให้คำแนะนำ ให้คำปรึกษาตลอดจนให้ความช่วยเหลือแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ เพื่อให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอกราบขอบพระคุณบิดา มารดา พี่ชาย ที่คอยให้การสนับสนุนในทุกๆ ด้าน แสดงความห่วงใยและให้กำลังใจแก่ข้าพเจ้าตลอดมา รวมถึงญาติพี่น้องและเพื่อนๆ ทุกคนที่คอยให้กำลังใจเสมอ นอกจากนี้ขอกราบขอบพระคุณผู้ที่เกี่ยวข้องที่มีได้กล่าวนามทุกท่าน ซึ่งมีส่วนร่วมให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี

ท้ายที่สุดนี้ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ผู้ซึ่งประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ให้แก่ผู้วิจัย ตลอดจนผู้เขียนตำรา เอกสารบทความต่างๆ ที่ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาค้นคว้าและนำมาอ้างอิงในการศึกษาครั้งนี้

ศศิวิมล เกิดมัน

พฤษภาคม 2557

สารบัญ

หน้า

สารบัญตาราง	(3)
สารบัญภาพ	(6)
บทที่ 1 บทนำ	1
ความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย	3
ขอบเขตการวิจัย	3
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
นิยามศัพท์	4
บทที่ 2 การตรวจเอกสาร	5
แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	5
ทฤษฎีตัวแทน	5
การกำกับดูแลกิจการ	7
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์	18
มูลค่ากิจการ	23
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	26
งานวิจัยที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ	26
งานวิจัยที่เกี่ยวข้องด้านผลตอบแทนหลักทรัพย์	39
งานวิจัยที่เกี่ยวกับมูลค่ากิจการ	42
กรอบแนวคิดการวิจัย	43
สมมติฐานการวิจัย	44
บทที่ 3 วิธีการศึกษา	50
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	50
การเก็บรวบรวมข้อมูล	51
ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย	51
สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล	58

สารบัญ (ต่อ)

หน้า

บทที่ 4 ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์	59
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา	59
สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่เป็นตัวแปรเชิงปริมาณ	59
สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่เป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ	67
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน	67
วิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ	69
วิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	74
ข้อวิจารณ์	77
ส่วนที่ 1 การศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี กับผลตอบแทนหลักทรัพย์	77
ส่วนที่ 2 การศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี กับมูลค่ากิจการ	82
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	88
สรุปผลการวิจัย	89
ข้อจำกัดในการศึกษาครั้งนี้	90
ข้อเสนอแนะ	91
เอกสารและสิ่งอ้างอิง	94
ภาคผนวก	97
ประวัติการศึกษาและการทำงาน	116

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	สรุปการกำกับดูแลกิจการที่ศึกษา	33
2	สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ	35
3	สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนหลักทรัพย์	41
4	สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ	43
5	จำนวนประชากรจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	50
6	สรุปรายละเอียดของตัวแปร	56
7	การแจกแจงความถี่ ร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	59
8	ข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้น	61
9	ข้อมูลสัดส่วนของกรรมการอิสระ	62
10	ข้อมูลขนาดของคณะกรรมการ	62
11	ข้อมูลความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท	63
12	ข้อมูลค่าตอบแทนผู้บริหาร	64

สารบัญตาราง (ต่อ)

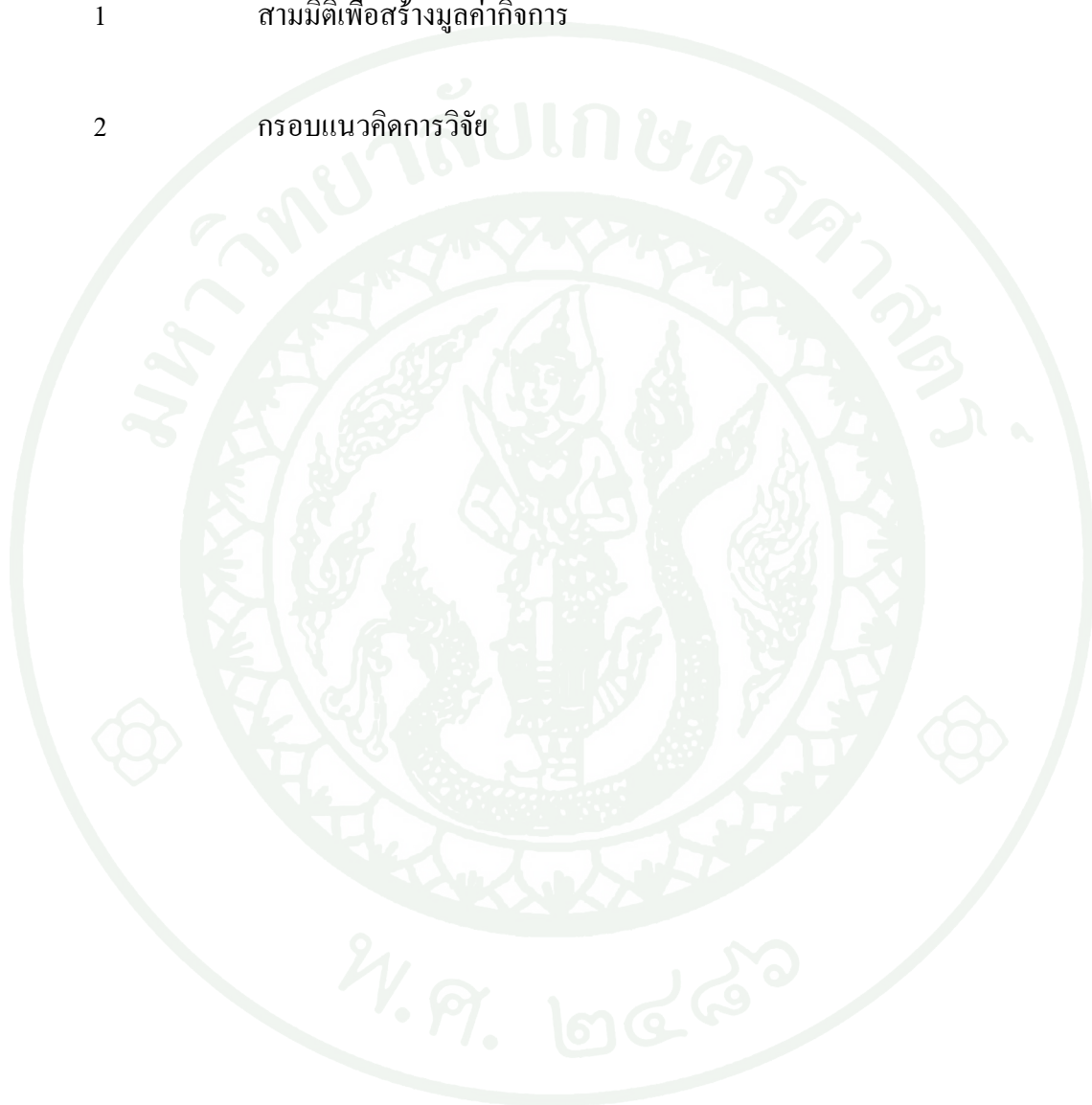
ตารางที่		หน้า
13	ข้อมูลองค์ประกอบของคณะกรรมการ	65
14	ข้อมูลกรรมการที่หลากหลาย	65
15	ข้อมูลผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก	66
16	ข้อมูลผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร	67
17	การแจกแจงความถี่ ร้อยละของการควมรวมตำแหน่ง	67
18	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ตามตัวแบบที่ 1	69
19	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับ กำไรต่อหุ้น (EPS) ตามตัวแบบที่ 2	70
20	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับ อัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล (Dividend Yield) ตามตัวแบบที่ 3	71
21	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับ Tobin's Q ตามตัวแบบที่ 4	72
22	สรุปผลการทดสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการ กับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2555	73

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่		หน้า
23	ความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร	75
24	ตารางเปรียบเทียบผลงานวิจัยกับการวิจัยก่อนหน้า	86
ตารางผนวกที่		
1	การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ของตัวแปร	98

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
1	สามมิติเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ	25
2	กรอบแนวคิดการวิจัย	44



บทที่ 1

บทนำ

ความสำคัญของปัญหา

การดำเนินธุรกิจในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รณรงค์และส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตั้งแต่ปี 2545 ซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสำคัญต่อบริษัทจดทะเบียน เพราะแสดงให้เห็นถึงการมีระบบบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้เสียและผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย จึงกล่าวได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท (ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549) หลายบริษัทได้นำหลักการกำกับดูแลกิจการมาใช้ในการบริหารงานก่อให้เกิดความโปร่งใสและเป็นธรรมทำให้นักลงทุนมีความมั่นใจว่าจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่ยุติธรรมและภาคธุรกิจเองก็จะมีผลการดำเนินงานเป็นไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยมีหลายบริษัทที่ให้ความสำคัญกับการนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้ในการบริหารงานภายใน ซึ่งทุกกิจการที่ก่อตั้งขึ้นล้วนมีเป้าหมายหลักเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นและสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ เพราะฉะนั้นผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการจึงต้องการผลตอบแทนที่คุ้มค่าแก่การลงทุน แต่ผลตอบแทนที่กิจการได้กลับคืนมาจากการดำเนินงานนั้นเป็นเพียงผลตอบแทนในระยะสั้นไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการในระยะยาวได้ บรรษัทภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการจึงเข้ามามีบทบาทในการสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร, ม.ป.ป.) โดยมีการกำหนดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนประกอบด้วยหลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ แต่ไม่รวมถึงเรื่องที่ถูกกฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติไว้ชัดเจนแล้วซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549)

ปัจจุบันธุรกิจมีการแข่งขันกันสูงเนื่องจากสภาพเศรษฐกิจในปัจจุบันที่มีการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วและมีการเตรียมพร้อมในการก้าวเข้าสู่สังคมอาเซียน ทำให้ธุรกิจต้องบริหารงานให้มีผลการดำเนินงานที่ดีเป็นไปตามเป้าหมายที่วางไว้และต้องสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน

ทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติในการเข้ามาลงทุนในธุรกิจ ซึ่งการนำหลักธรรมาภิบาลมาใช้จะช่วยสร้างความไว้วางใจให้กับนักลงทุนเป็นอย่างมาก ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยมุ่งหวังให้คณะกรรมการและฝ่ายจัดการของบริษัทพัฒนาระดับการกำกับดูแลกิจการให้สามารถเทียบเคียงกับมาตรฐานสากลเพื่อประโยชน์ต่อบริษัทและเพื่อประโยชน์โดยรวมต่อความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตของตลาดทุนไทย (ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์, 2549) ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงต้องนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาปฏิบัติเพื่อสร้างความเชื่อมั่น ความไว้วางใจ ความโปร่งใสให้กับผู้ถือหุ้น นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรายงานทางการเงินปี 2555 ได้นำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีปี 2549 มาถือปฏิบัติ

งานวิจัยในอดีตมีการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าตลาดและผลการดำเนินงานขององค์กร โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดีในด้านโครงสร้างของผู้ถือหุ้น ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนของกรรมการอิสระ การควบคุมตำแหน่ง และค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลทำให้การดำเนินงานและมูลค่ากิจการดีตามไปด้วย (Aslam, 2012) นอกจากนี้มีการศึกษาขนาดคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดและการวัดผลการดำเนินงาน กรรมการที่หลากหลายมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพของตลาด การควบคุมตำแหน่งและสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (Haniffa and Hudaib, 2006)

หลักการกำกับดูแลกิจการมีบทบาทในการพยากรณ์ความล้มละลายของกิจการมากขึ้น เพราะแนวคิดในการเสริมสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ตัวผู้ถือหุ้นและกิจการ ทำให้การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเรื่องที่ควรปลูกฝังให้เกิดจิตสำนึกขึ้นในองค์กรเพื่อให้ทุกฝ่ายทั้งในระดับกรรมการ คณะผู้บริหารและพนักงานของบริษัทเข้าใจในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (สรียา พันธุ์ณรงค์, 2553)

ดังนั้นผู้วิจัยเห็นว่าการกำกับดูแลกิจการตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ดีและมูลค่าของบริษัทที่สูงขึ้นแล้วในแง่ของผู้ถือหุ้นจะให้ความสนใจในด้านผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ผู้วิจัยจึงทำการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับ

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีมูลค่าบริษัทเพิ่มขึ้นแล้วก็ควรจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงให้กับผู้ถือหุ้นด้วย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตการวิจัย

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด ยกเว้นธุรกิจธนาคารและธุรกิจทางการเงิน โดยใช้ข้อมูลรายงานทางการเงิน (แบบ 56-1) ปี 2555 จำนวน 456 บริษัท

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ผลจากการศึกษาคาดว่าจะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่บริษัทจดทะเบียนเห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่แสดงถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานและผลตอบแทนของบริษัท
2. ผลจากการศึกษาคาดว่าจะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์เพื่อเป็นแนวทางให้กับนักลงทุนใช้ข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์
3. ผลจากการศึกษาคาดว่าจะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่บริษัทจดทะเบียนรายใหม่ใช้เป็นแนวทางในการนำนโยบายการกำกับดูแลกิจการมาปฏิบัติให้มีประสิทธิภาพ
4. ผลจากการศึกษาคาดว่าจะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่บริษัทจดทะเบียนเห็นถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการและเป็นประโยชน์กับนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน

นิยามศัพท์

การกำกับดูแลกิจการ คือ ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ คือ ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์มีหลายรูปแบบ เช่น กำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ เงินปันผลและสิทธิในการจองซื้อหุ้นออกใหม่

มูลค่ากิจการ คือ มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ

บริษัทจดทะเบียน คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หลักทรัพย์ คือ หุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คณะกรรมการ คือ คณะกรรมการบริษัท

กรรมการ คือ ผู้ที่ปฏิบัติหน้าที่เป็นกรรมการอยู่ในคณะกรรมการบริษัท

กรรมการอิสระ คือ กรรมการบริษัทจดทะเบียนที่มีความเป็นอิสระจากผู้ถือหุ้นใหญ่หรือกลุ่มของผู้ถือหุ้นใหญ่และผู้บริหารของบริษัท

กรรมการที่หลากหลาย คือ กรรมการของบริษัทที่ไปดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่นด้วย

บทที่ 2

การตรวจเอกสาร

การศึกษาวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้แบ่งหัวข้อการตรวจเอกสารไว้ดังนี้

1. แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

- 1.1 ทฤษฎีตัวแทน
- 1.2 การกำกับดูแลกิจการ
- 1.3 ผลตอบแทนหลักทรัพย์
- 1.4 มูลค่ากิจการ

2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

- 2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ
- 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนหลักทรัพย์
- 2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ

3. กรอบแนวคิดการวิจัย

4. สมมติฐานการวิจัย

แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

เมื่อกิจการมีการเจริญเติบโตขึ้นมาเป็นบริษัทขนาดใหญ่ ทำให้ต้องมีการระดมทุนจากบุคคลอื่นจากภายนอกที่มีใจผู้ก่อตั้งซึ่งเป็นเจ้าของดั้งเดิม ส่งผลให้กิจการเกี่ยวข้องกับ

ผู้มีส่วนได้เสียในจำนวนมากรูปแบบการบริหารจึงจำเป็นต้องเปลี่ยนแปลงไป โดยกิจการอาจจ้างผู้บริหารมืออาชีพมาช่วยในการบริหารงานเพื่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มในระดับที่สูงขึ้น

ทฤษฎีที่ใช้อธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งสะท้อนพฤติกรรมของคนและความเป็นไปในองค์กร และใช้อธิบายมูลเหตุจูงใจของผู้บริหารในการประพฤติมิชอบ เช่น การตกแต่งบัญชี เพื่อชักย้ายถ่ายเทผลประโยชน์ที่ควรจะเป็นของผู้ถือหุ้นกลายมาเป็นประโยชน์อันมิควรได้ของผู้บริหาร ทฤษฎีที่กล่าวถึงนี้ คือ

ทฤษฎีตัวแทน หรือ Agency Theory ซึ่งมาจากแนวคิดของ Jensen และ Meckling ซึ่งได้พัฒนาไว้ใน ค.ศ. 1976 ทฤษฎีตัวแทน มองว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียวได้ จึงทำให้ต้องมีบุคคลที่เข้ามาช่วยในการบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ ทฤษฎีนี้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนว่าเกิดขึ้นระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยฝ่ายที่มอบอำนาจคือ ตัวการ (Principal) ในขณะที่อีกฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงานคือ ตัวแทน (Agent) คราบใดที่ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนตัดสินใจลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดจากเงินลงทุนในวิธีที่สอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นตัวการแล้ว ความสัมพันธ์ของการเป็นตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารยังคงมีประสิทธิผลที่ดี แต่ถ้าหากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารไม่สอดคล้องกันจะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น (ศิลปพร ศรีจันทะพร, ม.ป.ป.) โดยปัญหาที่เกิดจากองค์กรที่มีการแบ่งแยกระหว่างผู้บริหารและเจ้าของ มีดังต่อไปนี้ (อัญญา ชันชวิทย์, ศิลปพร ศรีจันทะพร และ เดือนเพ็ญ จันทศิริศรี, 2552)

1) การขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ซึ่งเป็นการเห็นแก่ผลประโยชน์ส่วนตนจนไปขัดแย้งต่อหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายแล้วทำให้ประโยชน์ของกิจการเสียไป

2) ปัญหา Moral Hazard เป็นปัญหาที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจว่าตัวแทนหรือคณะกรรมการที่เลือกเข้ามาแล้วนั้นได้ใช้ความพยายามสูงสุดในการทำงานหรือไม่หรือทำงานเต็มประสิทธิภาพหรือไม่

3) ปัญหา Adverse Selection เป็นปัญหาที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจว่าตัวแทนหรือคณะกรรมการที่เลือกเข้ามานั้น จะมีความสามารถในการบริหารงานได้สอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่

ลักษณะความสัมพันธ์ในทางธุรกิจเป็นความสัมพันธ์ระหว่างตัวการกับตัวแทน กล่าวคือ ตัวการได้จ้างโดยจ่ายค่าตอบแทนให้ตัวแทนเข้ามาดำเนินงานให้ตน และตัวแทนจะต้องรายงานผลการดำเนินงาน ฐานะการเงินของกิจการที่ตนรับผิดชอบ พร้อมทั้งส่งมอบผลประโยชน์ให้ตัวการ การแยกการเป็นเจ้าของจากการบริหารก่อให้เกิดความเกี่ยวพันตามกฎหมายว่าด้วยตัวแทน โดยความเกี่ยวพันระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้นเป็นความรับผิดชอบอันเกิดจากความเชื่อใจและไว้วางใจต่อกัน โดยที่กรรมการมีความรับผิดชอบตามหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้น และฝ่ายจัดการมีความรับผิดชอบตามหน้าที่ต่อคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น

การแยกการเป็นเจ้าของจากการบริหารอาจนำไปสู่ปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ อย่างไรก็ตาม การกำกับดูแลกิจการจึงเป็นทางเลือกหนึ่งซึ่งเจ้าของกิจการอาจเลือกใช้ เพื่อให้ผู้บริหารปฏิบัติงานให้เกิดมูลค่าสูงสุดต่อกิจการ โดยมีกลไกผลการปฏิบัติงาน และกลไกความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามหน้าที่ซึ่งจะช่วยให้แนวคิดตัวแทนมีความสมบูรณ์

กลไกการกำกับดูแลช่วยแก้ไขปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการมีวัตถุประสงค์และหน้าที่หลัก คือ การกำกับ การติดตาม การควบคุม และการดูแลตัวแทน เพื่อให้ทรัพยากรของกิจการได้นำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิผล ตรงตามเป้าหมาย ทั้งนี้ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดตอบแทนกลับไปยังผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างเป็นธรรม

2. การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการ ตามความหมายขององค์กรเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organization for Economic Co-operation and Development: OECD) หมายถึง ระบบการกำกับและควบคุมกิจการโดยการแบ่งแยกสิทธิและหน้าที่ของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น คณะกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น หรือผู้มีส่วนได้เสียอื่น โดยกำหนดเป็นหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติ เพื่อใช้ในการตัดสินใจในกรณีต่างๆ โดยยึดวัตถุประสงค์ของกิจการเป็นสำคัญ

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หรือ บรรษัทภิบาลตามความหมายของ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์

ระหว่างคณะกรรมการฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น

ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการจึงถือเป็นเรื่องสำคัญ ซึ่งได้รับความสนใจอย่างมากจากสาธารณชน หน่วยงานกำกับดูแล และผู้บริหารของกิจการ เพราะการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมทำให้กิจการมีระบบการบริหารและการจัดการที่มีคุณภาพ มีการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส และมีผลการปฏิบัติงานที่เป็นมาตรฐาน ดังนั้น การกำกับดูแลกิจการจึงส่งเสริมประสิทธิภาพสร้างความสามารถในการแข่งขัน เพิ่มมูลค่าแก่เจ้าของกิจการและสร้างความพึงพอใจให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

หลักสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี

คณะกรรมการเพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งได้รับการแต่งตั้งจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดหลักสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดีเมื่อเดือนมกราคม พ.ศ.2543 โดยยึดถือภาวะผู้นำพื้นฐาน 4 ประการดังนี้ (อัญญา ชันชวิทย์ และคณะ, 2552)

1) ความโปร่งใส (Transparency หรือ Openness)

ความโปร่งใสเป็นรากฐานที่สร้างความไว้วางใจระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท เช่น นักลงทุน เจ้าหนี้ คู่ค้า เป็นต้น ภายในกรอบข้อจำกัดของภาวะการแข่งขันของบริษัท ความโปร่งใสมิมีส่วนช่วยเสริมประสิทธิผลของบริษัทและช่วยให้คณะกรรมการของบริษัทสามารถแก้ไขปัญหาอย่างมีประสิทธิภาพและเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นและผู้เกี่ยวข้องพินิจพิจารณาห้บริษัทได้อย่างถี่ถ้วนขึ้น

2) ความซื่อสัตย์ (Integrity)

ความซื่อสัตย์ หมายถึง การทำธุรกิจอย่างตรงไปตรงมาภายในกรอบจริยธรรมที่ดี รายงานทางการเงินและสารสนเทศอื่นๆ ที่เผยแพร่โดยบริษัทต้องแสดงข้อมูลที่ถูกต้องและครบถ้วนเกี่ยวกับฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัท ความน่าเชื่อถือได้ของรายงานขึ้นอยู่กับความซื่อสัตย์สุจริตของผู้ที่จัดทำและนำเสนอ

3) ความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามที่ (Accountability)

ความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามหน้าที่มีส่วนสำคัญกับคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น คณะกรรมการแสดงความรับผิดชอบในการเสนอรายงานต่อผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับผลการปฏิบัติงานของบริษัท ความรับผิดชอบตามหน้าที่ของคณะกรรมการต้องอาศัยกฎเกณฑ์ และข้อกำหนดที่เหมาะสม และการเปิดเผยผลการปฏิบัติงานเป็นปัจจัยสำคัญข้อหนึ่งของความสำเร็จของกิจการ

4) ความสามารถในการแข่งขัน (Competitiveness)

ความสามารถในการแข่งขันมีเป้าหมายเพื่อช่วยสร้างความเจริญและเพิ่มมูลค่าแก่ผู้ถือหุ้น การกำกับดูแลจึงควรมีความคล่องตัวและสร้างเสริมให้เกิดความสามารถในการแข่งขันไม่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาประสิทธิภาพ อันจะนำไปสู่ความได้เปรียบเชิงการแข่งขันที่ยั่งยืนให้กับบริษัท

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549

ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมุ่งหวังให้คณะกรรมการและฝ่ายจัดการของบริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทพัฒนาระดับการกำกับดูแลกิจการให้สามารถเทียบเคียงได้กับมาตรฐานสากลเพื่อประโยชน์ต่อบริษัทและเพื่อประโยชน์โดยรวมต่อความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตของตลาดทุนไทย ตลอดจนสนับสนุนการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ยั่งยืนของประเทศ โดยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549 เป็นการนำข้อพึงปฏิบัติจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ที่ได้ประกาศใช้เมื่อเดือนมีนาคม 2545 มาปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมให้เทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปี 2004) และข้อเสนอแนะของธนาคารโลกจากการเข้าร่วมโครงการ Corporate Governance - Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC)

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549 ประกอบด้วยหลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ แต่ไม่รวมถึงเรื่องที่ถูกกฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติไว้ชัดเจนแล้ว ซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด ได้แก่

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

หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น

ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน

หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน

ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย

หมวดที่ 3 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย

ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ

หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส

คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใสผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ

หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

- หลักการ

คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ

คณะกรรมการควรมีภาวะผู้นำ วิสัยทัศน์ และมีความเป็นอิสระในการตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวม คณะกรรมการควรจัดให้มีระบบแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบระหว่างคณะกรรมการและฝ่าย จัดการที่ชัดเจน และดูแลให้บริษัทมีระบบงานที่ให้ความเชื่อมั่นได้ว่ากิจกรรมต่างๆของบริษัทได้ดำเนินไปในลักษณะที่ถูกต้องตามกฎหมายและมีจริยธรรม

คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งในด้านทักษะ ประสบการณ์ ความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์กับบริษัท รวมทั้งการอุทิศเวลาและความพยายามในการปฏิบัติหน้าที่ เพื่อเสริมสร้างให้บริษัทมีคณะกรรมการที่เข้มแข็ง

กระบวนการสรรหาผู้ดำรงตำแหน่งกรรมการบริษัทเพื่อให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นผู้แต่งตั้ง ควรมีความโปร่งใส ปราศจากอิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือฝ่ายจัดการ และสร้างความมั่นใจให้กับบุคคลภายนอก

เพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล คณะกรรมการควรจัดให้มีคณะกรรมการชุดย่อยต่างๆ เพื่อช่วยศึกษาและกลั่นกรองงานตามความจำเป็น โดยเฉพาะในกรณีที่ต้องอาศัยความเป็นกลางในการวินิจฉัย และควรกำหนดนโยบาย

บทบาท หน้าที่รับผิดชอบ กระบวนการทำงาน เช่น การดำเนินการประชุมและการรายงานต่อคณะกรรมการไว้อย่างชัดเจน

กรรมการทุกคนควรเข้าใจเป็นอย่างดีถึงหน้าที่ความรับผิดชอบของกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท พร้อมทั้งจะแสดงความคิดเห็นของตนอย่างเป็นอิสระและปรับปรุงตัวเองให้ทันสมัยอยู่ตลอดเวลา กรรมการควรปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต ระมัดระวังและรอบคอบ โดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของบริษัทและเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกคน โดยได้รับข้อมูลที่ถูกต้องและครบถ้วน นอกจากนี้ กรรมการทุกคนควรอุทิศเวลาให้เพียงพอเพื่อปฏิบัติหน้าที่ตามความรับผิดชอบได้อย่างเต็มที่ เป็นหน้าที่ของกรรมการที่ต้องเข้าประชุมคณะกรรมการทุกครั้ง ยกเว้นกรณีที่มีเหตุผลพิเศษจริงๆ

การกำหนดค่าตอบแทนกรรมการเป็นเรื่องเกี่ยวกับผลประโยชน์ของกรรมการโดยตรง กรรมการจึงไม่ควรอนุมัติค่าตอบแทนของตนเอง คณะกรรมการควรจัดให้มีกระบวนการกำหนดค่าตอบแทนที่โปร่งใสและขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น ระดับและองค์ประกอบของค่าตอบแทนกรรมการควรเหมาะสมและเพียงพอที่จะจูงใจและรักษากรรมการที่มีคุณภาพตามที่ต้องการ แต่ควรหลีกเลี่ยงการจ่ายที่เกินสมควร

- แนวปฏิบัติที่ดี

โครงสร้างคณะกรรมการ

1) คณะกรรมการควรกำหนดจำนวนกรรมการที่ควรจะมีและองค์ประกอบที่ควรจะเป็นของคณะกรรมการด้วยความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งคณะ แต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน นอกจากนี้จำนวนกรรมการที่เหลือควรเป็นไปตามสัดส่วนอย่างยุติธรรมของเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นแต่ละกลุ่ม

2) คณะกรรมการควรกำหนดวาระการดำรงตำแหน่งของกรรมการไว้อย่างชัดเจน โดยระบุไว้ในนโยบายการกำกับดูแลกิจการ

3) คณะกรรมการควรพิจารณาความเหมาะสมของการกำหนดคุณสมบัติของ “กรรมการอิสระ” เช่น ควรกำหนดให้เข้มงวดกว่าข้อกำหนดขั้นต่ำของสำนักงาน กสท. และตลาดหลักทรัพย์ฯ

หรือไม่ เพื่อให้กรรมการอิสระของบริษัทมีความเป็นอิสระอย่างแท้จริงเหมาะสมกับลักษณะเฉพาะของบริษัท

4) ประสิทธิภาพของการปฏิบัติหน้าที่ในฐานะกรรมการบริษัทอาจลดลง หากจำนวนบริษัทที่กรรมการไปดำรงตำแหน่งมีมากเกินไป ดังนั้นคณะกรรมการควรพิจารณาประสิทธิภาพการทำงานของกรรมการที่ดำรงตำแหน่งหลายบริษัทอย่างรอบคอบ หรือกำหนดจำนวนบริษัทที่กรรมการแต่ละคนจะไปดำรงตำแหน่งให้เหมาะสมกับลักษณะหรือสภาพธุรกิจของบริษัท และควรให้มีการเปิดเผยข้อมูลการดำรงตำแหน่งของกรรมการแต่ละคนให้ผู้ถือหุ้นทราบ

5) คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายและวิธีปฏิบัติในการไปดำรงตำแหน่งกรรมการที่บริษัทอื่นของกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงของบริษัทอย่างชัดเจน ทั้งประเภทของตำแหน่งกรรมการและจำนวนบริษัทที่สามารถไปดำรงตำแหน่งได้ เช่น ต้องผ่านความเห็นชอบจากคณะกรรมการก่อน เป็นต้น

6) ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีหน้าที่ความรับผิดชอบต่างกัน คณะกรรมการควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจน และเพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ

7) คณะกรรมการควรเลือกให้กรรมการอิสระดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ

8) บริษัทควรมีเลขานุการบริษัทซึ่งทำหน้าที่ให้คำแนะนำด้านกฎหมายและกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่คณะกรรมการจะต้องทราบและปฏิบัติหน้าที่ในการดูแลกิจกรรมของคณะกรรมการ รวมทั้งประสานงานให้มีการปฏิบัติตามมติคณะกรรมการ

คณะกรรมการชุดย่อย

1) นอกจากคณะกรรมการตรวจสอบที่ต้องจัดให้มีตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แล้ว คณะกรรมการควรพิจารณาจัดให้มีคณะกรรมการชุดย่อยอื่นเพื่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดังนี้

(1.1) คณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทน

ทำหน้าที่พิจารณาหลักเกณฑ์ในการจ่ายและรูปแบบคำตอบแทนของกรรมการ และผู้บริหารระดับสูงเพื่อเสนอความเห็นต่อคณะกรรมการ โดยคณะกรรมการเป็นผู้อนุมัติ คำตอบแทนของผู้บริหารระดับสูง ส่วนคำตอบแทนของกรรมการ คณะกรรมการจะต้องนำเสนอที่ ประชุมผู้ถือหุ้นให้เป็นผู้อนุมัติ

(1.2) คณะกรรมการสรรหา

ทำหน้าที่พิจารณาหลักเกณฑ์และกระบวนการในการสรรหาบุคคลที่มี คุณสมบัติเหมาะสมเพื่อดำรงตำแหน่งกรรมการและผู้บริหารระดับสูง รวมทั้งคัดเลือกบุคคลตาม กระบวนการสรรหาที่ได้กำหนดไว้ และเสนอความเห็นต่อคณะกรรมการ ซึ่งจะนำเสนอที่ประชุมผู้ ถือหุ้นให้เป็นผู้แต่งตั้งกรรมการ

2) เพื่อความโปร่งใสและเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่ สมาชิกส่วนใหญ่ของ คณะกรรมการชุดย่อยควรเป็นกรรมการอิสระและประธานคณะกรรมการชุดย่อยควรเป็น กรรมการอิสระ

3) ประธานคณะกรรมการไม่ควรเป็นประธานหรือสมาชิกในคณะกรรมการชุดย่อย เพื่อให้ การทำหน้าที่ของคณะกรรมการชุดย่อยมีความเป็นอิสระอย่างแท้จริง

บทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

1) คณะกรรมการควรทำหน้าที่พิจารณาและให้ความเห็นชอบในเรื่องที่สำคัญเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท เช่น วิสัยทัศน์และภารกิจ กลยุทธ์ เป้าหมายทางการเงิน ความเสี่ยง แผนงาน และงบประมาณรวมทั้งกำกับ ควบคุม ดูแลให้ฝ่ายจัดการดำเนินงานตามนโยบายและแผน ที่กำหนดไว้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล

2) คณะกรรมการควรจัดให้มีนโยบายการกำกับดูแลกิจการของบริษัทเป็นลายลักษณ์ อักษร และให้ความเห็นชอบนโยบายดังกล่าว คณะกรรมการควรทบทวนนโยบายและการปฏิบัติ ตามนโยบายดังกล่าวเป็นประจำ อย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง

3) คณะกรรมการควรส่งเสริมให้จัดทำจรรยาบรรณธุรกิจที่เป็นลายลักษณ์อักษร เพื่อให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานทุกคนเข้าใจถึงมาตรฐานด้านจริยธรรมที่บริษัทใช้ในการดำเนินธุรกิจ คณะกรรมการควรติดตามให้มีการปฏิบัติตามจรรยาบรรณดังกล่าวอย่างจริงจัง

4) คณะกรรมการควรพิจารณาเรื่องความขัดแย้งของผลประโยชน์อย่างรอบคอบ การพิจารณาการทำรายการที่อาจมีความขัดแย้งของผลประโยชน์ควรมีแนวทางที่ชัดเจนและเป็นไปเพื่อผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวมเป็นสำคัญ โดยที่ผู้มีส่วนได้เสียไม่ควรมีส่วนร่วมในการตัดสินใจ และคณะกรรมการควรกำกับดูแลให้มีการปฏิบัติตามข้อกำหนดเกี่ยวกับขั้นตอนการดำเนินการและการเปิดเผยข้อมูลของรายการที่อาจมีความขัดแย้งของผลประโยชน์ให้ถูกต้องครบถ้วน

5) คณะกรรมการควรจัดให้มีระบบการควบคุมด้านการดำเนินงาน ด้านรายงานทางการเงิน และด้านการปฏิบัติตามกฎ ระเบียบ และนโยบาย คณะกรรมการควรจัดให้มีบุคคลหรือหน่วยงานที่มีความเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่ เป็นผู้รับผิดชอบในการตรวจสอบระบบการควบคุมดังกล่าว และควรทบทวนระบบอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง

6) คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายด้านการบริหารความเสี่ยง (Risk Management Policy) ให้ครอบคลุมทั้งองค์กร โดยให้ฝ่ายจัดการเป็นผู้ปฏิบัติตามนโยบายและรายงานให้คณะกรรมการทราบเป็นประจำ และควรมีการทบทวนระบบหรือประเมินประสิทธิภาพของการจัดการความเสี่ยงอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง และในทุกๆ ระยะเวลาที่พบว่าระดับความเสี่ยงมีการเปลี่ยนแปลง ซึ่งรวมถึงการให้ความสำคัญกับสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้าและรายการผิดปกติทั้งหลาย

การประชุมคณะกรรมการ

1) บริษัทควรจัดให้มีการกำหนดการประชุมคณะกรรมการเป็นการล่วงหน้า และแจ้งให้กรรมการแต่ละคนทราบกำหนดการดังกล่าว เพื่อให้กรรมการสามารถจัดเวลาและเข้าร่วมประชุมได้

2) จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการควรพิจารณาให้เหมาะสมกับภาระหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท ในกรณีที่บริษัท

ไม่ได้มีการประชุมทุกเดือน บริษัทควรจัดทำรายงานผลการดำเนินงานเสนอให้คณะกรรมการทราบทุกเดือนเพื่อให้คณะกรรมการสามารถกำกับ ควบคุมและดูแลการปฏิบัติงานของฝ่ายจัดการได้อย่างต่อเนื่องและทันการ

3) ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการควรร่วมกันพิจารณาการเลือกเรื่องเข้าวาระการประชุมคณะกรรมการ โดยดูให้แน่ใจว่าเรื่องที่สำคัญได้นำเข้าร่วมไว้แล้ว กรรมการแต่ละคนมีความเป็นอิสระที่จะเสนอเรื่องเข้าสู่วาระการประชุม

4) เอกสารประกอบการประชุมควรส่งให้แก่กรรมการเป็นการล่วงหน้า เอกสารดังกล่าวควรมีลักษณะโดยย่อเท่าที่เป็นไปได้ แต่ให้สารสนเทศทุกอย่างที่ต้องการ สำหรับเรื่องที่ไม่ประสงค์เปิดเผยเป็นลายลักษณ์อักษรก็ให้นำเรื่องอภิปรายกันในที่ประชุม

5) ประธานกรรมการควรจัดสรรเวลาไว้อย่างเพียงพอที่ฝ่ายจัดการจะเสนอเรื่องและมากพอที่กรรมการจะอภิปรายปัญหาสำคัญกันอย่างรอบคอบโดยทั่วกัน ประธานกรรมการควรส่งเสริมให้มีการใช้ดุลยพินิจที่รอบคอบ กรรมการทุกคนควรให้ความสนใจกับประเด็นทุกเรื่องที่น่าสู่ที่ประชุม รวมทั้งประเด็นการกำกับดูแลกิจการ

6) คณะกรรมการควรสนับสนุนให้กรรมการผู้จัดการเชิญผู้บริหารระดับสูงเข้าร่วมประชุมคณะกรรมการเพื่อให้สารสนเทศรายละเอียดเพิ่มเติมในฐานะที่เกี่ยวข้องกับปัญหาโดยตรง และเพื่อมีโอกาสรู้จักผู้บริหารระดับสูงสำหรับใช้ประกอบการพิจารณาแผนการสืบทอดงาน

7) คณะกรรมการควรเข้าถึงสารสนเทศที่จำเป็นเพิ่มเติมได้จากกรรมการผู้จัดการหรือเลขานุการบริษัท หรือผู้บริหารอื่นที่ได้รับมอบหมาย ภายในขอบเขตนโยบายที่กำหนดไว้

8) คณะกรรมการควรถือเป็นนโยบายให้กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารมีโอกาที่จะประชุมระหว่างกันเองตามความจำเป็น เพื่ออภิปรายปัญหาต่างๆเกี่ยวกับการจัดการที่อยู่ในความสนใจ โดยไม่มีฝ่ายจัดการร่วมด้วย และควรแจ้งให้กรรมการ ผู้จัดการทราบถึงผลการประชุมด้วย

การประเมินตนเองของคณะกรรมการ

1) คณะกรรมการควรประเมินผลการปฏิบัติงานด้วยตนเองเป็นประจำ เพื่อให้คณะกรรมการร่วมกันพิจารณาผลงานและปัญหา เพื่อการปรับปรุงแก้ไขต่อไป โดยควรกำหนดบรรทัดฐานที่จะใช้เปรียบเทียบกับผลปฏิบัติงานอย่างมีหลักเกณฑ์

2) ควรประเมินผลการปฏิบัติงานของคณะกรรมการโดยรวมและ/หรือเฉพาะในบางเรื่อง ซึ่งไม่ได้มุ่งที่กรรมการผู้ใดผู้หนึ่งเป็นรายตัว ส่วนการประเมินผลกรรมการเป็นรายบุคคลสามารถทำได้ แต่เป็นเรื่องละเอียดอ่อน จึงควรกระทำด้วยความระมัดระวังและรอบคอบ

คำตอบแทน

1) คำตอบแทนของกรรมการควรจัดให้อยู่ในลักษณะที่เปรียบเทียบได้กับระดับที่ปฏิบัติอยู่ในอุตสาหกรรม ประสิทธิภาพ ภาระหน้าที่ ขอบเขตของบทบาทและความรับผิดชอบ (Accountability and Responsibility) รวมถึงประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากกรรมการแต่ละคน กรรมการที่ได้รับมอบหมายหน้าที่และความรับผิดชอบเพิ่มขึ้น เช่น เป็นสมาชิกของคณะกรรมการ ชุดย่อยควรได้รับคำตอบแทนเพิ่มเติมที่เหมาะสมด้วย

2) คำตอบแทนของกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงควรเป็นไปตามหลักการและนโยบายที่คณะกรรมการกำหนดภายในกรอบที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น และเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท ระดับคำตอบแทนเป็นเงินเดือน โบนัส และผลตอบแทนจูงใจในระยะยาวควรสอดคล้องกับผลงานของบริษัทและผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน

3) กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารทั้งหมดหรือคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทนควรเป็นผู้ประเมินผลกรรมการผู้จัดการเป็นประจำทุกปีเพื่อนำไปใช้ในการพิจารณาคำตอบแทนของกรรมการผู้จัดการ โดยใช้บรรทัดฐานที่ได้ตกลงกันล่วงหน้ากับกรรมการผู้จัดการตามเกณฑ์ที่เป็นรูปธรรม ซึ่งรวมถึงผลปฏิบัติงานทางการเงิน ผลงานเกี่ยวกับการปฏิบัติตามวัตถุประสงค์เชิงกลยุทธ์ในระยะยาว การพัฒนาผู้บริหาร ฯลฯ ผลประเมินข้างต้นควรเสนอให้คณะกรรมการพิจารณาให้ความเห็นชอบ และประธานกรรมการหรือกรรมการอาวุโสควรเป็นผู้สื่อสารผลการพิจารณาให้กรรมการผู้จัดการทราบ

การพัฒนากรรมการและผู้บริหาร

- 1) คณะกรรมการควรส่งเสริมและอำนวยความสะดวกให้มีการฝึกอบรมและการให้ความรู้แก่ผู้เกี่ยวข้องในระบบการกำกับดูแลกิจการของบริษัท เช่น กรรมการ กรรมการตรวจสอบผู้บริหาร เลขานุการบริษัท เป็นต้น เพื่อให้มีการปรับปรุงการปฏิบัติงานอย่างต่อเนื่อง การฝึกอบรมและให้ความรู้อาจกระทำเป็นการภายในบริษัทหรือใช้บริการของสถาบันภายนอก
- 2) ทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนแปลงกรรมการใหม่ ฝ่ายจัดการควรจัดให้มีเอกสารและข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการปฏิบัติหน้าที่ของกรรมการใหม่ รวมถึงการจัดให้มีการแนะนำลักษณะธุรกิจและแนวทางการดำเนินธุรกิจของบริษัทให้แก่กรรมการใหม่
- 3) คณะกรรมการควรกำหนดให้กรรมการผู้จัดการรายงานเพื่อทราบเป็นประจำถึงแผนการพัฒนาศักยภาพและสืบทอดงาน ซึ่งกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงควรมีการเตรียมให้พร้อมเป็นแผนที่ต่อเนื่องถึงผู้สืบทอดงานในกรณีที่ตนไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้
- 4) คณะกรรมการควรจัดให้มีโครงการสำหรับพัฒนาผู้บริหาร โดยให้กรรมการผู้จัดการรายงานเป็นประจำทุกปีถึงสิ่งที่ได้ทำไปในระหว่างปี และควรพิจารณาควบคู่กันไปเมื่อพิจารณาแผนสืบทอดงาน

3. ผลตอบแทนหลักทรัพย์

หลักทรัพย์ของบริษัท

หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่จะเป็นประเภทตราสารทุน ได้แก่ หุ้นสามัญ และหุ้นบุริมสิทธิ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) ดังรายละเอียดดังนี้

หุ้นสามัญ (Common Stock)

เป็นตราสารประเภทหุ้นทุนที่ผู้ถือหุ้นจะมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการตามสัดส่วนมูลค่าของหุ้นสามัญที่ครอบครอง กล่าวคือความเป็นเจ้าของถูกแบ่งตามจำนวนหุ้น และอัตราส่วน

การถือหุ้น ซึ่งแสดงเป็นจำนวนหุ้นที่ถือเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนหุ้นที่ออก และจำนวนหุ้นที่มีทั้งหมด

หุ้นสามัญเป็นหลักทรัพย์ที่แสดงความเป็นเจ้าของบริษัท โดยรับผิดชอบหนี้สินที่จำกัดในบริษัท นอกจากนี้ผู้ถือหุ้นสามัญในฐานะเจ้าของบริษัทยังมีสิทธิในการลงคะแนนเสียงในเรื่องต่างๆ เช่น การเพิ่มทุนและการจ่ายเงินปันผล โดยสิทธิของผู้ถือหุ้นในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ คือ มีสิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นในการเลือกตั้งผู้บริหาร ตัดสินใจเรื่องเงินปันผล และแต่งตั้งผู้ตรวจสอบบัญชี เป็นต้น ได้รับส่วนแบ่งกำไรในรูปของเงินปันผล ได้รับส่วนแบ่งในสินทรัพย์เมื่อมีการจำหน่าย และได้รับข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับความคืบหน้าของบริษัท โดยผู้ถือหุ้นสามัญจะมีสิทธิเรียกร้องในกำไรและทรัพย์สินส่วนที่เหลือเป็นรายสุดท้ายหลังจากที่บริษัทได้จ่ายคืนแก่เจ้าหนี้แล้ว

หุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock)

เป็นหุ้นทุนประเภทหนึ่งที่ผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการคล้ายกับหุ้นสามัญ แต่จะมีข้อแตกต่างจากหุ้นสามัญ คือ ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิมีสิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นน้อยกว่าผู้ถือหุ้นสามัญ แต่ก็มีสิทธิพิเศษในการได้รับเงินปันผลเหนือกว่าผู้ถือหุ้นสามัญเป็นการชดเชย เช่น ได้รับเงินปันผลในอัตราที่แน่นอน เป็นต้น นอกจากนี้ในกรณีที่บริษัทเลิกกิจการ ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะได้รับสิทธิในการชำระคืนเงินทุนก่อนหุ้นสามัญหุ้นประเภทนี้มีไม่มากนักในตลาดหลักทรัพย์และมีสภาพคล่องต่ำ

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์มีหลายรูปแบบด้วยกันเช่น กำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ (capital gain) เงินปันผล (dividend) สิทธิในการจองซื้อหุ้นออกใหม่ (rights offering) โดยหลักการแล้ว นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้นตราบใดที่บริษัทมีผลประกอบการที่ดี และหุ้นมีราคาเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ปัจจัยภายในและภายนอกจะมีผลต่อความผันผวนของราคาหุ้น

ผลตอบแทน (Return)

ผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทใดประเภทหนึ่งประกอบด้วยองค์ประกอบ 2 ส่วน (สุพจน์ สกุลแก้ว, 2553) คือ

1) อัตราผลตอบแทน (Yield) คือ กระแสเงินสดหรือรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างช่วงเวลาการลงทุน อาจอยู่ในรูปของเงินสดปันผลหรือดอกเบี้ย ที่ผู้ออกตราสารหรือหลักทรัพย์จ่ายให้แก่ผู้ถือ

2) กำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital gain) คือ กำไรจากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้นกว่าราคาซื้อ หรือเรียกว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงของราคา (Price change) ของหลักทรัพย์นั่นเอง

ขาดทุนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ (Capital loss) คือ ราคาซื้อหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาขายหลักทรัพย์

ผลตอบแทนรวม (Total Return) ของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง คือ ผลรวมของผลตอบแทนจากกระแสเงินสดระหว่างงวดกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์นั้น

$$\text{ผลตอบแทนรวม} = \text{กระแสเงินสดรับ} + \text{การเปลี่ยนแปลงของราคา}$$

อัตราผลตอบแทน

ผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทต่าง ๆ มักแสดงอยู่ในรูปร้อยละโดยเปรียบเทียบกับเงินลงทุนต้นงวดและคิดต่อระยะเวลาหนึ่งปี (หรืออาจคิดต่อช่วงเวลาใด ๆ ก็ได้) เรียกว่า "อัตราผลตอบแทน" อันเป็นตัวบ่งถึงผลเทียบกับความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญหรือเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทอื่น ๆ ต่อไป

อัตราผลตอบแทนของการลงทุนใด ๆ คำนวณจากการเทียบผลตอบแทนรวมจากการลงทุนกับเงินลงทุนต้นงวดในรูปร้อยละ (สุพจน์ สกุลแก้ว, 2553: 80-81) ดังนี้

$$\begin{aligned}\text{อัตราผลตอบแทน} &= \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + (\text{มูลค่าปลายงวด} - \text{มูลค่าต้นงวด})}{\text{มูลค่าต้นงวด}} \\ &= \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + \text{การเปลี่ยนแปลงของมูลค่า}}{\text{มูลค่าต้นงวด}}\end{aligned}$$

อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (Earning per share หรือ EPS)

อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น เป็นอัตราส่วนระหว่างกำไรสุทธิส่วนที่เป็นของผู้ถือหุ้นสามัญอันได้แก่ กำไรสุทธิหลังจากหักเงินปันผลของผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ์ออกไปแล้ว หารด้วยจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว การรายงานข้อมูลกำไรต่อหุ้นอาจอยู่ในหลายรูปแบบ เช่น กำไรต่อหุ้นที่คิดจากจำนวนหุ้น ณ สิ้นงวด หรือกำไรต่อหุ้นที่คิดจากจำนวนหุ้นถ่วงน้ำหนักตามระยะเวลาหรือวอร์เรนต์ (Warrant) และการใช้สิทธิแปลงสภาพหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายทั้งหมด ในการเปรียบเทียบข้อมูลกำไรต่อหุ้นจึงควรพิจารณาความแตกต่างของการรายงานข้อมูลด้วย (สุพจน์ สุกุลแก้ว, 2553)

$$\text{กำไรต่อหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิของบริษัท}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่เรียกชำระแล้วของบริษัท}}$$

อัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล (Dividend yield)

อัตราเปรียบเทียบเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นสามัญเทียบกับราคาตลาดของหุ้นสามัญเพื่อดูผลตอบแทนว่าหากลงทุนซื้อหุ้น ณ ระดับราคาตลาดปัจจุบันจะมีโอกาสได้รับเงินปันผลคิดเป็นอัตราร้อยละเท่าไรของราคาหุ้น (เพชร ชุมทรัพย์, 2549)

คำนวณได้จาก

$$DY = \frac{D}{P}$$

โดยที่

DY คือ อัตราผลตอบแทนในรูปเงินปันผล

D คือ มูลค่าเงินปันผลรวมยึดตามรอบผลประกอบการประจำปี (ล่าสุด)

P คือ ราคาปิดของหุ้นสามัญ x (จำนวนหุ้นสามัญ - จำนวนหุ้นซื้อคืน)

อัตราส่วนในการวัดความสามารถในการทำกำไร

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \times 100$$

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นการวัดว่าสินทรัพย์รวมของกิจการก่อให้เกิดกำไรได้มากน้อยเพียงใด ซึ่งผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นอัตราส่วนที่ชี้ถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทนโดยเป็นค่าที่แสดงถึงผลกำไรที่บริษัทหาได้จากสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ดำเนินการ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

การประเมินมูลค่าของหุ้น (Valuation)

การวิเคราะห์บริษัทหลักทรัพย์นั้นสามารถวิเคราะห์ได้หลายวิธีซึ่งวิธีหนึ่งที่นิยมใช้คือการเปรียบเทียบกับคู่แข่ง และค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมซึ่งสามารถแบ่งการเปรียบเทียบในเรื่องต่าง ๆ (กุลภัทรา ลิโรดม, 2549:149-150) ดังนี้

1) การเปรียบเทียบทางด้านการทำกำไร จากโครงสร้างรายได้ของบริษัทว่ามีการให้บริการหลากหลายมากน้อยเพียงใด หากมีรายได้กระจายตัว เมื่อเศรษฐกิจอยู่ในภาวะตกต่ำก็มีรายได้จากแหล่งอื่นมาช่วย นอกจากนี้ยังต้องพิจารณาถึงความสามารถในการแข่งขันและส่วนแบ่งทางการตลาดของบริษัท อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE)

2) การเปรียบเทียบทางด้านการควบคุมต้นทุน ต้องพิจารณาจากโครงสร้างต้นทุนของบริษัทว่ามีต้นทุนคงที่และต้นทุนผันแปรมากน้อยเพียงใด การพิจารณาอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้เทียบกับคู่แข่งรายอื่นในอุตสาหกรรม

3) การเปรียบเทียบทางด้านสภาพคล่อง สามารถพิจารณาได้จากการดำรงเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิ (NCR) ตามกำหนดของทางการหรือไม่ นอกจากนี้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนมีสัดส่วนเท่าใด มีความเสี่ยงมากน้อยเพียงใดในการชำระหนี้ในอนาคต

4) การเปรียบเทียบทางด้านคุณภาพของสินทรัพย์ สามารถพิจารณาจากเงินลงทุนและสินเชื่อเพื่อซื้อหลักทรัพย์

4. มูลค่ากิจการ

การประเมินมูลค่ากิจการหรือหลักทรัพย์

การประเมินมูลค่าของกิจการหรือหลักทรัพย์จากรายได้ ค่าใช้จ่าย กำไรและกระแสเงินสดของกิจการ โดยอาศัยตัวแบบจำลองหรือวิธีการที่เหมาะสมกับอุตสาหกรรมหรือบริษัทหนึ่งๆ นักวิเคราะห์ต้องทำการพยากรณ์ผลประกอบการในอนาคต และใช้ตัวแบบจำลองเพื่อคำนวณมูลค่า หรือราคาในปัจจุบัน นักวิเคราะห์อาจต้องใช้หลาย ๆ วิธีมาประกอบการประเมินมูลค่า การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เชิงพื้นฐานมาจากแนวคิดที่เชื่อว่ามูลค่าของหลักทรัพย์หรือของกิจการมีความสัมพันธ์กับตัวแปรต่าง ๆ ซึ่งมากระทบกับตัวแปรทางการเงิน เช่น อัตราการเจริญเติบโต กระแสเงินสด ความเสี่ยง ฯลฯ มูลค่าหรือราคาที่ประเมินได้เป็นมูลค่าตามทฤษฎีหรือราคาที่ควรจะเป็นซึ่งขึ้นกับข้อสมมติฐาน โดยตัวแบบจำลองแบ่งได้เป็น 2 แบบ (กุลภัทธา สิริธม, 2549) ดังนี้

1) แบบวิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discounted cash flow valuation method)

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยการใช้คิดลดกระแสเงินสดที่ประมาณว่าจะได้จากหลักทรัพย์ในอนาคตมาเป็นมูลค่าปัจจุบันเป็นรากฐานของการวิเคราะห์ เพื่อการตัดสินใจทางการเงิน เช่น การตัดสินใจเพื่อลงทุนโดยการท่างบลลงทุน (Capital budgeting) เป็นต้น

ตัวแบบคิดลดที่ใช้กันอย่างแพร่หลาย ได้แก่ ตัวแบบจำลองคิดลดเงินปันผล (Dividend discount model) และตัวแบบจำลองคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow discount model) โดยตัวแบบหลังนิยมใช้กันทั้งกระแสเงินสดอิสระสำหรับผู้ถือหุ้นและกระแสเงินสดอิสระสำหรับบริษัท

2) แบบวิธีเชิงเปรียบเทียบ (Relative value method)

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์อีกวิธีที่นิยมใช้กันอย่างแพร่หลาย คือ การประเมินมูลค่าในเชิงเปรียบเทียบในรูปแบบของอัตราส่วน กล่าวคือ เปรียบเทียบราคาตลาดของหลักทรัพย์เป็น

จำนวนเท่าหรือทวิคูณของตัววัดทางการเงินต่างๆ โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่นักวิเคราะห์ให้ใช้ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E ratio) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีที่ปรับแล้ว (P/ABV ratio) อัตราส่วนราคาตลาดต่อยอดขาย (P/S ratio) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกระแสเงินสด (P/C ratio) และอัตราส่วนมูลค่าธุรกิจต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นต้นทุน (EV/EBITDA ratio)

นอกจากนี้ยังมีแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ที่เรียกว่า Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาดซึ่งได้รับการยอมรับจากงานวิจัยทั้งทางด้านบัญชีและการเงินในการประเมินผลการปฏิบัติงานและมูลค่าขององค์กร

Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาสถิติศาสตร์ในปี ค.ศ. 1981 Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาดซึ่งคำนวณโดยการหารราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ขององค์กรด้วยราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น ซึ่งราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นและหนี้สิน Professor Tobin เชื่อว่า Tobin's Q เป็นตัววัดที่ดีที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กร เพราะอัตราส่วนนี้สามารถใช้ในการคาดการณ์การตัดสินใจจ่ายลงทุนในอนาคต สำหรับประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ Tobin's Q ในการวิเคราะห์วัฏจักรและแนวโน้มการลงทุนภาคเอกชน นอกจากนี้ยังใช้ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการปฏิบัติงานหรือเป็นตัววัดที่แสดงถึงมูลค่าของกิจการ การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung และ Pruitt โดยคำนวณมูลค่าทางการตลาดขององค์กรจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญและจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ) และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว) และใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ (มนวิกา ผดุงสิทธิ์, 2548)

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market value of equity} + \text{Preferred stock} + \text{Debt}}{\text{Total Assets}}$$

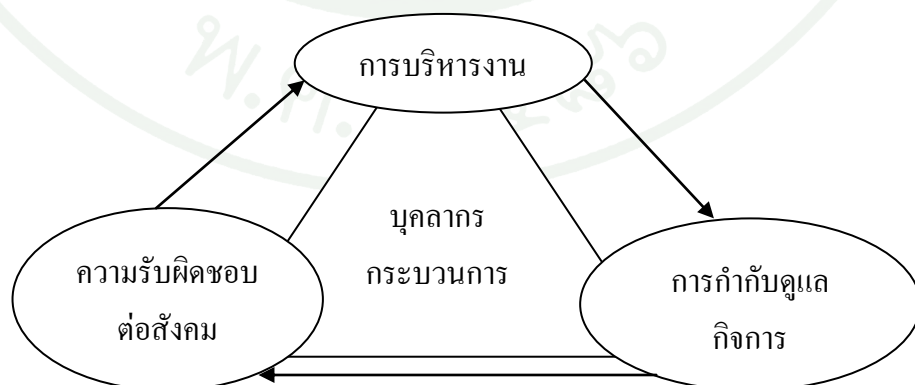
โดยที่

Market value of equity	= ราคาตลาดของหุ้นสามัญ x จำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น
Preferred stock	= มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ
Debt	= มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์ หมุนเวียน + มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว
Total Assets	= มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ทั้งหมด

สามมิติเพื่อการสร้างมูลค่า

กิจการที่ดำเนินกิจกรรมหลักในด้านการผลิตสินค้าและบริการ โดยการบริหารจัดการสินทรัพย์ รวมทั้งการบริหารจัดการแหล่งที่มาของเงินลงทุน การดำเนินงานต้องใช้ทรัพยากรมนุษย์ เทคโนโลยี และข้อมูลข่าวสารให้มีประสิทธิภาพ ทั้งนี้เพื่อวัตถุประสงค์หลักในการสร้างมูลค่าของกิจการให้อยู่ในระดับที่สูงที่สุด นอกจากนั้นการกำกับดูแลกิจการและการบริหารงานที่แสดงความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นกิจกรรมส่วนขยาย เพื่อสนับสนุนการสร้างมูลค่าของกิจการให้มีระดับที่สูงยิ่งขึ้นไปอีก

ในตัวเองแบบจำลองของ Fahy, Roche and Weiner (2005) มูลค่าของกิจการที่เกิดเป็นผลลัพธ์ร่วมกันของมิติ 3 มิติ ได้แก่ การบริหารงาน การกำกับดูแลกิจการ และความรับผิดชอบต่อสังคม สามมิติของการสร้างมูลค่าเหล่านี้ เป็นมิติซึ่งสัมพันธ์กันและส่งเสริมซึ่งกันและกัน ให้เกิดผลลัพธ์เป็นมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้นได้ดังตัวแบบจำลองที่แสดงกรอบแนวคิดของการประสานสามมิติเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ



ภาพที่ 1 สามมิติเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ

ที่มา: อัญญา ชันขวิทย์, ศิลปพร ศรีจันเพชร และ เดือนเพ็ญ จันทศิริศิริ (2552: 125)

ลักษณะการเกิดขึ้นของมูลค่าของกิจการในระดับที่สูงขึ้นจนเป็นที่สุด เป็นผลลัพธ์จากความสำเร็จในระดับสูงของการบริหารงาน การกำกับดูแลกิจการและความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการ มูลค่าของกิจการต้องเกิดจากความสำเร็จจากการบริหารงานเป็นหลัก ต่อจากนั้นกิจการจึงสามารถผลักดันมูลค่าให้มีระดับสูงขึ้นและเป็นไปอย่างยั่งยืน โดยใช้กลไกการกำกับดูแลกิจการและการบริหารงานที่แสดงความรับผิดชอบต่อสังคม ทั้งนี้กิจกรรมในแต่ละมิติจะสามารถสร้างและส่งเสริมการสร้างมูลค่าได้ โดยอาศัยทรัพยากรบุคคล กระบวนการบริหารเชิงกลยุทธ์ และระบบงานต่าง ๆ ที่ไปขับเคลื่อนปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. งานวิจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

ทิมมพร รักธรรม และ เสาวนีย์ ลิขณวัฒน์ (2549) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริษัทและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยเก็บข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ.2545-2547 ซึ่งพิจารณาจากสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหาร กรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหาร และกรรมการทั้งหมด และมีตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน 4 ตัวชี้วัด ได้แก่ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลต่อกำไรสุทธิ (Dividend Payout Ratio) กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาทั้งหมด 140 บริษัท มาทำการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน โพรดักโมเมนต์และวิเคราะห์แยกกลุ่มอุตสาหกรรม

ผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหารและกรรมการทั้งหมดมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลต่อกำไรสุทธิ ซึ่งการที่ให้กรรมการได้ถือครองหุ้นเพิ่มขึ้นจะทำให้กรรมการมีความรู้ลึกซึ้งความเป็นเจ้าของบริษัทเพิ่มขึ้น และเกิดแรงจูงใจเพื่อที่จะบริหารงานให้บริษัทมีผลประกอบการที่ดีขึ้น ส่วนตัวแปรอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

อภิชาติ ไตรุ่ง และ ศิลปพร ศรีจันทเพชร (2553) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับค่าตอบแทนกรรมการ พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET

100 มีสัดส่วนกรรมการอิสระที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนกรรมการ เนื่องจากสัดส่วนกรรมการอิสระที่สูงจะมีการจ่ายค่าตอบแทนที่สูงตามไปด้วยเพื่อเป็นแรงจูงใจในการดำรงรักษากรรมการที่มีความรู้ความสามารถไว้และถือเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่นใจที่จะได้ประโยชน์สูงสุดจากการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการที่มากพอ และยังช่วยลดปัญหาตัวแทน ในส่วนของบริษัทที่มีสินทรัพย์รวมขนาดใหญ่แสดงถึงประสิทธิภาพในการบริหารจัดการของบริษัท และจะมีความสามารถในการจ่ายค่าตอบแทนแก่กรรมการที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็กเนื่องจากค่าตอบแทนเป็นเครื่องมือที่สำคัญในการให้บุคลากรดำรงอยู่และจูงใจให้มีการทำงานเป็นไปตามเป้าหมาย ศึกษาข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 จำนวน 293 บริษัทโดยใช้ข้อมูลระหว่างปี 2549-2551 โดยรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินประจำปีและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ56-1) ตัวแปรอิสระ คือ สัดส่วนกรรมการอิสระ และตัวแปรตาม คือ ค่าตอบแทนกรรมการอิสระ การวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนผลการดำเนินงาน นอกจากนี้ยังมี Mehran (1995) ที่ศึกษาโครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหาร เจ้าของและผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัดส่วนของค่าตอบแทนผู้บริหารจากฐานส่วนได้เสียกับสัดส่วนของส่วนได้เสียของผู้ถือหุ้นชี้ให้เห็นว่าคณะกรรมการพิจารณาสิ่งที่กระตุ้นการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารจะ นอกจากนี้พบว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการอิสระมากจะมีการใช้ฐานส่วนได้เสียของค่าตอบแทนมากกว่า ฐานส่วนได้เสียของค่าตอบแทนไม่มีความสัมพันธ์กับกรรมการอิสระในอุตสาหกรรม อย่างไรก็ตามพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นภายนอกมากมีการใช้ฐานจากส่วนได้เสียของค่าตอบแทนน้อย แนะนำว่าควรตรวจสอบผู้ถือหุ้นจากภายนอกซึ่งอาจเป็นตัวแทนในการกระตุ้นการจ่ายค่าตอบแทนสำหรับผู้บริหาร และพบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทชี้ให้เห็นว่าทั้ง Tobin's Q และ ROA มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนของค่าตอบแทนผู้บริหารทั้งหมดที่ใช้ส่วนได้เสียของผู้ถือหุ้นเป็นฐาน และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้จัดการระดับสูง ดังนั้นค่าตอบแทนมีผลกระทบในการกระตุ้น CEO ในการวัดค่าผลกระทบของประสิทธิภาพของบริษัท นอกจากนี้พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกิจการและสัดส่วนของกรรมการอิสระที่มีส่วนได้เสียผู้ถือหุ้น ทำการศึกษาโดยการสุ่มเลือกบริษัทในอุตสาหกรรม 153 บริษัท ในปี 1979 - 1980 ซึ่งศึกษาจากโครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหาร โครงสร้างของผู้เป็นเจ้าของ และสัดส่วนของกรรมการภายนอก โดยใช้ Tobin's Q และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท

Aslam (2012) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าตลาดและผลการดำเนินงานขององค์กร: กรณีศึกษาจาก KSE (Karachi stock exchange) ในปากีสถานโดยศึกษา

ข้อมูลบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ปารีสสถานดัชนี 100 จำนวนกลุ่มตัวอย่าง 33 บริษัท ใช้ข้อมูลรายงานทางการเงินปี 2010 การมุ่งไปยังเจ้าของ และการปกป้องนักลงทุนที่อ่อนแอโดยเฉพาะอย่างยิ่งการปกป้องผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเป็นลักษณะหลักของตลาดปารีสสถานซึ่งมีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นจึงมีการทดสอบเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้วิธีการทางบัญชีในการวัดผลการดำเนินงานทางการเงิน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กำไรต่อหุ้น กำไรสุทธิและการเติบโตของยอดขาย ส่วนการวัดมูลค่าของบริษัทใช้อัตราส่วน Tobin's Q การกำกับดูแลกิจการใช้โครงสร้างผู้ถือหุ้น ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ ขนาดคณะกรรมการ สัดส่วนของคณะกรรมการภายนอก การควบคุมตำแหน่ง และคำตอบแทนผู้บริหารเป็นตัววัด ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกและมีนัยสำคัญระหว่างผลการดำเนินงานขององค์กรและการปฏิบัติตามการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญมากกับความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าบริษัทและการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งให้เห็นว่าบริษัทใน KSE ดัชนี 100 มีผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดีกว่าเกี่ยวข้องกับ ROE ROA EPS และกำไรขั้นต้นซึ่งเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ยังพบว่าองค์กรที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีมูลค่าของบริษัทมากกว่าเมื่อวัดโดย Tobin's Q ซึ่งคล้ายกับ Haniffa and Hudaib (2006) ที่ศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย จำนวน 347 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์ระหว่างปี 1996 - 2000 โดยโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการวัดจากขนาดของคณะกรรมการ องค์ประกอบของคณะกรรมการ การควบคุมตำแหน่ง กรรมการที่หลากหลาย ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ และผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร โดยใช้ Tobin's Q และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นตัววัดผลการดำเนินงาน ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างขนาดคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเชิงบวกกับมูลค่าตลาดและการวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี นอกจากนี้เรายังพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างกรรมการที่หลากหลายกับประสิทธิภาพของตลาด ในขณะที่การควบคุมตำแหน่งมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางบัญชี สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางบัญชี

Barnhart and Rosenstein (1998) ศึกษาองค์ประกอบคณะกรรมการ ผู้จัดการที่เป็นเจ้าของ และผลการดำเนินงานของบริษัท : การวิเคราะห์เชิงประจักษ์ ทำการศึกษากลุ่มตัวอย่างจำนวน 321 บริษัท ในปี 1990 Standard and Poor's 500 โดยการทดสอบความอ่อนไหวด้วยเทคนิค 3 สมการ ประกอบด้วย Tobin's Q องค์ประกอบคณะกรรมการและผู้จัดการที่เป็นเจ้าของในการวิจัยการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งข้อมูลของการกำกับดูแลกิจการ เช่น องค์ประกอบคณะกรรมการและผู้จัดการที่เป็น

เจ้าของใช้ข้อมูลจากสถาบันการให้บริการส่วนของผู้ถือหุ้น (ISS) นอกจากนี้ยังวัดขนาดของคณะกรรมการ สถาบันการถือหุ้นสามัญโดยการตรวจสอบ การวิจัยและพัฒนา และค่าใช้จ่ายการโฆษณา ในการวัดผลการดำเนินงานใช้ Tobin's Q ในการวัดค่า ผลการศึกษาพบว่าความเป็นเจ้าของบริษัทและองค์ประกอบของคณะกรรมการสามารถทดแทนการบริหารจัดการโดยเจ้าของ และการบริหารจัดการโดยเจ้าของมีผลกระทบมากกว่าองค์ประกอบของคณะกรรมการในทางกลับกัน นอกจากนี้ยังปรากฏผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะอนุญาตให้บุคคลภายในมีอำนาจควบคุมคณะกรรมการ ผลของหลักฐานเชิงประจักษ์ที่แข็งแกร่งขึ้นอยู่กับลักษณะเฉพาะของรูปแบบทั้งหมดและการวิเคราะห์การถดถอยขั้นแรก ความสัมพันธ์สะท้อนการเปลี่ยนแปลงที่มีผลกระทบในผลลัพธ์ทั้งหมดด้วย การวิเคราะห์ความอ่อนไหวมีความจำเป็นเมื่อการประมาณค่ามีรูปแบบเชิงประจักษ์เป็นโครงสร้างที่ไม่แน่นอน ซึ่งมีการศึกษาองค์ประกอบของคณะกรรมการ เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Hermalin and Weisbach (1991) ที่ศึกษาผลกระทบขององค์ประกอบของคณะกรรมการและการกระตุ้นผู้จัดการในผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่าผู้ถือหุ้นมีผลกระทบกับ Tobin's q ซึ่งเป็นปัญหาที่เกิดขึ้นภายใน และไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการกับ Tobin's Q เนื่องจากปัญหาขององค์ประกอบคณะกรรมการเกิดขึ้นภายใน มีความล่าช้าขององค์ประกอบเป็นเครื่องมือ นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์กับหุ้นที่เป็นเจ้าของ โดยผู้จัดการระดับสูงและ CEO ถ้ามีความเป็นเจ้าของระดับต่ำ (น้อยกว่า 1%) ผลการดำเนินงานของบริษัทจะพัฒนาเพิ่มขึ้นด้วยความเป็นเจ้าของ ในการศึกษาพยายามที่จะวัดความแตกต่างของผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีสาเหตุจากองค์ประกอบคณะกรรมการและโครงสร้างของผู้ถือหุ้น เป็นสองตัวแปรที่ตั้งใจที่จะวัดสิ่งเชิงตรง และการตรวจสอบโดยผู้จัดการระดับสูง จึงต้องมีการควบคุมจำนวนตัวแปรอื่นๆ ที่มีความสัมพันธ์เช่นเดียวกับผลการดำเนินงานของบริษัท กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วย 134 บริษัท (NYSE) ใช้ข้อมูลในปี 1971 1974 1977 1980 และ 1983 โดยศึกษาข้อมูลองค์ประกอบคณะกรรมการและโครงสร้างของผู้ถือหุ้นจากรายงานที่เป็นตัวแทนของบริษัทที่มีการวัดค่าผลกำไรโดยใช้ Tobin's Q และทดสอบความสัมพันธ์ของสมการถดถอยเชิงเส้นตรง

Beiner *et al.* (2003) ศึกษาขนาดคณะกรรมการเป็นอิสระกับวิธีการกำกับดูแลกิจการหรือไม่ ซึ่งมีความแตกต่างของการศึกษาก่อนหน้านี้ที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างขนาดคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทจึงต้องมีการศึกษาเพิ่มเติมในตัวแปรอื่นๆ โดยใช้ข้อมูลบริษัทในตลาดหลักทรัพย์สวิต จำนวนกลุ่มตัวอย่าง 169 บริษัท ข้อมูลในปี 2001 การกำกับดูแลกิจการจะศึกษา 4 ตัวแปร คือ ขนาดคณะกรรมการ คณะกรรมการภายนอก โครงสร้างผู้ถือหุ้น และหนี้สิน การวัดค่าของผลการดำเนินงานของบริษัทโดยใช้ Tobin's Q จากการศึกษาชี้ให้เห็นว่า

บริษัทในสวิตโดยเฉลี่ยควรเลือกจำนวนสมาชิกคณะกรรมการให้เหมาะสม ในขณะที่เดียวกันระบบสมการสามารถควบคุมปัญหาภายในที่มีในการศึกษาการกำกับดูแล การผันแปรข้อมูลภาคตัดขวางในขนาดคณะกรรมการแสดงให้เห็นความแตกต่างของบริษัทภายใต้สภาพแวดล้อม ตามที่มีการเปลี่ยนแปลงในขนาดของคณะกรรมการที่ลาออกซึ่งไม่กระทบกับผลการดำเนินงานของบริษัทมากแต่เป็นไปได้ที่จะทำให้ Tobin's Q ลดลงสอดคล้องกับการสังเกตค่าเฉลี่ยขนาดคณะกรรมการในกลุ่มตัวอย่างบริษัทในสวิตมีค่าต่ำลง ข้อดีของคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่จากการเพิ่มความสามารถของผู้จัดการจะชดเชยข้อเสียจากการร่วมมือกัน การติดต่อสื่อสารและการตัดสินใจปัญหา ซึ่งต่างจากการศึกษาของ Eisenberg Sundgren and Wells (1998) ที่ศึกษาขนาดคณะกรรมการที่ใหญ่และการลดลงของมูลค่าบริษัทในบริษัทขนาดเล็ก พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดของคณะกรรมการและการขยายกำไรไปในบริษัทขนาดเล็กกับคณะกรรมการขนาดเล็กในฟินแลนด์ เป็นส่วนหนึ่งของการค้นพบที่มีผลกระทบต่อขนาดคณะกรรมการ การสนับสนุนสมมติฐานว่าปัญหาในการสื่อสารและการประสานงานสามารถขยายออกไปถึงคณะกรรมการขนาดเล็กและบริษัท นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นว่าหน่วยงานที่มีปัญหาระดับที่ต้องเผชิญ บริษัทที่ไม่จำเป็นต้องมีผลกระทบของขนาดคณะกรรมการซึ่งมีผลกระทบในบริษัทขนาดเล็กไปจนถึงขนาดกลาง บริษัทที่มีคณะกรรมการขนาดเล็กแสดงให้เห็นว่ามีผลกระทบของขนาดคณะกรรมการเกิดขึ้นแม้มีการแยกความเป็นเจ้าของและการควบคุมน้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่ และหากมีขนาดคณะกรรมการที่เหมาะสมผลกระทบของขนาดคณะกรรมการในบริษัทจะแสดงให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการแตกต่างกันด้วยขนาดของบริษัท เนื่องจากหลายการศึกษาที่ผ่านมาได้มีการหาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดคณะกรรมการและผลการดำเนินงานทางการเงิน การศึกษาเชิงประจักษ์ของความสัมพันธ์มีการศึกษาเพียงเล็กน้อยของบริษัทขนาดใหญ่ในสหรัฐอเมริกา ดังนั้นจึงมีการศึกษาถึงบริษัทขนาดเล็กและขนาดกลาง ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้มีจำนวน 879 บริษัท โดยนำข้อมูลรายงานทางการเงินในปี 1992-1994 มาหาความสัมพันธ์ของขนาดคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์แบบปรับปรุง (ROA_{adj}) นอกจากนี้ยังมีการศึกษาของ Latif *et al.* (2013) ที่ศึกษากรรมการผู้บริหารที่หลากหลาย ลักษณะคณะกรรมการ และผลการดำเนินงานของบริษัทในมาเลเซีย ใช้กลุ่มตัวอย่าง 132 บริษัท ใช้ข้อมูลรายงานประจำปีในปี 2008 โดยศึกษากรรมการผู้บริหารที่หลากหลาย ขนาดคณะกรรมการ อายุกรรมการ รัฐบาลก่อนหน้าของกรรมการผู้บริหาร กรรมการผู้ก่อตั้ง กรรมการผู้บริหาร กรรมการอิสระและเจ้าของที่เป็นคนในครอบครัว มาวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ด้วยวิธีสมการถดถอย ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า 90 % ของกรรมการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีกรรมการอยู่ระหว่าง 1-3 คน ความหลากหลายของกรรมการผู้บริหารมีผลกระทบกับผลการดำเนินงานการตลาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกแต่ไม่มีนัยสำคัญ รัฐบาลก่อนหน้านี

พบผลเชิงบวกและมีนัยสำคัญต่ออิทธิพลของผลการดำเนินงาน เจ้าของที่เป็นคนในครอบครัว มีนัยสำคัญและมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานเป็นรูปตัวยู การพบบางขอบเขตของนโยบาย ที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ยังพบว่าเจ้าของที่เป็นคนในครอบครัว การปรากฏตัวของเจ้าหน้าที่รัฐบาลก่อนหน้านี้ ผู้ก่อตั้งที่ให้บริการคณะกรรมการและคณะผู้บริหาร ที่อายุน้อยกว่ามีอิทธิพลสำคัญในการดำเนินงานของบริษัท

Kumar (2012) ศึกษากรรมการภายนอก การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท: หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศอินเดีย เป็นการทดสอบประสิทธิภาพของกรรมการ ภายนอกของคณะกรรมการบริษัทจำนวน 157 บริษัทที่ไม่ใช่บริษัททางการเงินของอินเดียในปี 2008 ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ เช่น ขนาดคณะกรรมการ สัดส่วนของกรรมการภายนอก และ ผู้บริหารคณะกรรมการโดยใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินประจำปี การวัดค่าตลาดโดยใช้ Tobin's Q ในการศึกษาตรวจสอบโดยกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารและไม่เป็นอิสระ (grey director) และกรรมการอิสระที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ผลการศึกษาพบว่าผลกระทบทางลบระหว่างกรรมการภายนอกกับมูลค่าบริษัทของบริษัทในอินเดียเป็นหลักเนื่องจากกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารไม่เป็นอิสระ ซึ่งคณะกรรมการอิสระมี ผลเชิงบวกแต่ไม่มีนัยสำคัญ รวมถึงมูลค่าตลาดของบริษัทที่มีสัดส่วนที่ดีของกรรมการอิสระ อย่างไรก็ตามผู้สนับสนุนซึ่งเป็นเจ้าของและผู้ควบคุมของบริษัทอินเดียมีผลกระทบเชิงลบกับ ผลการดำเนินงานของกรรมการอิสระ ผลลัพธ์มีความเกี่ยวข้องกับผู้กำหนดนโยบายผู้ซึ่งพยายามที่ จะหารูปแบบของคณะกรรมการที่เหมาะสมสำหรับบริษัทและระบุบทบาทของกรรมการอิสระ การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับกรรมการอิสระกับกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารไม่เป็นอิสระถูกแทนที่ด้วย กรรมการอิสระ นอกจากนี้การตัดสินใจที่ดีกว่าและวิเคราะห์ถึงความต้องการที่กรรมการอิสระยังคง มีอิสระของผู้สนับสนุนและสามารถปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย การปรับปรุงเรียกร้องว่าจะ ยึดทรัพย์สินผู้สนับสนุนเพื่อควบคุมการคัดเลือกและกระบวนการแต่งตั้งกรรมการอิสระ

Vafeas (1999) ศึกษาความถี่ในการประชุมคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของกิจกรรมของคณะกรรมการที่เป็นทางเลือก มูลค่าที่เกี่ยวข้องกับ คุณลักษณะของคณะกรรมการ โดยทดสอบความคิดเห็นที่เชื่อมโยงระหว่างกิจกรรมของ คณะกรรมการซึ่งวัดจากความถี่ในการประชุมคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัท จำนวน 307 บริษัทในช่วงปี 1990-1994 โดยศึกษาความถี่ในการประชุมคณะกรรมการกับการวัดค่า ผลการดำเนินงานด้วยวิธีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์

จากการศึกษาพบว่าความถี่ของการประชุมคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการและลักษณะเฉพาะของเจ้าของเป็นหลักประกอบด้วยข้อตกลงและทฤษฎีตัวแทน จำนวนการประชุมคณะกรรมการต่อปีตรงข้ามกับความสัมพันธ์ต่อมูลค่าบริษัท ผลการศึกษานี้ผลักดันโดยการเพิ่มกิจกรรมของคณะกรรมการตามราคาหุ้นที่ลดลง พบว่าการพัฒนาการปฏิบัติผลการดำเนินงานในปีที่มีกิจกรรมของคณะกรรมการไม่ปกติเป็นการพัฒนาการออกเสียงส่วนมากสำหรับบริษัทที่มีผลการดำเนินงานไม่ดีและบริษัทที่ไม่มีการควบคุมการดำเนินงานของบริษัท ผลลัพธ์ทั้งหมดชี้ให้เห็นกิจกรรมของคณะกรรมการวัดค่าโดยความถี่ในการประชุมคณะกรรมการเป็นสิ่งที่สำคัญในการวัดขนาดของคณะกรรมการดำเนินงาน

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่ามีการศึกษาการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของกิจการและมูลค่าของบริษัทโดยศึกษาการกำกับดูแลกิจการจากตัวแปรดังนี้ โครงสร้างผู้ถือหุ้น ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ ขนาดคณะกรรมการ สัดส่วนของคณะกรรมการภายนอก การรวบรวมตำแหน่งและคำตอบแทนผู้บริหาร (Aslam, 2012) นอกจากนี้ยังมี องค์ประกอบของคณะกรรมการ กรรมการที่หลากหลาย ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ และผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร (Haniffa and Hudaib, 2006) ซึ่งมีการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละตัวที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และมูลค่าของบริษัท โดยสัดส่วนกรรมการอิสระที่สูงจะมีการจ่ายคำตอบแทนที่สูงตามไปด้วยเพื่อเป็นแรงจูงใจในการดำรงรักษากรรมการที่มีความรู้ความสามารถไว้และถือเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่นใจที่จะได้ประโยชน์สูงสุดจากการจ่ายคำตอบแทนกรรมการที่มากพอ และยังช่วยลดปัญหาตัวแทน (อภิชาติ ไตรุ่ง และ ศิลปพร ศรีจันทพร, 2553) นอกจากนี้มีการศึกษาถึงจำนวนหุ้นที่เป็นเจ้าของโดยผู้จัดการระดับสูงและ CEO ถ้ามีความเป็นเจ้าของระดับต่ำ(น้อยกว่า1%) ผลการดำเนินงานของบริษัทจะเพิ่มขึ้นด้วย (Hermalin and Weisbach, 1991) ส่วนขนาดคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าตลาดและการวัดผลการดำเนินงาน ในขณะที่การรวบรวมตำแหน่งมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน ส่วนกรรมการที่หลากหลายมีความสัมพันธ์เชิงลบกับประสิทธิภาพของตลาด (Haniffa and Hudaib, 2006) ซึ่ง Latifl *et al.* (2013) ได้ศึกษาถึงความหลากหลายของกรรมการผู้บริหารพบว่ามีผลกระทบเชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางตลาดของบริษัท ส่วนความถี่ของการประชุมคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการ และความถี่การประชุมคณะกรรมการต่อปีมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าบริษัท (Vafeas, 1999)

ตารางที่ 1 สรุปการกำกับดูแลกิจการที่ดี

การกำกับดูแลกิจการที่ดี	ผู้วิจัย											
	ทิมมอร์ รักธรรม และ เสาวนีย์ สิชฌวัฒน์ (2549)	อภิชาติ โตรุ่ง และ ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร (2553)	Aslam (2012)	Barnhart and Rosenstein (1998)	Beiner <i>et al.</i> (2003)	Eisenberg, Sundgren, and Wells (1998)	Haniffa and Hudaib (2006)	Hermalin and Weisbach (1991)	Kumar (2012)	Latif <i>et al.</i> (2013)	Mehran (1995)	Vafeas (1999)
1. โครงสร้างผู้ถือหุ้น			✓		✓			✓			✓	
2. สัดส่วนของกรรมการอิสระ		✓	✓						✓		✓	
3. ขนาดของคณะกรรมการ		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓		
4. ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท			✓									✓
5. การควมรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกัน			✓				✓					
6. ค่าตอบแทนผู้บริหาร			✓								✓	

ตารางที่ 1 (ต่อ)

การกำกับดูแลกิจการที่ดี	ผู้วิจัย											
	ทิมมพร รักธรรม และ เสาวนีย์ ศิษย์วัฒน์ (2549)	อภิชาติ โตรุ่ง และ ศิลพร ศรีจันทร์เพชร (2553)	Aslam (2012)	Barnhart and Rosenstein (1998)	Beiner <i>et al.</i> (2003)	Eisenberg, Sundgren, and Wells (1998)	Haniffa and Hudaib (2006)	Hermalin and Weisbach (1991)	Kumar (2012)	Latif <i>et al.</i> (2013)	Mehran (1995)	Vafeas (1999)
7. องค์ประกอบของ คณะกรรมการ				✓			✓	✓				
8. กรรมการที่หลากหลาย							✓			✓		
9. ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ แรก							✓					
10. ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร	✓						✓					
11. ขนาดของกิจการ		✓		✓	✓	✓						

ตารางที่ 2 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ

ผู้วิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการวิจัย
ทิฆัมพร รักธรรม และ เสาวนีย์ ลิขณวัฒน์ (2549) ศึกษาความ สัมพันธ์ระหว่างสัดส่วน การถือครองหุ้นของ กรรมการบริษัทและ ผลการดำเนินงาน ของบริษัท	- สัดส่วนการถือครองหุ้นของ กรรมการบริหาร - สัดส่วนการถือครองหุ้นของ กรรมการที่ไม่ใช่ กรรมการบริหาร - สัดส่วนการถือครองหุ้นของ กรรมการทั้งหมด	- ผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์ - ผลตอบแทน ของส่วนของผู้ถือหุ้น - อัตราส่วนราคา ต่อกำไรต่อหุ้น - อัตราส่วนการ จ่ายเงินปันผลต่อ กำไรสุทธิ	มีความสัมพันธ์เชิงบวก ระหว่างสัดส่วนการถือ ครองหุ้นของ กรรมการบริหารและ กรรมการทั้งหมดกับอัตรา ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนการจ่ายเงิน ปันผลต่อกำไรสุทธิ
เครื่องมือที่ใช้ : วิเคราะห์ ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์ สันไพรดค์โมเมนต์			
อภิชาติ ไตรุ่ง และ ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร (2553) ศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่าง สัดส่วนกรรมการอิสระ กับค่าตอบแทนกรรมการ ที่ศึกษาพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์ ในกลุ่ม SET 100	- สัดส่วนกรรมการอิสระ ตัวแปรควบคุม - ขนาดคณะกรรมการ - ความเป็นอิสระในด้าน การบริหารของประธาน กรรมการบริษัท - อายุบริษัท - ขนาดบริษัท - ผลการดำเนินงาน (ROA และ ROE)	- ค่าตอบแทน กรรมการอิสระ	มีความสัมพันธ์เชิงบวก ระหว่างสัดส่วนกรรมการ อิสระกับค่าตอบแทน กรรมการ
เครื่องมือที่ใช้ : วิเคราะห์ ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน และ Regression			
Aslam (2012) ศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่าง การกำกับดูแลกิจการกับ มูลค่าตลาดและผลการ	การกำกับดูแลกิจการที่ดี - โครงสร้างผู้ถือหุ้น - ความถี่ในการประชุม คณะกรรมการ	ผลการดำเนินงาน ทางการเงิน - ROE - EPS	มีความสัมพันธ์เชิงบวก ระหว่างผลการดำเนินงาน ทางการเงินและการกำกับ ดูแลกิจการที่ดี

ตารางที่ 2 (ต่อ)

ผู้วิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการวิจัย
ดำเนินงานขององค์กร: กรณีศึกษาจาก KSE (Karachi stock exchange) ในปากีสถาน เครื่องมือที่ใช้ : Tobin's Q, Regression	- ขนาดคณะกรรมการ - สัดส่วนของกรรมการอิสระ - การควมรวมตำแหน่ง - ค่าตอบแทนผู้บริหาร	- Net profit - Sale growth - ROA มูลค่าบริษัท	มีความสัมพันธ์เชิงบวก ระหว่างมูลค่าบริษัทและ การกำกับดูแลกิจการ
Barnhart and Rosenstein (1998) ศึกษา องค์ประกอบ คณะกรรมการ ผู้จัดการที่เป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานของบริษัท : การวิเคราะห์เชิงประจักษ์ เครื่องมือที่ใช้ : Tobin's Q และ Regression	- องค์ประกอบคณะกรรมการ - ผู้จัดการที่เป็นเจ้าของ - ขนาดของคณะกรรมการ - สถาบันการถือหุ้นสามัญ - การวิจัยและพัฒนา และ - ค่าใช้จ่ายการโฆษณา - ตัวแปรควบคุม - หนี้สิน - ขนาดของกิจการ	ผลการดำเนินงาน ของบริษัท	มีความสัมพันธ์เชิงบวก ระหว่างผู้จัดการที่เป็น เจ้าของบริษัทและ องค์ประกอบคณะกรรมการ กับผลการดำเนินงานบริษัท
Beiner <i>et al.</i> (2003) ศึกษาขนาด คณะกรรมการเป็นอิสระ กับวิธีการกำกับดูแล กิจการหรือไม่ เครื่องมือที่ใช้ : Tobin's Q	- ขนาดคณะกรรมการ - คณะกรรมการภายนอก - โครงสร้างผู้ถือหุ้น - หนี้สิน - ตัวแปรควบคุม - ขนาดของบริษัท - การเติบโตของยอดขาย	ผลการดำเนินงาน ของบริษัท	มีความสัมพันธ์เชิงบวก ระหว่างขนาด คณะกรรมการและค่า Tobin's Q
Eisenberg, Sundgren, and Wells (1998) ศึกษา ขนาดคณะกรรมการที่ ใหญ่และการลดลงของ มูลค่าบริษัทในบริษัท	- ขนาดคณะกรรมการ - ตัวแปรควบคุม - ขนาดของบริษัท - อายุของบริษัท - การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์	ผลการดำเนินงาน ทางการเงิน	มีความสัมพันธ์เชิงลบ ระหว่างขนาด คณะกรรมการกับผลการ ดำเนินงาน

ตารางที่ 2 (ต่อ)

ผู้วิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการวิจัย
ขนาดเล็ก			
เครื่องมือที่ใช้ :			
ROA _{adj} , Regression			
Haniffa and Hudaib (2006) ศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มาเลเซีย	- ขนาดของคณะกรรมการ - องค์ประกอบของคณะกรรมการ - การควบคุมตำแหน่ง - กรรมการที่หลากหลาย - ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ - ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร	ผลการดำเนินงานของบริษัท	มีความสัมพันธ์เชิงบวก มีความสัมพันธ์เชิงบวก มีความสัมพันธ์เชิงลบ มีความสัมพันธ์เชิงบวก มีความสัมพันธ์เชิงลบ
เครื่องมือที่ใช้ :			
Tobin's Q, ROA			
Hermalin and Weisbach (1991) ศึกษาผลกระทบขององค์ประกอบของคณะกรรมการและการกระตุ้นผู้จัดการในผลการดำเนินงานของบริษัท	- องค์ประกอบของคณะกรรมการ - โครงสร้างผู้ถือหุ้น	ผลการดำเนินงานของบริษัท	ไม่พบความสัมพันธ์ มีความสัมพันธ์เชิงบวก
เครื่องมือที่ใช้ :			
Tobin's Q, Regression			
Kumar (2012) ศึกษากรรมการภายนอก การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท: หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศอินเดีย	- ขนาดคณะกรรมการ - สัดส่วนของกรรมการอิสระ - ผู้บริหารที่เป็นคณะกรรมการ - กรรมการอิสระ - กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารและไม่เป็นอิสระ	ผลการดำเนินงานของบริษัท	มีความสัมพันธ์เชิงลบ มีความสัมพันธ์เชิงบวก

2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องด้านผลตอบแทนหลักทรัพย์

Drobetz, Schillhofer, and Zimmermann (2003) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนของหุ้นที่คาดหวัง: หลักฐานจากเยอรมัน ใช้แบบสอบถามในการวัดระดับการกำกับดูแลกิจการ 5 ด้าน คือ ความมุ่งมั่นในการกำกับดูแลกิจการ สิทธิของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย ความโปร่งใส สารสำคัญของคณะกรรมการ และการตรวจสอบบัญชี การวัดผลตอบแทนของผู้มีส่วนได้เสียโดยใช้ผลตอบแทนหุ้นในอดีต ส่วนตัวชี้วัดการประเมินมูลค่าพื้นฐาน คือ อัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล และอัตราส่วนราคาต่อกำไร และวัดมูลค่ากิจการด้วยอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี การวัดคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่เฉพาะโดยเลือกใช้อันดับการกำกับดูแลกิจการของคณะกรรมการเป็นตัววัดความเสี่ยงทำการสำรวจทั้งหมด 253 บริษัท

จากการศึกษาพบมีความแตกต่างโดยเฉพาะการกำกับดูแลกิจการของบริษัทช่วยอธิบายผลตอบแทนที่คาดหวังในข้อมูลภาคตัดขวางของบริษัทภายในการควบคุมเดียว โครงสร้างอันดับการกำกับดูแลกิจการสำหรับบริษัทเยอรมันพบมีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอันดับการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าบริษัท นอกจากนี้มีหลักฐานที่มีอิทธิพลว่าผลตอบแทนที่ได้รับมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอันดับการกำกับดูแลกิจการ ถ้าอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลและอัตราส่วนราคาต่อกำไรถูกใช้เป็นตัวแทนสำหรับต้นทุนของเงินทุน ในที่สุดกลยุทธ์การลงทุนคือ การลงทุนในบริษัทที่มีอันดับการกำกับดูแลกิจการสูง และในระยะสั้นบริษัทที่มีอันดับการกำกับดูแลกิจการต่ำจะได้รับผลตอบแทนที่ไม่ปกติประมาณ 12 % เป็นประจำทุกปีในช่วงระยะเวลาที่กลุ่มตัวอย่างอธิบายเหตุผลของหลักฐานด้วยต้นทุนตัวแทนหรือความผิดปกติของการกำกับดูแลบางอย่างสำหรับบริษัทที่มีอันดับการกำกับดูแลกิจการสูง

Ongore and Obonyo (2011) ศึกษาผลกระทบของการเลือกลักษณะการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท: หลักฐานเชิงประจักษ์จากเคนยา กลุ่มตัวอย่างจำนวน 54 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ Nairobi (NSE) การศึกษาลักษณะการกำกับดูแล การมุ่งปัญหาตัวแทนให้น้อยลงระหว่างตัวการและตัวแทนเป็นการดำเนินการเกี่ยวกับการกระจุยตัวของความเป็นเจ้าของ การระบุความเป็นเจ้าของ ประสิทธิภาพของคณะกรรมการ และดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร การระบุประเภทของเจ้าของคือ รัฐบาล ชาวต่างชาติ องค์กร ผู้บริหาร และความหลากหลายเป็นรูปแบบของเจ้าของ ผลการดำเนินงานของบริษัทวัดโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

จากการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างเจ้าของที่เป็นชาวต่างชาติ บุคคลภายใน องค์กร เจ้าของที่หลากหลาย และผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ โดยรัฐบาล และผลการดำเนินงานของบริษัทมีนัยสำคัญเชิงลบ บทบาทของคณะกรรมการจะพบว่ามีมูลค่าเล็กน้อยมาก โดยส่วนใหญ่เนื่องจากขาดการติดตามในการเลือกสมาชิกคณะกรรมการที่มีคุณภาพ ผลการศึกษาชี้ให้เห็นความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเชิงบวกระหว่างการตัดสินใจของผู้จัดการและผลการดำเนินงานโดยรวมแล้วผลที่ได้สอดคล้องกับวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องในการพิจารณาเกี่ยวกับรัฐบาล เจ้าของที่เป็นชาวต่างชาติ ผู้จัดการ(ภายใน) และองค์กรที่เป็นเจ้าของ แต่มีนัยสำคัญที่แตกต่างกันเกี่ยวข้องกับผลกระทบของการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของและความเป็นเจ้าของที่หลากหลายกับผลการดำเนินงานของบริษัท

Rhoades, Rechner and Sundaramurthy (2000) ศึกษาถึงองค์ประกอบของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานทางการเงิน : วิเคราะห์ห่อภิมาณของอิทธิพลของกรรมการภายนอกซึ่งองค์ประกอบคณะกรรมการประกอบด้วยคณะกรรมการภายในและคณะกรรมการภายนอก โดยศึกษาเน้นที่ขนาดของบริษัท ประเภทของบริษัท วิธีการตรวจสอบ และการวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น และอัตรากำไร การวัดผลการดำเนินงานทางการเงินตลาดจากราคาตลาดและราคาตลาดตามบัญชี

จากการศึกษาพบว่าองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดเล็กมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงิน แม้ว่าผู้วิจัยจะรู้ความจริงว่ากลุ่มตัวอย่างในการศึกษาขนาดเล็กสามารถให้ผลที่ผิดพลาดในการสรุป และมีความสัมพันธ์ระหว่างการวัดค่าองค์ประกอบของคณะกรรมการ(คณะกรรมการภายในหรือภายนอก)และการวัดผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA และ ROE) นอกจากนี้กรรมการภายนอกไม่ได้หมายถึงเฉพาะการบรรลุมูลค่าของเจ้าของที่น่าสนใจ โครงสร้างความเป็นผู้นำที่อิสระ (แยกซีอีโอและบทบาทประธานคณะกรรมการ) การตรวจสอบเจ้าของโดยตรงผ่านคณะกรรมการหรือเป็นอิสระ และแรงจูงใจในการทำสัญญาค่าตอบแทน

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องด้านผลตอบแทนหลักทรัพย์พบว่าการกำกับดูแลกิจการสามารถหาผลตอบแทนหลักทรัพย์โดย Drobetz, Schillhofer, and Zimmermann (2003) ได้ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนของหุ้นที่คาดหวัง พบว่าควรลงทุนในบริษัทที่มีอันดับการกำกับดูแลกิจการสูง โดยในระยะสั้นบริษัทที่มีอันดับการกำกับดูแลกิจการต่ำจะได้รับผลตอบแทน

ที่ไม่ปกติซึ่งอาจเกิดจากต้นทุนตัวแทนหรือความผิดปกติของการกำกับดูแลของบริษัท โดยใช้ อัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลเป็นตัววัดผลตอบแทนหลักทรัพย์เช่นเดียวกับ Ongore and Obonyo (2011) นอกจากนี้ยังสามารถวัดผลตอบแทนหลักทรัพย์โดยใช้เครื่องมือทางการเงินต่างๆ ได้เช่นการศึกษาของ Rhoades, Rechner and Sundaramurthy (2000) ที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น กำไรต่อหุ้น และอัตรากำไรเป็นตัววัดผลการดำเนินงานทางการเงิน ดังนั้นผู้วิจัยจึงสนใจที่จะใช้วิธีการวัดผลตอบแทนหลักทรัพย์ดังกล่าวรวมไปถึงการใช้เครื่องมือทางการเงินอื่นๆ ช่วยในการวิเคราะห์ผลตอบแทนหลักทรัพย์กับการกำกับดูแลกิจการเพื่อจะได้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นใช้ในการตัดสินใจลงทุน

ตารางที่ 3 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ผู้วิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการวิจัย
Drobetz, Schillhofer, and Zimmermann (2003) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนของหุ้นที่คาดหวัง: หลักฐานจากเยอรมัน	อันดับการกำกับดูแลกิจการ 5 ด้าน คือ ความมุ่งมั่นในการกำกับดูแลกิจการ สิทธิของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย ความโปร่งใส สารสำคัญของคณะกรรมการ และการตรวจสอบบัญชี	ผลตอบแทนที่คาดหวัง - อัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล - อัตราส่วนราคาต่อกำไร มูลค่าบริษัท - อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี	มีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอันดับการกำกับดูแลกิจการกับอัตราผลตอบแทน มีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอันดับการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าบริษัท
Ongore and Obonyo (2011) ศึกษาผลกระทบของการเลือกลักษณะการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท: หลักฐานเชิงประจักษ์จากเคนย่า	- การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ - เจ้าของที่เป็นชาวต่างชาติ - เจ้าของที่เป็นรัฐบาล - เจ้าของที่เป็นองค์กร - เจ้าของที่หลากหลาย - เจ้าของที่เป็นผู้จัดการ - ประสิทธิภาพของคณะกรรมการ	ผลการดำเนินงานของบริษัท	มีความสัมพันธ์เชิงบวก มีความสัมพันธ์เชิงบวก มีความสัมพันธ์เชิงบวก

ตารางที่ 3 (ต่อ)

ผู้วิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการวิจัย
เครื่องมือที่ใช้ : ROA, ROE และ อัตราผลตอบแทนในรูป ของเงินปันผล	- คุณลักษณะของฝ่ายบริหาร		
Rhoades, Rechner, and Sundaramurthy (2000) ศึกษาถึงองค์ประกอบ ของคณะกรรมการและ ผลการดำเนินงานทาง การเงิน : วิเคราะห์ อภิมานของอิทธิพลของ กรรมการภายนอก	- องค์ประกอบคณะกรรมการ ภายในและภายนอก	ผลการดำเนินงาน ทางการเงิน	มีความสัมพันธ์เชิงบวก
เครื่องมือที่ใช้ : ROA ROE และกำไรต่อหุ้น			

3. งานวิจัยเกี่ยวกับมูลค่ากิจการ

Griffith (1999) ศึกษากรรมการผู้จัดการที่เป็นเจ้าของและมูลค่าบริษัท เป็นการทดสอบสมมติฐานที่ว่าจำนวนของกรรมการผู้จัดการที่เป็นเจ้าของมีอิทธิพลที่มีผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท มูลค่าบริษัทพบว่าไม่มีหน้าที่ของผู้จัดการที่เป็นเจ้าของเมื่อกรรมการผู้จัดการถูกแยกออกซึ่งให้เห็นว่ากรรมการผู้จัดการที่เป็นเจ้าของมีอิทธิพลกระทบบกับมูลค่าบริษัท โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 969 บริษัทเป็นข้อมูลจากฐานข้อมูลผู้บริหาร Standard and Poor's 1996 ระดับของกรรมการผู้จัดการที่เป็นเจ้าของหุ้นสามัญของบริษัทวัดจากกรรมการผู้จัดการที่เป็นเจ้าของ ผู้จัดการที่เป็นเจ้าของ และคณะกรรมการภายใน โดยการวัดมูลค่าของบริษัทใช้ Tobin's Q

จากการศึกษาพบว่ามีอิทธิพลระหว่างกรรมการผู้จัดการที่เป็นเจ้าของและมูลค่าของบริษัทเมื่อเจ้าของอยู่ในระดับต่ำ ค่า Tobin's Q จะเพิ่มสูงขึ้นเมื่อ CEO ที่มีความเป็นเจ้าของบริษัทมีค่าระหว่าง 0-15% และจะลดลงเมื่อ CEO ที่มีความเป็นเจ้าของบริษัทมีค่าสูงกว่า 50% ผลที่ได้ยังสอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่าถ้าระดับของเจ้าของอยู่ในระดับที่ต่ำจะมีรูปแบบต่างๆของ

ระเบียบวินัยการจัดการตลาดที่บังคับผู้จัดการให้เพิ่มความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น ดังนั้นกรรมการผู้จัดการที่เป็นเจ้าของจะมีอิทธิพลกระทบต่อมูลค่าบริษัทและไม่ใช้ผู้ถือหุ้นภายในหรือผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้จัดการอื่นๆ

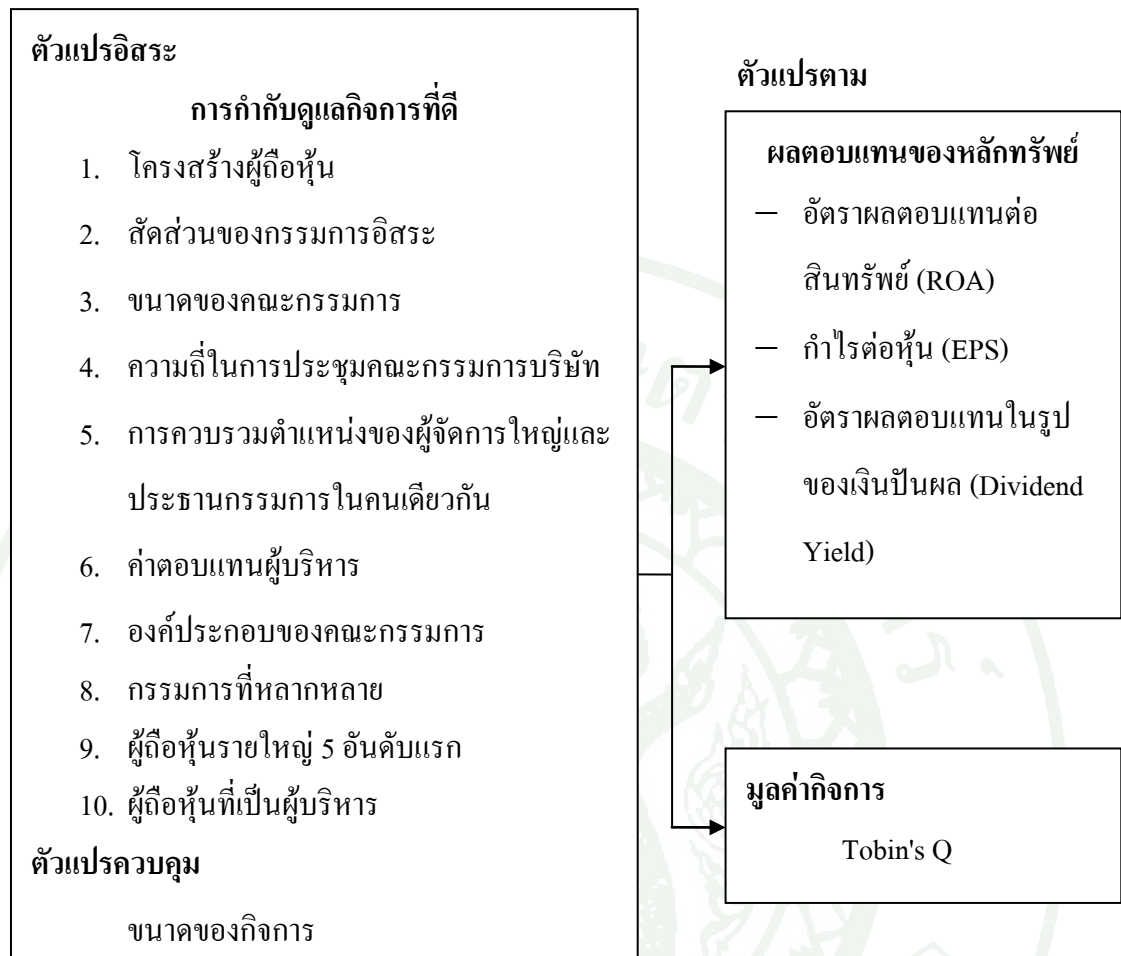
จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องด้านมูลค่ากิจการพบว่ากรรมการที่มีกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถวัดมูลค่ากิจการได้โดยใช้ Tobin's Q โดย Griffith (1999) ได้ศึกษากรรมการผู้จัดการที่เป็นเจ้าของและมูลค่าบริษัท ซึ่งใช้ Tobin's Q เป็นตัววัด พบว่ากรรมการผู้จัดการที่เป็นเจ้าของจะมีอิทธิพลกระทบต่อมูลค่าบริษัท ดังนั้นในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จึงนำ Tobin's Q มาใช้เป็นเครื่องมือในการวัดมูลค่ากิจการกับบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีว่ามีด้านใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับ Tobin's Q

ตารางที่ 4 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ

ผู้วิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการวิจัย
Griffith (1999) ศึกษากรรมการผู้จัดการที่เป็นเจ้าของและมูลค่าบริษัท	- กรรมการผู้จัดการที่เป็นเจ้าของ - ผู้จัดการที่เป็นเจ้าของ - คณะกรรมการภายใน	มูลค่าบริษัท	มีความสัมพันธ์เชิงบวก
เครื่องมือที่ใช้ :			
Tobin's Q			

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากแนวคิด ทฤษฎี และการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้นพบว่ากรรมการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการและมูลค่าของกิจการ โดยตัวแปรที่ใช้ในการวัดการกำกับดูแลส่วนใหญ่จะสอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2549 หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ เนื่องจากคณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ โดยศึกษาในส่วนของโครงสร้างคณะกรรมการ การประชุมคณะกรรมการและค่าตอบแทน ซึ่งสามารถวัดค่า และเก็บรวบรวมข้อมูลได้ง่ายเนื่องจากมีการเปิดเผยข้อมูลไว้ในตลาดหลักทรัพย์ ผู้วิจัยจึงทำการศึกษาดังต่อไปนี้



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่ามีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อมูลค่าตลาดและผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการศึกษากำกับดูแลกิจการที่ดีจากตัวแปรดังกล่าวข้างต้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

จากงานวิจัยของ Haniffa and Hudaib (2006) ศึกษาพบว่าขนาดคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่และการควมรวมตำแหน่งมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ส่วน Mehran (1995) พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนของค่าตอบแทนผู้บริหาร นอกจากนี้ Rhoades *et al.* (2000) พบว่าองค์ประกอบของคณะกรรมการ

บริษัทที่มีขนาดเล็กมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ จากความสัมพันธ์ดังกล่าวจึงพัฒนาสมมติฐานการวิจัยไว้ดังนี้

H_1 : การกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

$H_{1.1}$: โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

$H_{1.2}$: สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

$H_{1.3}$: ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

$H_{1.4}$: ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

$H_{1.5}$: การควมรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

$H_{1.6}$: ค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

$H_{1.7}$: องค์ประกอบของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

$H_{1.8}$: กรรมการที่หลากหลายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

$H_{1.9}$: ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

$H_{1.10}$: ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

จากงานวิจัยของ Aslam (2012) ศึกษาพบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีกำไรต่อหุ้นมาก จากความสัมพันธ์ดังกล่าวจึงพัฒนาสมมติฐานการวิจัยไว้ดังนี้

H_2 : การกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น

$H_{2.1}$: โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น

$H_{2.2}$: สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น

$H_{2.3}$: ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น

$H_{2.4}$: ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น

$H_{2.5}$: การควมรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น

$H_{2.6}$: ค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น

$H_{2.7}$: องค์ประกอบของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น

$H_{2.8}$: กรรมการที่หลากหลายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น

$H_{2.9}$: ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น

$H_{2.10}$: ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรต่อหุ้น

จากงานวิจัยของ Drobetz *et al.* (2003) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนของหุ้นที่คาดหวังพบว่าอัตราผลตอบแทนในรูปเงินปันผลที่ได้รับมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอันดับการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ Ongore and Obonyo (2011) ได้ศึกษาผลกระทบของการเลือกลักษณะการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างเจ้าของที่หลากหลายและผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล ดังนั้นงานวิจัยครั้งนี้จึงศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีว่ามีสมมติฐานใดที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล จากความสัมพันธ์ดังกล่าวจึงพัฒนาสมมติฐานการวิจัยไว้ดังนี้

H_3 : การกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

$H_{3.1}$: โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

$H_{3.2}$: สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

$H_{3.3}$: ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

$H_{3.4}$: ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

$H_{3.5}$: การรวบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

$H_{3.6}$: ค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

$H_{3.7}$: องค์ประกอบของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

$H_{3.8}$: กรรมการที่หลากหลายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

$H_{3.9}$: ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

$H_{3.10}$: ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

จากงานวิจัยของ Beiner *et al.* (2003) และ Haniffa and Hudaib (2006) พบว่าการกระจายความเป็นเจ้าของจะทำให้ค่า Tobin's Q สูง Kumar (2012) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกรรมการอิสระกับ Tobin's Q ส่วน Mehran (1995) พบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทชี้ให้เห็นว่า Tobin's Q มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนของค่าตอบแทนผู้บริหาร นอกจากนี้ Barnhart and Rosenstein (1998) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างองค์ประกอบคณะกรรมการกับ Tobin's Q จากความสัมพันธ์ดังกล่าวจึงพัฒนาสมมติฐานการวิจัยไว้ดังนี้

H_4 : การกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่า Tobin's Q

$H_{4.1}$: โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่า Tobin's Q

$H_{4.2}$: สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่า Tobin's Q

$H_{4.3}$: ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่า Tobin's Q

$H_{4.4}$: ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่า Tobin's Q

$H_{4.5}$: การรวบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการใน
คนเดียวกันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่า Tobin's Q

$H_{4.6}$: ค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่า Tobin's Q

$H_{4.7}$: องค์ประกอบของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่า Tobin's Q

$H_{4.8}$: กรรมการที่หลากหลายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่า Tobin's Q

$H_{4.9}$: ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่า Tobin's Q

$H_{4.10}$: ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่า Tobin's Q

บทที่ 3

วิธีการศึกษา

ในการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินในการคำนวณ ซึ่งประกอบด้วยขั้นตอนในการดำเนินงานวิจัยดังนี้

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงินและธนาคาร เนื่องจากธุรกิจการเงินมีโครงสร้างของธุรกิจและลักษณะการดำเนินงานที่แตกต่างจากกลุ่มธุรกิจประเภทอื่นๆ ซึ่งถ้านำมารวมคำนวณอาจทำให้ได้ผลการศึกษาที่คลาดเคลื่อนได้ ดังนั้นประชากรที่นำมาศึกษาจึงเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงเหลือ 7 กลุ่มอุตสาหกรรม จำนวนทั้งหมด 456 บริษัท (ข้อมูลจาก www.set.or.th)

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด 7 กลุ่มอุตสาหกรรม โดยหักบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานจำนวน 21 บริษัท และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จำนวน 40 บริษัท ดังนั้นจึงได้กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาทั้งหมดจำนวน 395 บริษัท เป็นบริษัทที่ดำเนินงานอยู่ในปี 2555 และมีการเปิดเผยข้อมูลที่ใช้ศึกษาไว้ครบถ้วนในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1)

ตารางที่ 5 จำนวนประชากรจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	43
2. ทรัพยากร	31
3. เทคโนโลยี	38
4. บริการ	93

ตารางที่ 5 (ต่อ)

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
5. สินค้าอุตสาหกรรม	80
6. สินค้าอุปโภคบริโภค	39
7. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	132
รวม	456
หัก บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน	(21)
กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	(40)
รวมทั้งหมด	395

การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งแหล่งข้อมูลหาได้จากฐานข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ประกอบด้วย

1. ข้อมูลในแบบแสดงรายการประจำปี 2555 (56-1) จากเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th)
2. แหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ข้อมูลที่มีผู้อื่นศึกษาและเก็บข้อมูลไว้จากหนังสือ วารสาร บทความงานวิจัย รวมถึงงานวิจัยทั้งในประเทศและต่างประเทศ

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามี 2 ประเภท คือ

1. ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) จำแนกได้ 2 ประเภท คือ ตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุมซึ่งเป็นตัวแปรที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตามนอกเหนือจากตัวแปรที่สนใจศึกษา
2. ตัวแปรตาม (Dependent Variables) คือ ตัวแปรที่ได้รับผลกระทบจากตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรที่สนใจศึกษา

1. **โครงสร้างผู้ถือหุ้น** เป็นร้อยละของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่โดยคำนวณจากสัดส่วนของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีสิทธิการออกเสียงมากกว่า 5% ซึ่งเป็นวิธีการคำนวณของ Beiner *et al.* (2003) ที่ได้ศึกษาขนาดคณะกรรมการเป็นอิสระกับวิธีการกำกับดูแลกิจการหรือไม่ จากกลุ่มตัวอย่างของสวิตพบว่า มีความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงาน ซึ่งการกระจายความเป็นเจ้าของจะทำให้ค่า Tobin's Q สูง จากการศึกษาของ Aslam (2012) ที่ใช้โครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นส่วนหนึ่งในการวัดการกำกับดูแลกิจการที่ดีพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างผลการดำเนินงานขององค์กรและการปฏิบัติตามการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ยังมีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างมูลค่าบริษัทและการกำกับดูแลกิจการ

2. **สัดส่วนของกรรมการอิสระ** เป็นสัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งเป็นวิธีการคำนวณเดียวกับ Kumar (2012) ที่ได้ทำการศึกษากรรมการภายนอก การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท ผลการศึกษาพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกรรมการอิสระกับมูลค่าบริษัทที่วัดโดย Tobin's Q ซึ่งตามหลักการกำกับดูแลกิจการ 2549 หมวดที่ 5 เรื่องความรับผิดชอบของคณะกรรมการระบุว่าคณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด แต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน

3. **ขนาดของคณะกรรมการ** เป็นจำนวนกรรมการทั้งหมดของคณะกรรมการบริษัท ซึ่ง Haniffa and Hudaib (2006) ได้ศึกษาถึงโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างขนาดคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่กับมูลค่าตลาดที่วัดโดย Tobin's Q และผลการดำเนินงานทางบัญชีที่วัดโดย ROA ซึ่งสอดคล้องกับ Beiner *et al.* (2003) ที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการขนาดใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q ซึ่งตามหลักการกำกับดูแลกิจการ 2549 หมวดที่ 5 เรื่องความรับผิดชอบของคณะกรรมการระบุว่าคณะกรรมการควรกำหนดจำนวนกรรมการที่ควรจะมีและองค์ประกอบที่ควรจะเป็นของคณะกรรมการด้วยความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น

4. **ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท** เป็นจำนวนครั้งในการประชุมต่อปี ซึ่งเป็นการคำนวณที่ Vafeas (1999) ใช้ศึกษาความถี่ในการประชุมคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัท จากการศึกษาพบว่าความถี่ของการประชุมคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการซึ่งชี้ให้เห็นว่าความถี่ในการประชุมคณะกรรมการที่มีความถี่สูงแสดงถึงผลการดำเนินงานที่ไม่ดีที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ซึ่งตามหลักการกำกับดูแลกิจการ 2549 หมวดที่ 5 เรื่องความรับผิดชอบของคณะกรรมการระบุว่าจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการควรพิจารณาให้เหมาะสมกับภาระหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการและลักษณะการดำเนินงานธุรกิจของบริษัท

5. **การรวบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกัน** เป็นการศึกษาเชิงคุณภาพของข้อมูลวัดโดยกำหนดให้บริษัทที่มีการรวบรวมตำแหน่งเท่ากับ 1 และบริษัทที่ไม่มีการรวบรวมตำแหน่งเท่ากับ 0 เป็นการวัดเช่นเดียวกับที่ Haniffa and Hudaib (2006) ได้ศึกษาถึงโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย พบว่าการรวบรวมตำแหน่งมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานทางบัญชีโดยการแยกตำแหน่งเป็นสองบทบาทจะทำให้มีผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับการรวบรวมตำแหน่งในคนเดียวกัน

6. **ค่าตอบแทนผู้บริหาร** เป็นการศึกษาข้อมูลจากแบบ 56-1 ณ สิ้นรอบบัญชีของแต่ละปี โดยเลือกค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินตามที่ อภิชาติ ไตรุง และ ศิลปพร ศรีจันเพชร (2553) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับค่าตอบแทนกรรมการ ซึ่งค่าตอบแทนผู้บริหารจากการศึกษาของ Mehran (1995) พบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทชี้ให้เห็นว่าทั้ง Tobin's Q และ ROA มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนของค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งค่าตอบแทนผู้บริหารเป็นส่วนหนึ่งของหมวดที่ 5 เรื่องความรับผิดชอบของคณะกรรมการตามหลักการกำกับดูแลกิจการ 2549 ในส่วนของค่าตอบแทนที่ระบุว่าค่าตอบแทนของกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงควรเป็นไปตามหลักการและนโยบายที่คณะกรรมการกำหนดภายในกรอบที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุม ผู้ถือหุ้น และเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทโดยระดับค่าตอบแทนที่เป็นเงินเดือน โบนัส และผลตอบแทนจากใจควรสอดคล้องกับผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน

7. **องค์ประกอบของคณะกรรมการ** เป็นสัดส่วนกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารต่อกรรมการทั้งหมดของคณะกรรมการบริษัท การคำนวณเช่นเดียวกับ Haniffa and Hudaib (2006) ที่ศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศ

มาเลเซีย จากการศึกษาของ Rhoades *et al.* (2000) พบว่าองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดเล็กมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดโดย ROA และ ROE ซึ่ง Barnhart and Rosenstein (1998) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างองค์ประกอบคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดย Tobin's Q

8. กรรมการที่หลากหลาย เป็นสัดส่วนกรรมการในบริษัทอื่นต่อกรรมการทั้งหมดของคณะกรรมการบริษัท การคำนวณเช่นเดียวกับ Haniffa and Hudaib (2006) ที่ศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างกรรมการที่หลากหลายและประสิทธิภาพของตลาดที่วัดโดย Tobin's Q เป็นผลเชิงลบแสดงถึงประสิทธิภาพของตลาดที่ดีขึ้นเมื่อเสียงส่วนใหญ่ของกรรมการในคณะกรรมการไม่ได้เป็นกรรมการที่อื่นเพิ่มเติม และจากการศึกษาของ Latif *et al.* (2013) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างความหลากหลายของกรรมการผู้บริหารกับผลการดำเนินงานการตลาดของบริษัทวัดโดยมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ซึ่งตามหลักการกำกับดูแลกิจการ 2549 หมวดที่ 5 เรื่องความรับผิดชอบของคณะกรรมการระบุว่าประสิทธิภาพของการปฏิบัติหน้าที่ในฐานะกรรมการบริษัทอาจลดลง หากจำนวนบริษัทที่กรรมการไปดำรงตำแหน่งมีมากเกินไปควรพิจารณาประสิทธิภาพการทำงานของกรรมการที่ดำรงตำแหน่งหลายบริษัทอย่างรอบคอบหรือควรกำหนดจำนวนบริษัทที่กรรมการแต่ละคนจะไปดำรงตำแหน่งให้เหมาะสมและควรเปิดเผยข้อมูลการดำรงตำแหน่งของกรรมการแต่ละคนให้ผู้ถือหุ้นทราบ

9. ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก เป็นสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด 5 อันดับต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท การคำนวณเช่นเดียวกับ Haniffa and Hudaib (2006) ที่ศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย พบว่ามีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าตลาดที่วัดโดย Tobin's Q แสดงให้เห็นว่า Tobin's Q จะมีค่าสูงเมื่อมีการกระจายความเป็นเจ้าของหุ้นมากขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีที่วัดโดย ROA

10. ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร เป็นสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยกรรมการผู้บริหารของบริษัท เป็นกลุ่มต่อจำนวนหุ้นทั้งหมด การคำนวณเช่นเดียวกับ Haniffa and Hudaib (2006) ที่ศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศ

มาเลเซีย พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางบัญชีที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

ตัวแปรอิสระ : ตัวแปรควบคุม

ขนาดของกิจการ Aslam (2012) และ Kumar (2012) ใช้เป็นตัวแปรควบคุมในการศึกษาเป็นสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการเพื่อลดความแตกต่างของตัวแปร โดยการคำนวณขนาดของกิจการจะคำนวณจากค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม

ตัวแปรตาม

การวัดผลตอบแทนหลักทรัพย์สามารถวัดได้จากการวัดผลการดำเนินงาน มูลค่าของบริษัท และวัดจากผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่นักลงทุนได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไรจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) รวมถึงการวัดอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล (Dividend Yield) ที่นักลงทุนใช้คาดการณ์เงินปันผลที่จะได้รับจากการลงทุน และคำนวณหากำไรต่อหุ้น (EPS) เพื่อใช้ในการวิเคราะห์การลงทุนในอนาคต และการวัดมูลค่าบริษัทด้วย Tobin's Q จำนวนได้ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market value of equity} + \text{Preferred stock} + \text{Debt}}{\text{Total Assets}}$$

โดยที่

Market value of equity	= ราคาตลาดของหุ้นสามัญ x จำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น
Preferred stock	= มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ
Debt	= มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียน + มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว
Total Assets	= มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ทั้งหมด

ตารางที่ 6 สรุปรายละเอียดของตัวแปร

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า
ตัวแปรที่สนใจศึกษา		
1. โครงสร้างผู้ถือหุ้น	OWNERSHIP	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีสิทธิการออกเสียงมากกว่า 5%
2. สัดส่วนของกรรมการอิสระ	OUTSIDER	สัดส่วนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดของคณะกรรมการบริษัท
3. ขนาดของคณะกรรมการ	BSIZE	จำนวนกรรมการทั้งหมดของคณะกรรมการบริษัท
4. ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท	MEETING	จำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการบริษัทต่อปี
5. การควมรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกัน	DUAL	บุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการกับประธานกรรมการ (ควมรวมตำแหน่งเท่ากับ 1 และไม่มีการควมรวมตำแหน่งเท่ากับ 0)
6. ค่าตอบแทนผู้บริหาร	COMPEN	จำนวนค่าตอบแทนของผู้บริหารที่เป็นตัวเงิน (ข้อมูลจากแบบ 56-1 ณ สิ้นรอบบัญชี)
7. องค์ประกอบของคณะกรรมการ	BODCOM	สัดส่วนกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารต่อกรรมการทั้งหมดของคณะกรรมการบริษัท
8. กรรมการที่หลากหลาย	MDIR	สัดส่วนกรรมการที่ดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทอื่นต่อกรรมการทั้งหมดของคณะกรรมการบริษัท
9. ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก	TOP5	สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด 5 อันดับต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า
10. ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร	MOWN	สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้บริหารของบริษัทต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท
ตัวแปรควบคุม		
ขนาดของกิจการ	FSIZE	ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท
ตัวแปรตาม		
1. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (%)	ROA	สัดส่วนของกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท
2. กำไรต่อหุ้น (บาท)	EPS	สัดส่วนของกำไรสุทธิต่อจำนวนหุ้น
3. อัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล (%)	DY	สัดส่วนของมูลค่าเงินปันผลรวมยึดตามรอบผลประกอบการประจำปีต่อราคาปิดของหุ้นสามัญ x (จำนวนหุ้นสามัญ - จำนวนหุ้นซื้อคืน)
4. Tobin's Q (%)	Tobin's Q	สัดส่วนของมูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ โดยคำนวณมูลค่าทางการตลาดขององค์กรจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญและจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ)

ตารางที่ 6 (ต่อ)

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า
		และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน หมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์ หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของ หนี้สินระยะยาว) และใช้มูลค่าตาม บัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยน แทนของสินทรัพย์

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้แบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็นสองส่วน ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา และ สถิติเชิงอนุมาน นอกจากนี้ยังใช้โปรแกรมสำเร็จรูปเพื่อคำนวณทางสถิติ SPSS ช่วยในการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติพื้นฐาน โดยวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรในรูปความถี่ ร้อยละ ค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุดและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics)

ใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีตัวแปรอิสระ 2 ตัวขึ้นไป และการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) เพื่อวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ของตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางใด

บทที่ 4

ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์

ในบทนี้เป็นการนำเสนอผลงานวิจัยที่ได้จากการรวบรวมข้อมูลเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการ แบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน คือ ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา และผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา

ในส่วนนี้เป็นผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ที่ใช้สรุปลักษณะของข้อมูลที่เก็บรวบรวมจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยนำเสนอการแจกแจงความถี่ ร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งอธิบายข้อมูลได้ดังนี้

สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่เป็นตัวแปรเชิงปริมาณ

ตารางที่ 7 การแจกแจงความถี่ ร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

(n = 395)

ตัวแปร	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
OWNERSHIP (%)	54.8681	56.8300	20.05586	0.00	97.99
OUTSIDER (%)	40.2057	37.5000	8.52933	20.00	75.00
BSIZE (คน)	10.39	10.00	2.671	5	21
MEETING (ครั้ง)	7.32	6.00	3.618	2	21
COMPEN (พันบาท)	37,320.749	25,692.524	40,747.420	1,434.875	416,056.667
BODCOM (%)	45.6739	44.4400	22.64481	0.00	100.00
MDIR (%)	59.4642	64.2900	26.96517	0.00	100.00
TOP5 (%)	61.2784	62.5500	18.73185	0.93	99.82
MOWN (%)	12.5689	3.2600	17.43334	0.00	75.69

จากตารางที่ 7 พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้น (OWNERSHIP) ซึ่งเก็บข้อมูลจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีสิทธิการออกเสียงมากกว่า 5 % มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 54.86 เปอร์เซ็นต์

แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ยเป็นแบบกระจุกตัวซึ่งมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพียงน้อยรายมีสิทธิในการออกเสียงเพียงพอที่จะควบคุมกิจการ และพบโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่ำสุดอยู่ที่ 0 เปอร์เซ็นต์ และค่าสูงสุด 97.99 เปอร์เซ็นต์

สัดส่วนของกรรมการอิสระ (OUTSIDER) ซึ่งเก็บข้อมูลจากสัดส่วนของกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดของคณะกรรมการบริษัทพบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 40.20 เปอร์เซ็นต์ และพบสัดส่วนกรรมการอิสระต่ำสุดอยู่ที่ 20 เปอร์เซ็นต์ ค่าสูงสุดอยู่ที่ 75 เปอร์เซ็นต์

ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) ซึ่งเก็บข้อมูลจากจำนวนคณะกรรมการทั้งหมดของคณะกรรมการบริษัทพบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 10.39 คน และพบว่าขนาดของคณะกรรมการมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 5 คน ค่าสูงสุดอยู่ที่ 21 คน

ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท (MEETING) ซึ่งเก็บข้อมูลจากจำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการบริษัทต่อปีพบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 7.32 ครั้งต่อปี มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 2 ครั้งต่อปี และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 21 ครั้งต่อปี

ค่าตอบแทนผู้บริหาร (COMPEN) ซึ่งเก็บข้อมูลจากจำนวนค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงิน พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 37,320,750 บาท มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 1,434,880 บาท และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 416,056,670 บาท

องค์ประกอบของคณะกรรมการ (BODCOM) ซึ่งเก็บข้อมูลจากจำนวนกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดของคณะกรรมการบริษัทพบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 45.67 เปอร์เซ็นต์ มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0 เปอร์เซ็นต์ และค่าสูงสุดอยู่ที่ 100 เปอร์เซ็นต์

กรรมการที่หลากหลาย (MDIR) ซึ่งเก็บข้อมูลจากจำนวนกรรมการในบริษัทอื่นต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดของคณะกรรมการบริษัทพบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 59.46 เปอร์เซ็นต์ มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0 เปอร์เซ็นต์ และค่าสูงสุดอยู่ที่ 100 เปอร์เซ็นต์

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก (TOP5) ซึ่งเก็บข้อมูลจากจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด 5 อันดับแรกต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 61.28 เปอร์เซ็นต์ มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.93 เปอร์เซ็นต์ และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 99.82 เปอร์เซ็นต์

ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร (MOWN) ซึ่งเก็บข้อมูลจากจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้บริหารของบริษัท ต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 12.57 เปอร์เซ็นต์ มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0 เปอร์เซ็นต์ และค่าสูงสุดอยู่ที่ 75.69 เปอร์เซ็นต์

จากการวิเคราะห์ข้อมูลในเชิงปริมาณข้างต้นเพื่อให้เข้าใจว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีปี 2549 จึงแสดงรายละเอียดจำนวน และร้อยละของบริษัทตามตัวแปรที่ใช้แทนหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีแต่ละตัวแปรดังนี้

1) โครงสร้างผู้ถือหุ้น

ในทางปฏิบัติโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีส่วนอยู่ระหว่างร้อยละ 0-97.99 ซึ่งเป็นสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิการออกเสียงมากกว่า 5 เปอร์เซ็นต์ ดังนั้นจึงเก็บรวบรวมข้อมูลและแสดงรายละเอียดข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2555 ออกเป็นช่วงความถี่ดังตารางที่ 8

ตารางที่ 8 ข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้น

(n = 395)		
โครงสร้างผู้ถือหุ้น	จำนวน	ร้อยละ
น้อยกว่าเท่ากับร้อยละ 25	30	7.59
ร้อยละ 26-50	119	30.13
ร้อยละ 51-75	193	48.86
มากกว่าร้อยละ 75	53	13.42

จากตารางที่ 8 ช่วงความถี่ร้อยละที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นมากที่สุดคือ ช่วงร้อยละ 51-75 และรองลงมาคือ ช่วงร้อยละ 26-50 แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนโดยส่วนใหญ่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นร้อยละ 51-75

2) สัดส่วนของกรรมการอิสระ

ในทางปฏิบัติสัดส่วนของกรรมการอิสระมีส่วนอยู่ระหว่างร้อยละ 20-75 โดยตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีระบุว่าคณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย

1 ใน 3 ของกรรมการทั้งคณะ แต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน ดังนั้นจึงเก็บรวบรวมข้อมูลและแสดงรายละเอียดข้อมูลสัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2555 ออกเป็นช่วงความถี่ดังตารางที่ 9

ตารางที่ 9 ข้อมูลสัดส่วนของกรรมการอิสระ

(n = 395)

สัดส่วนกรรมการอิสระ	จำนวน	ร้อยละ
น้อยกว่าร้อยละ 33	12	3.04
ร้อยละ 33-50	350	88.61
มากกว่าร้อยละ 50	33	8.35

จากตารางที่ 9 ช่วงความถี่ร้อยละที่มีสัดส่วนของกรรมการอิสระมากที่สุดคือ ช่วงร้อยละ 33-50 และรองลงมาคือ ช่วงมากกว่าร้อยละ 50 แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนโดยส่วนใหญ่มีการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 2549

3) ขนาดของคณะกรรมการ

ในทางปฏิบัติขนาดของคณะกรรมการอยู่มีค่าระหว่าง 5-21 คน โดยตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีระบุว่าคณะกรรมการควรกำหนดจำนวนกรรมการที่ควรจะมีและองค์ประกอบที่ควรจะเป็นของคณะกรรมการด้วยความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นตามความเหมาะสม ดังนั้นจึงเก็บรวบรวมข้อมูลและแสดงรายละเอียดข้อมูลขนาดของคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2555 ออกเป็นช่วงความถี่ดังตารางที่ 10

ตารางที่ 10 ข้อมูลขนาดของคณะกรรมการ

(n = 395)

ขนาดของคณะกรรมการ	จำนวน	ร้อยละ
5-10 คน	275	69.62
11-15 คน	112	28.35
16-21 คน	8	2.03

จากตารางที่ 10 ช่วงความถี่ร้อยละที่มีขนาดของคณะกรรมการมากที่สุดคือ ช่วงจำนวน 5-10 คน และรองลงมาคือ ช่วงจำนวน 11-15 คน แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนโดยส่วนใหญ่มีขนาดของคณะกรรมการของบริษัทจำนวน 5-10 คน

4) ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท

ในทางปฏิบัติความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีค่าอยู่ระหว่าง 2-21 ครั้งต่อปี โดยตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีระบุว่าจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการควรพิจารณาให้เหมาะสมกับภาระหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท ดังนั้นจึงเก็บรวบรวมข้อมูลและแสดงรายละเอียดข้อมูลความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2555 ออกเป็นช่วงความถี่ดังตารางที่ 11

ตารางที่ 11 ข้อมูลความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท

(n = 395)		
ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท	จำนวน	ร้อยละ
2-8 ครั้ง	295	74.68
9-15 ครั้ง	90	22.78
16-21 ครั้ง	10	2.53

จากตารางที่ 11 ช่วงความถี่ร้อยละที่มีความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทมากที่สุดคือ ช่วงจำนวน 2-8 ครั้งต่อปี และรองลงมาคือ ช่วงจำนวน 9-15 ครั้งต่อปี แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนโดยส่วนใหญ่มีความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทจำนวน 2-8 ครั้งต่อปี

5) ค่าตอบแทนผู้บริหาร

ในทางปฏิบัติค่าตอบแทนผู้บริหารมีค่าอยู่ระหว่าง 1,434,875 ถึง 416,056,667 บาท โดยตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีระบุว่าค่าตอบแทนผู้บริหารควรเป็นไปตามหลักการและนโยบายที่คณะกรรมการกำหนดภายในกรอบที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ระดับค่าตอบแทนที่เป็นเงินเดือน โบนัส และผลตอบแทนอื่นๆ ควรสอดคล้องกับผลงานของบริษัทและผลการปฏิบัติงาน

ของผู้บริหารแต่ละคน ดังนั้นจึงเก็บรวบรวมข้อมูลและแสดงรายละเอียดค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2555 ออกเป็นช่วงความถี่ดังตารางที่ 12

ตารางที่ 12 ข้อมูลค่าตอบแทนผู้บริหาร

(n = 395)

ค่าตอบแทนผู้บริหาร (พันบาท)	จำนวน	ร้อยละ
1,000 - 125,000	383	96.96
125,001-250,000	10	2.53
250,001-375,000	1	0.25
375,001-500,000	1	0.25

จากตารางที่ 12 ช่วงความถี่ร้อยละที่มีค่าตอบแทนผู้บริหารมากที่สุดคือช่วงจำนวน 1,000,000 ถึง 125,000,000 บาทต่อปี และรองลงมาคือ ช่วงจำนวน 125,000,001 ถึง 250,000,000 บาทต่อปี แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนโดยส่วนใหญ่มีค่าตอบแทนผู้บริหารจำนวน 1,000,000 ถึง 125,000,000 บาทต่อปี

6) องค์ประกอบของคณะกรรมการ

ในทางปฏิบัติองค์ประกอบคณะกรรมการมีสัดส่วนอยู่ระหว่างร้อยละ 0-100 ซึ่งองค์ประกอบของคณะกรรมการคำนวณจากสัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร โดยตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่มีการระบุสัดส่วนของกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารไว้ โดยกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารประกอบด้วยกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่ใช่กรรมการอิสระซึ่งไม่ได้ดำรงตำแหน่งผู้บริหารและไม่มีส่วนเกี่ยวข้องในการบริหารงานของบริษัท ดังนั้นกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารก็ควรจะมีสัดส่วนเช่นเดียวกับกรรมการอิสระคือ 1 ใน 3 หรือร้อยละ 33 ดังนั้นจึงเก็บรวบรวมข้อมูลและแสดงรายละเอียดข้อมูลองค์ประกอบคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2555 ออกเป็นช่วงความถี่ดังตารางที่ 13

ตารางที่ 13 ข้อมูลองค์ประกอบของคณะกรรมการ

(n = 395)

องค์ประกอบคณะกรรมการ	จำนวน	ร้อยละ
น้อยกว่าร้อยละ 33	107	27.09
ร้อยละ 33-50	138	34.94
ร้อยละ 51-75	110	27.85
มากกว่าร้อยละ 75	40	10.13

จากตารางที่ 13 ช่วงความถี่ร้อยละที่มีองค์ประกอบคณะกรรมการมากที่สุดคือ ช่วงร้อยละ 33-50 และรองลงมาคือ ช่วงร้อยละ 51-75 แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนโดยส่วนใหญ่มีองค์ประกอบคณะกรรมการร้อยละ 33-50

7) กรรมการที่หลากหลาย

ในทางปฏิบัติกรรมการที่หลากหลายมีสัดส่วนอยู่ระหว่างร้อยละ 0-100 ซึ่งตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีระบุว่าควรกำหนดจำนวนบริษัทที่กรรมการแต่ละคนจะไปดำรงตำแหน่งให้เหมาะสมกับลักษณะหรือสภาพธุรกิจของบริษัท เนื่องจากหากจำนวนบริษัทที่กรรมการไปดำรงตำแหน่งมีมากเกินไปอาจทำให้ประสิทธิภาพในการปฏิบัติหน้าที่ลดลง ดังนั้นจึงเก็บรวบรวมข้อมูลและแสดงรายละเอียดข้อมูลกรรมการที่หลากหลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2555 ออกเป็นช่วงความถี่ดังตารางที่ 14

ตารางที่ 14 ข้อมูลกรรมการที่หลากหลาย

(n = 395)

กรรมการที่หลากหลาย	จำนวน	ร้อยละ
น้อยกว่าเท่ากับร้อยละ 25	54	13.67
ร้อยละ 26-50	98	24.81
ร้อยละ 51-75	117	29.62
มากกว่าร้อยละ 75	126	31.90

จากตารางที่ 14 ช่วงความถี่ร้อยละที่มีกรรมการที่หลากหลายมากที่สุดคือ ช่วงมากกว่าร้อยละ 75 และรองลงมาคือ ช่วงร้อยละ 51-75 แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนโดยส่วนใหญ่มีกรรมการที่หลากหลายมากกว่าร้อยละ 75

8) ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก

ในทางปฏิบัติผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีสัดส่วนอยู่ระหว่างร้อยละ 0.93-99.82 ดังนั้นจึงเก็บรวบรวมข้อมูลและแสดงรายละเอียดข้อมูลผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2555 ออกเป็นช่วงความถี่ดังตารางที่ 15

ตารางที่ 15 ข้อมูลผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก

(n = 395)

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก	จำนวน	ร้อยละ
น้อยกว่าเท่ากับร้อยละ 25	11	2.78
ร้อยละ 26-50	101	25.57
ร้อยละ 51-75	188	47.59
มากกว่าร้อยละ 75	95	24.05

จากตารางที่ 15 ช่วงความถี่ร้อยละที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมากที่สุดคือ ช่วงร้อยละ 51-75 และรองลงมาคือ ช่วงร้อยละ 26-50 แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนโดยส่วนใหญ่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกแบบกระจุกตัวร้อยละ 51-75

9) ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร

ในทางปฏิบัติผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีสัดส่วนอยู่ระหว่างร้อยละ 0-75.69 ซึ่งตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีระบุว่าผู้ถือหุ้นควรปราศจากอำนาจควบคุม และมีความโปร่งใสเพื่อสร้างความมั่นใจให้กับบุคคลภายนอก ดังนั้นจึงเก็บรวบรวมข้อมูลและแสดงรายละเอียดข้อมูลผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2555 ออกเป็นช่วงความถี่ดังตารางที่ 16

ตารางที่ 16 ข้อมูลผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร

(n = 395)

ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร	จำนวน	ร้อยละ
น้อยกว่าเท่ากับร้อยละ 25	315	79.75
ร้อยละ 26-50	57	14.43
ร้อยละ 51-75	22	5.57
มากกว่าร้อยละ 75	1	0.25

จากตารางที่ 16 ช่วงความถี่ร้อยละที่มีผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมากที่สุดคือ ช่วงน้อยกว่าเท่ากับร้อยละ 25 และรองลงมาคือ ช่วงร้อยละ 26-50 แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนโดยส่วนใหญ่มีผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารน้อยกว่าเท่ากับร้อยละ 25 เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่เป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ

ตารางที่ 17 การแจกแจงความถี่ ร้อยละของการรวบรวมตำแหน่ง

(n = 395)

การรวบรวมตำแหน่ง	จำนวน	ร้อยละ
ไม่รวบรวมตำแหน่ง (0)	358	90.6
รวบรวมตำแหน่ง (1)	37	9.4

จากตารางที่ 17 แสดงการรวบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกันพบว่าบริษัทส่วนใหญ่ไม่มีการรวบรวมตำแหน่งระหว่างกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการร้อยละ 90.6 ซึ่งตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2549 ระบุว่าควรมีการแบ่งแยกอำนาจหน้าที่ระหว่างกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการให้ชัดเจน เพื่อให้บุคคลใดบุคคลหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน

การวิเคราะห์ข้อมูลในส่วนนี้เป็นการนำเสนอผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics) โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไป และการวิเคราะห์

สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางใด โดยมีตัวแบบที่ใช้ในการวิจัยแสดงได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{ตัวแบบที่ 1 : } ROA_{i+t} = & \beta_0 + \beta_1 OWNERSHIP_{i+t} + \beta_2 OUTSIDER_{i+t} + \beta_3 BSIZE_{i+t} + \\ & \beta_4 MEETING_{i+t} + \beta_5 DUAL_{i+t} + \beta_6 COMPEN_{i+t} + \beta_7 BODCOM_{i+t} + \\ & \beta_8 MDIR_{i+t} + \beta_9 TOP5_{i+t} + \beta_{10} MOWN_{i+t} + \beta_{11} InFSIZE_{i+t} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ตัวแบบที่ 2 : } EPS_{i+t} = & \beta_0 + \beta_1 OWNERSHIP_{i+t} + \beta_2 OUTSIDER_{i+t} + \beta_3 BSIZE_{i+t} + \\ & \beta_4 MEETING_{i+t} + \beta_5 DUAL_{i+t} + \beta_6 COMPEN_{i+t} + \beta_7 BODCOM_{i+t} + \\ & \beta_8 MDIR_{i+t} + \beta_9 TOP5_{i+t} + \beta_{10} MOWN_{i+t} + \beta_{11} InFSIZE_{i+t} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ตัวแบบที่ 3 : } DY_{i+t} = & \beta_0 + \beta_1 OWNERSHIP_{i+t} + \beta_2 OUTSIDER_{i+t} + \beta_3 BSIZE_{i+t} + \\ & \beta_4 MEETING_{i+t} + \beta_5 DUAL_{i+t} + \beta_6 COMPEN_{i+t} + \beta_7 BODCOM_{i+t} + \\ & \beta_8 MDIR_{i+t} + \beta_9 TOP5_{i+t} + \beta_{10} MOWN_{i+t} + \beta_{11} InFSIZE_{i+t} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ตัวแบบที่ 4 : Tobin's } Q_{i+t} = & \beta_0 + \beta_1 OWNERSHIP_{i+t} + \beta_2 OUTSIDER_{i+t} + \beta_3 BSIZE_{i+t} + \\ & \beta_4 MEETING_{i+t} + \beta_5 DUAL_{i+t} + \beta_6 COMPEN_{i+t} + \beta_7 BODCOM_{i+t} + \\ & \beta_8 MDIR_{i+t} + \beta_9 TOP5_{i+t} + \beta_{10} MOWN_{i+t} + \beta_{11} InFSIZE_{i+t} \end{aligned}$$

โดยที่

ROA_{i+t}	คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
EPS_{i+t}	คือ กำไรต่อหุ้น
DY_{i+t}	คือ อัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล
Tobin's Q_{i+t}	คือ ใช้เป็นตัววัดมูลค่ากิจการ
$OWNERSHIP_{i+t}$	คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้น
$OUTSIDER_{i+t}$	คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ
$BSIZE_{i+t}$	คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท
$MEETING_{i+t}$	คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท
$DUAL_{i+t}$	คือ การควบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธาน คณะกรรมการในคนเดียวกัน
$COMPEN_{i+t}$	คือ ค่าตอบแทนผู้บริหาร
$BODCOM_{i+t}$	คือ องค์ประกอบของคณะกรรมการ
$MDIR_{i+t}$	คือ กรรมการที่หลากหลาย
$TOP5_{i+t}$	คือ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก

$MOWN_{i+t}$	คือ ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร
$lnFSIZE_{i+t}$	คือ ขนาดของกิจการ
β_0 ถึง β_{11}	คือ ค่าสัมประสิทธิ์

1. วิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 18 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ตามตัวแบบที่ 1

(n = 395)

Model	Coefficients		Std. Error	t-value	Sig.
	B	Beta			
(Constant)	0.204		12.019	0.017	0.986
OWNERSHIP	0.043	0.062	0.093	0.460	0.646
OUTSIDER	-0.117	-0.072	0.089	-1.311	0.191
BSIZE	0.230	0.044	0.299	0.769	0.442
MEETING	-0.170	-0.045	0.198	-0.861	0.390
DUAL	-0.249	-0.005	2.391	-0.104	0.917
COMPEN	0.000	0.091	0.000	1.478	0.140
BODCOM	0.052	0.086	0.032	1.635	0.103
MDIR	0.014	0.028	0.027	0.537	0.592
TOP5	0.000	0.000	0.100	0.002	0.999
MOWN	0.114	0.144	0.043	2.651	0.008*
lnFSIZE	0.208	0.024	0.585	0.355	0.723

$R^2 = 0.054$ Adjusted $R^2 = 0.027$ F-value = 1.989 Sig. F = 0.028

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 18 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ พบว่าโดยรวมมีค่า P-value หรือ Sig. F อยู่ที่ 0.028 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 ค่าสถิติดังกล่าวใช้ทดสอบสมมติฐานที่ว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระ อย่างน้อยหนึ่งตัวที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม จากผลการทดสอบเมื่อพิจารณาตัวแปรแต่ละตัว พบเพียงผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

ทางสถิติ ส่วนตัวแปรอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ เมื่อพิจารณาค่า R^2 พบความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารที่มีต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เท่ากับ 5.4% และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเท่ากับ 0.027 โดยพิจารณาจากค่า Adjusted R^2 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ได้ 2.7%

ตารางที่ 19 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับกำไรต่อหุ้น (EPS)
ตามตัวแบบที่ 2

(n = 395)

Model	Coefficients		Std. Error	t-value	Sig.
	B	Beta			
(Constant)	-6.378		8.166	-0.781	0.435
OWNERSHIP	0.023	0.050	0.063	0.368	0.713
OUTSIDER	0.000	0.000	0.060	-0.001	0.999
BSIZE	0.420	0.120	0.203	2.068	0.039*
MEETING	0.084	0.033	0.134	0.627	0.531
DUAL	0.025	0.001	1.625	0.015	0.988
COMPEN	0.000	0.042	0.000	0.675	0.500
BODCOM	0.019	0.047	0.022	0.894	0.372
MDIR	-0.027	-0.078	0.018	-1.485	0.138
TOP5	0.018	0.037	0.068	0.268	0.788
MOWN	-0.032	-0.059	0.029	-1.087	0.278
lnFSIZE	0.110	0.019	0.398	0.278	0.781

$R^2 = 0.044$ Adjusted $R^2 = 0.017$ F-value = 1.605 Sig. F = 0.095

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 19 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับกำไรต่อหุ้น พบว่าโดยรวมมีค่า P-value หรือ Sig. F อยู่ที่ 0.095 ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 เมื่อพิจารณาตัวแปรแต่ละตัวพบเพียงขนาดของคณะกรรมการที่มีความสัมพันธ์กับกำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนตัวแปรอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับกำไรต่อหุ้น เมื่อพิจารณาค่า R^2 พบความสัมพันธ์ของขนาดของคณะกรรมการที่มีต่อ

กำไรต่อหุ้นเท่ากับ 4.4% และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ เท่ากับ 0.017 โดยพิจารณาจากค่า Adjusted R² ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าขนาดของคณะกรรมการสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นได้ 1.7%

ตารางที่ 20 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล (Dividend Yield) ตามตัวแบบที่ 3

(n = 395)

Model	Coefficients		Std. Error	t-value	Sig.
	B	Beta			
(Constant)	1.068		2.151	0.497	0.620
OWNERSHIP	0.000	-0.003	0.017	-0.019	0.985
OUTSIDER	0.008	0.029	0.016	0.532	0.595
BSIZE	0.101	0.108	0.053	1.884	0.060
MEETING	-0.102	-0.149	0.035	-2.886	0.004*
DUAL	0.237	0.028	0.428	0.554	0.580
COMPEN	0.000	0.059	0.000	0.954	0.341
BODCOM	0.001	0.011	0.006	0.212	0.832
MDIR	0.006	0.062	0.005	1.197	0.232
TOP5	0.016	0.121	0.018	0.890	0.374
MOWN	0.006	0.043	0.008	0.796	0.427
InFSIZE	-0.038	-0.024	0.105	-0.360	0.719

R² = 0.058 Adjusted R² = 0.031 F-value = 2.158 Sig. F = 0.016

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 20 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล พบว่าโดยรวมมีค่า P-value หรือ Sig. F อยู่ที่ 0.016 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 ค่าสถิติดังกล่าวใช้ทดสอบสมมติฐานที่ว่ามีความสัมพันธ์อย่างหนึ่งตัวที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม จากผลการทดสอบเมื่อพิจารณาตัวแปรแต่ละตัวพบเพียงความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนตัวแปรอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล เมื่อพิจารณาค่า R² พบความสัมพันธ์ของความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

การประชุมคณะกรรมการบริษัทที่มีต่ออัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลเท่ากับ 5.8% และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ เท่ากับ 0.031 โดยพิจารณาจากค่า Adjusted R^2 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลได้ 3.1%

ตารางที่ 21 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย

Tobin's Q ตามตัวแบบที่ 4

(n = 395)

Model	Coefficients		Std. Error	t-value	Sig.
	B	Beta			
(Constant)	4.556		1.256	3.626	0.000
OWNERSHIP	-0.005	-0.071	0.010	-0.523	0.601
OUTSIDER	-0.001	-0.008	0.009	-0.153	0.878
BSIZE	-0.002	-0.004	0.031	-0.063	0.950
MEETING	0.006	0.015	0.021	0.291	0.771
DUAL	0.010	0.002	0.250	0.038	0.970
COMPEN	0.000	0.216	0.000	3.484	0.001*
BODCOM	0.002	0.031	0.003	0.588	0.557
MDIR	0.004	0.073	0.003	1.395	0.164
TOP5	0.011	0.142	0.010	1.039	0.299
MOWN	0.002	0.021	0.004	0.379	0.705
InFSIZE	-0.171	-0.188	0.061	-2.793	0.005*
$R^2 = 0.046$ Adjusted $R^2 = 0.019$ F-value = 1.698 Sig. F = 0.072					

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 21 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q พบว่าโดยรวมมีค่า P-value หรือ Sig. F อยู่ที่ 0.072 ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 เมื่อพิจารณาตัวแปรแต่ละตัวพบค่าตอบแทนผู้บริหารและขนาดของกิจการซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมในการศึกษาครั้งนี้ที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนตัวแปรอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่ากิจการ เมื่อพิจารณาค่า R^2 พบความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารและขนาดของกิจการที่มีต่อมูลค่ากิจการ

เท่ากับ 4.6% และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ เท่ากับ 0.019 โดยพิจารณาจากค่า Adjusted R^2 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าค่าตอบแทนผู้บริหารและขนาดของกิจการสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ได้ 1.9%

ตารางที่ 22 สรุปผลการทดสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2555

การกำกับดูแลกิจการที่ศึกษา ความสัมพันธ์กับผลตอบแทน หลักทรัพย์	ผลตอบแทนหลักทรัพย์			มูลค่ากิจการ
	อัตรา ผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์	กำไรต่อ หุ้น	อัตรา ผลตอบแทนใน รูปของเงิน ปันผล	Tobin's Q
1. โครงสร้างผู้ถือหุ้น	-	-	-	-
2. สัดส่วนของกรรมการอิสระ	-	-	-	-
3. ขนาดของคณะกรรมการ	-	✓(+)	-	-
4. ความถี่ในการประชุม คณะกรรมการบริษัท	-	-	✓(+)	-
5. การรวบรวมตำแหน่งของ กรรมการผู้จัดการและ ประธานกรรมการในคน เดียวกัน	-	-	-	-
6. ค่าตอบแทนผู้บริหาร	-	-	-	✓(+)
7. องค์ประกอบของ คณะกรรมการ	-	-	-	-
8. กรรมการที่หลากหลาย	-	-	-	-
9. ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก	-	-	-	-
10. ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร	✓(+)	-	-	-
11. ขนาดของกิจการ	-	-	-	✓(+)
รวม	1	1	1	2

หมายเหตุ : ✓(+) คือ มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน

- คือ ไม่มีความสัมพันธ์กัน

เมื่อทดสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2555 พบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการในด้านผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ส่วนการกำกับดูแลกิจการด้านอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และพบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการในด้านขนาดของคณะกรรมการกับกำไรต่อหุ้น ส่วนการกำกับดูแลกิจการด้านอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการในด้านความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล ส่วนการกำกับดูแลกิจการด้านอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

เมื่อทดสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2555 พบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการในด้านค่าตอบแทนผู้บริหารและขนาดของกิจการกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ส่วนการกำกับดูแลกิจการด้านอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

2. วิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis)

เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ ความสัมพันธ์อาจเป็นในทิศทางเดียวกันหรือทิศทางตรงกันข้ามก็ได้ ซึ่งความสัมพันธ์ของตัวแปรและทิศทางของความสัมพันธ์นั้นสามารถทราบได้จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ จะมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 ค่าสูงสุดมีค่าเป็น 1 หมายถึงตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์กันอย่างมากที่สุด และถ้าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเป็น 0 แสดงว่าตัวแปรนั้นไม่มีความสัมพันธ์กันเลย ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อาจเป็นได้ทั้งค่าบวกและค่าลบ ในกรณีที่ป็นค่าบวกแสดงว่าตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน แต่ถ้ามีค่าลบแสดงว่าตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งสามารถแสดงได้ดังตารางที่ 23

ตารางที่ 23 ความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

(n = 395)

	ROA	EPS	DY	TobinQ	OWNERSHIP	OUTSIDER	BSIZE
ROA	1	.239	.196	.361	.105*	-.086	.078
EPS	.239	1	.067	.050	.083	-.043	.150
DY	.196	.067	1	-.053	.129*	-.046	.100*
TobinQ	.361	.050	-.053	1	.056	-.033	-.006
OWNERSHIP	.105*	.083	.129*	.056	1	-.181	.035
OUTSIDER	-.086	-.043	-.046	-.033	-.181	1	-.272
BSIZE	.078	.150	.100*	-.006	.035	-.272	1
MEETING	-.075	.033	-.155	-.018	-.114*	.168	.044
DUAL	.005	-.015	.020	-.006	-.011	-.004	-.068
COMPEN	.119*	.087	.082	.122*	-.007	-.031	.278
BODCOM	.079	.082	.035	.038	.098	.069	.071
MDIR	.031	-.042	.058	.057	.016	-.020	.105*
TOP5	.102*	.087	.132	.072	.928	-.174	.027
MOWN	.100*	-.085	.040	.023	.091	.093	-.210
InFSIZE	.075	.099*	.045	-.043	.042	.064	.383
N	395	395	395	395	395	395	395

* มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตารางที่ 23 (ต่อ)

(n = 395)

	MEET ING	DUAL	COM PEN	BOD COM	MDIR	TOP5	MOWN	InFSIZE
ROA	-.075	.005	.119*	.079	.031	.102*	.100*	.075
EPS	.033	-.015	.087	.082	-.042	.087	-.085	.099*
DY	-.155	.020	.082	.035	.058	.132	.040	.045
TobinQ	-.018	-.006	.122*	.038	.057	.072	.023	-.043
OWNERSHIP	-.114*	-.011	-.007	.098	.016	.928	.091	.042
OUTSIDER	.168	-.004	-.031	.069	-.020	-.174	.093	.064
BSIZE	.044	-.068	.278	.071	.105*	.027	-.210	.383

ตารางที่ 23 (ต่อ)

(n = 395)

	MEET ING	DUAL	COM PEN	BOD COM	MDIR	TOP5	MOWN	InFSIZE
MEETING	1	.003	.001	-.039	.044	-.086	-.102*	.148
DUAL	.003	1	.008	-.072	-.056	-.010	.142	.032
COMPEN	.001	.008	1	.134	.157	.011	-.111*	.575
BODCOM	-.039	-.072	.134	1	.024	.119*	-.208	.149
MDIR	.044	-.056	.157	.024	1	-.031	-.165	.220
TOP5	-.086	-.010	.011	.119*	-.031	1	.104*	.051
MOWN	-.102*	.142	-.111*	-.208	-.165	.104*	1	-.201
InFSIZE	.148	.032	.575	.149	.220	.051	-.201	1
N	395	395	395	395	395	395	395	395

* มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตารางที่ 23 แสดงถึงความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้น (OWNERSHIP) ค่าตอบแทนผู้บริหาร (COMPEN) ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก (TOP5) และผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร (MOWN) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ส่วนขนาดของกิจการ (InFSIZE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ในขณะที่โครงสร้างผู้ถือหุ้น (OWNERSHIP) และขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล (DY) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ในส่วนของค่าตอบแทนผู้บริหาร (COMPEN) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันแล้วพบว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวแปรมีความสัมพันธ์ระหว่างกันค่อนข้างน้อย แสดงว่าข้อมูลนี้ไม่มีปัญหา ลักษณะ Multicollinearity หมายถึงปัญหาที่เกิดจากการที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันซึ่งจะมีผลทำให้ผลการทดสอบสมการถดถอยไม่ถูกต้อง

ข้อวิจารณ์

จากการศึกษาดังกล่าวข้างต้นได้เก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อทำการวิเคราะห์เรื่องความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการสามารถสรุปข้อวิจารณ์เป็น 2 ส่วนตามประเด็นที่มุ่งเน้นในการศึกษาตามสมมติฐานที่ตั้งไว้โดยมีรายละเอียดดังนี้

ส่วนที่ 1 การศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยงานวิจัยในอดีตมีการนำสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีสิทธิการออกเสียงมากกว่า 5 % มาพิจารณาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ซึ่งผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Aslam (2012) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าตลาดและผลการดำเนินงานขององค์กรพบว่า ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งมีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณาการกำกับดูแลกิจการที่ดี

สัดส่วนของกรรมการอิสระ

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระกับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Mehran (1995) ที่ศึกษาโครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหาร เจ้าของและผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์กับสัดส่วนของกรรมการอิสระ แต่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Aslam (2012) ที่พบว่าผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งมีสัดส่วนของกรรมการอิสระเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณาการกำกับดูแลกิจการที่ดี จากการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทยไม่พบความสัมพันธ์เนื่องจากหลักการกำกับดูแลกิจการปี 2549 ระบุไว้ว่า คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งคณะแต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน ทำให้แต่ละบริษัทมีสัดส่วนของกรรมการในระดับเท่าๆ กัน ดังนั้นเมื่อนำสัดส่วนของกรรมการอิสระมาพิจารณาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์จึงไม่พบความสัมพันธ์

ขนาดของคณะกรรมการ

จากการศึกษาพบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยกำไรต่อหุ้น จากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการมีอิทธิพลต่อกำไรต่อหุ้น กล่าวคือเมื่อบริษัทจดทะเบียนมีจำนวนกรรมการทั้งหมดของคณะกรรมการบริษัทสูงก็จะมีกำไรต่อหุ้นสูงขึ้นตามไปด้วยสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ซึ่งงานวิจัยในอดีตมีการนำขนาดของคณะกรรมการมาพิจารณากับกำไรต่อหุ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Aslam (2012) ที่ศึกษาพบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรต่อหุ้น ซึ่งมีขนาดของคณะกรรมการเป็นส่วนหนึ่งในการวัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี แต่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Haniffa and Hudaib (2006) ที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ นอกจากนี้ยังมีผลการศึกษาของ Eisenberg, Sundgren, and Wells (1998) ที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท

จากการศึกษาพบว่าความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล กล่าวคือเมื่อบริษัทมีความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทสูงก็จะมีอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลสูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งงานวิจัยในอดีตยังไม่ได้มีการนำความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทมาพิจารณาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล พบแต่การพิจารณากับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ดังเช่นงานวิจัยของ Vafeas (1999) ที่ศึกษาความถี่ในการประชุมคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่าความถี่ในการประชุมคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตรา

ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และผลการศึกษาของ Aslam (2012) ที่พบว่าผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งมีความถี่ในการประชุมคณะกรรมการเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณาการกำกับดูแลกิจการที่ดี นอกจากนี้ยังมีการศึกษาของ Ongore and Obonyo (2011) ที่ศึกษาผลกระทบของการเลือกลักษณะการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างเจ้าของที่หลากหลายและผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล ซึ่งตามหลักการกำกับดูแลกิจการ 2549 หมวดที่ 5 เรื่องความรับผิดชอบของคณะกรรมการระบุว่าจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการควรพิจารณาให้เหมาะสมกับภาระหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท

การรวบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกัน

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการรวบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าการรวบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกันไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยงานวิจัยในอดีตมีการนำการรวบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกันมาพิจารณาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ จะเห็นได้ว่าผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Aslam (2012) ที่พบว่าผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งมีการรวบรวมตำแหน่งเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณาการกำกับดูแลกิจการที่ดี และผลการศึกษาของ Haniffa and Hudaib (2006) ที่ศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย พบว่าการรวบรวมตำแหน่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ โดยการแยกตำแหน่งเป็นสองบทบาทจะทำให้มีผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่สูงขึ้น ซึ่งตามหลักการกำกับดูแลกิจการ 2549 หมวดที่ 5 เรื่องความรับผิดชอบของคณะกรรมการระบุว่าคณะกรรมการควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจน และเพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัดควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ ทำให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีการแยกตำแหน่งประธานกรรมการกับกรรมการผู้จัดการเป็นคนละคนกัน จึงทำให้ไม่พบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ค่าตอบแทนผู้บริหาร

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าค่าตอบแทนผู้บริหารไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ จะเห็นได้ว่าผลการศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Aslam (2012) ที่พบว่าผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งมีค่าตอบแทนผู้บริหารเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณาการกำกับดูแลกิจการที่ดี

องค์ประกอบของคณะกรรมการ

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าองค์ประกอบของคณะกรรมการไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ จะเห็นได้ว่าไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Barnhart and Rosenstein (1998) ที่พบว่าองค์ประกอบคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งจากการศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการกำหนดจำนวนกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารตามสัดส่วนอย่างยุติธรรม

กรรมการที่หลากหลาย

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการที่หลากหลายกับผลตอบแทนหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่ากรรมการที่หลากหลายไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ จะเห็นได้ว่าผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Latif *et al.* (2013) ที่พบว่ากรรมการผู้บริหารที่หลากหลายมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยมูลค่าตลาดตามบัญชี ซึ่งจากการศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการที่หลากหลายกับผลตอบแทนหลักทรัพย์เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนมีการกำหนดจำนวนบริษัทที่กรรมการไปดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่น

ไม่ให้มากเกินไปเพื่อให้กรรมการมีประสิทธิภาพในการปฏิบัติหน้าที่จึงทำให้จำนวนกรรมการที่ไปดำรงตำแหน่งกรรมการที่บริษัทอื่นมีความเหมาะสมอาจมีผลให้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการที่หลากหลายกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ จากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยงานวิจัยในอดีตมีการนำผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมาพิจารณาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ จะเห็นได้ว่าผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Haniffa and Hudaib (2006) ได้ศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย พบว่ามีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการวัดผลการดำเนินงานทางบัญชีที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร

จากการศึกษาพบว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ จากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กล่าวคือเมื่อบริษัทมีส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้บริหารของบริษัทต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทสูงก็จะมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สูงขึ้นตามไปด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ ทิฆัมพร รักธรรม และ เสาวนีย์ ลิขณวัฒน์ (2549) ที่ศึกษาพบว่าสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหารและกรรมการทั้งหมดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลต่อกำไรสุทธิ นอกจากนี้ยังม้งานวิจัยที่มีความเห็นตรงกันข้ามคือ งานวิจัยของ Haniffa and Hudaib (2006) ที่ศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานทางบัญชีที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าถ้าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผู้ถือหุ้นที่ดำรงตำแหน่ง

เป็นผู้บริหารมากก็จะมีความสามารถทำกำไรให้กับบริษัทมากทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่มากขึ้น ช่วยให้บริษัทมีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน

ส่วนที่ 2 การศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับมูลค่ากิจการ

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยงานวิจัยในอดีตมีการนำโครงสร้างผู้ถือหุ้นมาพิจารณาความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ซึ่งผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Hermalin and Weisbach (1991) ที่ศึกษาพบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q

สัดส่วนของกรรมการอิสระ

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Mehran (1995) ที่ศึกษาโครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหาร เจ้าของและผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ที่วัดด้วย Tobin's Q แต่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Kumar (2012) ที่ศึกษากรรมการภายนอก การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างกรรมการอิสระกับมูลค่าบริษัทที่วัดด้วย Tobin's Q

ขนาดของคณะกรรมการ

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการกับมูลค่ากิจการ แสดงให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งงานวิจัยในอดีตมีการนำขนาดของคณะกรรมการมาพิจารณากับมูลค่ากิจการ จะเห็นได้ว่าผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับ Beiner *et al.* (2003) ที่ศึกษาพบว่าขนาดของ

คณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วยค่า Tobin's Q และ ผลการศึกษาของ Haniffa and Hudaib (2006) ที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Tobin's Q

ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทกับ มูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งงานวิจัยในอดีตมีการนำความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท มาพิจารณาความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ดังเช่นการศึกษาของ Aslam (2012) ที่พบว่า การกำกับ ดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ ซึ่งมีความถี่ในการประชุม คณะกรรมการเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณาการกำกับดูแลกิจการที่ดี

การรวบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกัน

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการรวบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและ ประธานกรรมการในคนเดียวกันกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าการ รวบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการในคนเดียวกันไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่า กิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน ที่ตั้งไว้ โดยงานวิจัยในอดีตมีการนำการรวบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธาน กรรมการในคนเดียวกันมาพิจารณาความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ จะเห็นได้ว่าผลการศึกษา ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Aslam (2012) ที่พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ ซึ่งมีการรวบรวมตำแหน่งเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณา การกำกับดูแลกิจการที่ดี

ค่าตอบแทนผู้บริหาร

จากการศึกษาพบว่าค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ ที่วัดด้วย Tobin's Q แสดงให้เห็นว่าค่าตอบแทนผู้บริหารมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินสูงก็จะมีมูลค่ากิจการสูงขึ้นตามไปด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Mehran (1995) ที่ศึกษาโครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหาร เจ้าของและ

ผลการดำเนินงานของบริษัทพบว่า Tobin's Q มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับสัดส่วนของค่าตอบแทนผู้บริหารแสดงให้เห็นว่าค่าตอบแทนมีผลกระทบในการกระตุ้น CEO ในการวัดประสิทธิภาพและมูลค่าของบริษัท

องค์ประกอบของคณะกรรมการ

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าองค์ประกอบของคณะกรรมการไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Hermalin and Weisbach (1991) ที่ศึกษาผลกระทบขององค์ประกอบของคณะกรรมการและการกระตุ้นผู้จัดการในผลการดำเนินงานของบริษัท ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการกับ Tobin's Q

กรรมกรที่หลากหลาย

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกรรมกรที่หลากหลายกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่ากรรมกรที่หลากหลายไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยงานวิจัยในอดีตมีการนำกรรมกรที่หลากหลายมาพิจารณาความสัมพันธ์กับ Tobin's Q จะเห็นได้ว่าผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Haniiffa and Hudaib (2006) ที่ศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย พบว่ากรรมกรที่หลากหลายมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับประสิทธิภาพของตลาดที่วัดโดย Tobin's Q แสดงถึงประสิทธิภาพของตลาดจะดีขึ้นเมื่อกรรมกรในคณะกรรมการเป็นกรรมกรที่บริษัทอื่นน้อยลง

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยงานวิจัยในอดีตมีการนำผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมาพิจารณา

ความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ จะเห็นได้ว่าผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Haniffa and Hudaib (2006) ได้ศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย พบว่ามีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q

ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Haniffa and Hudaib (2006) ที่ศึกษาพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q

ตารางที่ 24 ตารางเปรียบเทียบผลงานวิจัยกับการวิจัยก่อนหน้า

การกำกับดูแลกิจการที่ดี	ผู้วิจัย										
	ทิฆัมพร รัชธรรม และ เสาวนีย์ สิขณวัฒน์ (2549)	Aslam (2012)	Barnhart and Rosenstein (1998)	Beiner <i>et al.</i> (2003)	Eisenberg, Sundgren, and Wells (1998)	Haniffa and Hudaib (2006)	Hermalin and Weisbach (1991)	Kumar (2012)	Latif <i>et al.</i> (2013)	Mehran (1995)	Vafeas (1999)
1. โครงสร้างผู้ถือหุ้น		×					×				
2. สัดส่วนของกรรมการอิสระ		×						×		✓	
3. ขนาดของคณะกรรมการ		✓		×	×	×					
4. ความถี่ในการประชุม คณะกรรมการบริษัท		×									×
5. การควมรวมตำแหน่งของ กรรมการผู้จัดการและ ประธานกรรมการในคน เดียวกัน		×				×					
6. ค่าตอบแทนผู้บริหาร		×								✓	

ตารางที่ 24 (ต่อ)

การกำกับดูแลกิจการที่ดี	ผู้วิจัย										
	ทิมมัมพร รักธรรม และ เสาวนีย์ ลิขิตวัฒน์ (2549)	Aslam (2012)	Barnhart and Rosenstein (1998)	Beiner <i>et al.</i> (2003)	Eisenberg, Sundgren, and Wells (1998)	Haniffa and Hudaib (2006)	Hermalin and Weisbach (1991)	Kumar (2012)	Latif <i>et al.</i> (2013)	Mehran (1995)	Vafeas (1999)
7. องค์ประกอบของ คณะกรรมการ			×				✓				
8. กรรมการที่หลากหลาย						×			×		
9. ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ แรก						×					
10. ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร	✓					≠					
11. ขนาดของกิจการ											
หมายเหตุ :	✓	ผลงานวิจัยสอดคล้องกับการวิจัยก่อนหน้า									
	×	ผลงานวิจัยไม่สอดคล้องกับการวิจัยก่อนหน้า									
	≠	ผลงานวิจัยมีความเห็นตรงกันข้ามกับการวิจัยก่อนหน้า									

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้เพื่ออธิบายการกำกับดูแลกิจการที่ดีในด้านต่างๆที่มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กำไรต่อหุ้น และอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล รวมถึงมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ว่ามีความสัมพันธ์อย่างไรในทิศทางใด ตัวแปรที่ใช้ศึกษาประกอบด้วยโครงสร้างผู้ถือหุ้น สัดส่วนของกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท การควบคุมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในคนเดียวกัน ค่าตอบแทนผู้บริหาร องค์ประกอบของคณะกรรมการ กรรมการที่หลากหลาย ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร

รูปแบบการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2555 ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงินและธนาคาร ทั้งหมด 7 กลุ่มอุตสาหกรรม หักบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานจำนวน 21 บริษัท และกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์จำนวน 40 บริษัท เหลือกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาทั้งหมด 395 บริษัท ในส่วนของ การวิเคราะห์ข้อมูลใช้โปรแกรม Statistic Package for the Social Science (SPSS) เนื่องจากเป็นโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติที่สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพ เทคนิคทางสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งนี้ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) โดยแสดงผลในรูปความถี่และร้อยละ ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เพื่อใช้อธิบายผลการวิจัยในเบื้องต้นของข้อมูลที่รวบรวมได้ในแต่ละตัวแปร ส่วนสถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics) ที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลคือ การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) และการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) เพื่อใช้ในการอธิบายผลการวิจัยของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ พบว่าการกำกับดูแลกิจการด้านผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 แสดงให้เห็นว่าถ้าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผู้ถือหุ้นที่ดำรงตำแหน่งเป็นผู้บริหารมากก็จะมีความสามารถในการทำกำไรให้กับบริษัทมาก ทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่มากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ทิฆัมพร รักธรรม และ เสาวนีย์ ลิขณวัฒน์ (2549) ที่ศึกษาพบว่าสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริหารและกรรมการทั้งหมดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

สำหรับผลการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยกำไรต่อหุ้น พบว่าการกำกับดูแลกิจการด้านขนาดของคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยกำไรต่อหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 แสดงให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการส่งผลต่อกำไรต่อหุ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Aslam (2012) ที่ศึกษาพบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรต่อหุ้น ซึ่งมีขนาดของคณะกรรมการเป็นส่วนหนึ่งในการวัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี

และผลการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล พบว่าการกำกับดูแลกิจการด้านความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งงานวิจัยของ Ongore and Obonyo (2011) ได้ศึกษาผลกระทบของการเลือกลักษณะการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างเจ้าของที่หลากหลายและผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการสามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q พบว่าการกำกับดูแลกิจการในด้านค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ Mehran (1995) ที่ศึกษาพบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทชี้ให้เห็นว่า Tobin's Q และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับสัดส่วนของค่าตอบแทนผู้บริหารแสดงให้เห็นว่าค่าตอบแทนมีผลกระทบในการกระตุ้น CEO ในการวัดประสิทธิภาพและมูลค่าของบริษัท

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าการกำกับดูแลกิจการในด้านผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร ขนาดของคณะกรรมการ และความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ และการกำกับดูแลกิจการในด้านค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรพิจารณาให้รอบคอบถึงการกำกับดูแลกิจการในด้านต่างๆ ดังกล่าวของบริษัทที่สามารถสร้างผลตอบแทนหลักทรัพย์ให้กับนักลงทุนและผู้ถือหุ้น เพราะเนื่องจากการกำกับดูแลกิจการด้านต่างๆ ดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการค่อนข้างน้อย ซึ่งจะช่วยให้ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนมีความมั่นใจว่าจะได้รับผลตอบแทนที่สูง และเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท

ข้อจำกัดในการศึกษาครั้งนี้

1. เนื่องจากปี 2554 เป็นปีที่ประสบกับปัญหาน้ำท่วมในทุกภาคของประเทศไทย ก่อให้เกิดผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่ย่ำแย่ รวมทั้งเหตุการณ์ทางการเมืองที่ส่งผลกระทบกับภาคธุรกิจในการดำเนินงาน ทำให้งบการเงินในปี 2555 ซึ่งเป็นงบการเงินหลังปีที่ประสบปัญหามีสถานะการดำเนินธุรกิจที่ไม่ปกติ จึงมีส่วนทำให้งานวิจัยในครั้งนี้ได้ผลการศึกษาที่ไม่เป็นไปตามการดำเนินธุรกิจที่ปกติ ทั้งนี้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและนักลงทุนควรพิจารณาผลการศึกษาให้รอบคอบก่อนนำไปใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุนและดำเนินธุรกิจ

2. เนื่องจากการศึกษาในครั้งนี้มีข้อจำกัดในเรื่องของระยะเวลาในการศึกษาวิจัย ทำให้ได้ผลการศึกษาที่เป็นข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างในภาพรวม ไม่ได้มีการแบ่งแยกศึกษารายกลุ่ม

อุตสาหกรรมทำให้ผู้ที่สนใจนำไปใช้ในการตัดสินใจควรพิจารณาให้รอบคอบ เพราะแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีลักษณะขององค์ประกอบที่แตกต่างกัน

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งนี้

ผลการศึกษาพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำผลการวิจัยที่พบว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กำไรต่อหุ้น และอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลในด้านขนาดของคณะกรรมการ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร ส่วนในด้านมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร เป็นแนวทางให้กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับปรุงและกำหนดนโยบายในการกำกับดูแลของบริษัท แต่เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการด้านต่างๆ ดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการค่อนข้างน้อย บริษัทจดทะเบียนจึงควรพิจารณาให้รอบคอบในการปรับปรุงและกำหนดนโยบายเพื่อให้มีประสิทธิภาพในการบริหาร มีผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น

ชี้ให้เห็นว่าในด้านของบริษัทสามารถนำผลการศึกษาที่พบว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มาเป็นแนวทางในการวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทให้เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้นักลงทุนมีความมั่นใจในการลงทุนและจะได้รับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ลงทุนไป

ชี้ให้เห็นว่าในด้านของบริษัทสามารถนำผลการศึกษาที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับกำไรต่อหุ้นมาเป็นแนวทางในการวัดกำไรต่อหุ้นว่าควรคำนึงถึงการกำหนดขนาดของคณะกรรมการบริษัทให้มีขนาดที่เหมาะสมเพื่อสามารถบริหารงานได้อย่างโปร่งใสเป็นธรรม และสามารถสร้างผลกำไรให้กับผู้ถือหุ้น

ชี้ให้เห็นว่าในด้านของบริษัทสามารถนำผลการศึกษาที่พบว่าความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลมาเป็นแนวทางในการกำหนดความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทให้มีความเหมาะสมกับภาระหน้าที่

ความรับผิดชอบของคณะกรรมการและลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัท จะทำให้บริษัทมีอัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลที่ดีเป็นที่สนใจของนักลงทุน

ชี้ให้เห็นว่าในด้านของบริษัทสามารถนำผลการศึกษาที่พบว่าค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q มาเป็นแนวทางในการพิจารณากำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินให้มีความเหมาะสมกับผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัท ช่วยให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่น และเป็นแนวทางให้กับนักลงทุนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาพบว่านักลงทุน นักวิเคราะห์ควรให้ความสำคัญกับขนาดของคณะกรรมการ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร ซึ่งปัจจัยดังกล่าวทำให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กำไรต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล และมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q ของบริษัทสูงและต่ำแตกต่างกัน อาจใช้เป็นตัวบ่งชี้ผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการในการตัดสินใจลงทุนซื้อหลักทรัพย์ จะทำให้การตัดสินใจลงทุนมีความเสี่ยงน้อยลง นอกจากนี้ นักลงทุน นักวิเคราะห์ควรให้ความสำคัญกับผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการรวมถึงปัจจัยต่างๆ ที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ และมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ควรเพิ่มความระมัดระวังและรอบคอบในการติดตามข้อมูลข่าวสารปัจจัยดังกล่าว เพื่อลดความเสี่ยงและป้องกันความผิดพลาดในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนหลักทรัพย์โดยใช้โครงสร้างผู้ถือหุ้น สัดส่วนของกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท การควมรวมตำแหน่ง ค่าตอบแทนผู้บริหาร องค์ประกอบของคณะกรรมการ กรรมการที่หลากหลาย ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารเป็นประเด็นที่สนใจในศึกษา โดยประเด็นดังกล่าวเป็นหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีปี 2549 ดังนั้นสำหรับการศึกษาในอนาคตอาจใช้ประเด็นเหล่านี้ในการศึกษาเปรียบเทียบกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีปี 2555

2. การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยใช้ข้อมูลวัดผลตอบแทนหลักทรัพย์ด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กำไรต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล และการวัดมูลค่ากิจการด้วย Tobin's Q สำหรับการศึกษาครั้งต่อไปอาจศึกษาการวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ด้วยการใช้ทฤษฎีแบบจำลองสามปัจจัยของ Fama & French อาจทำให้ผลการศึกษากើดความชัดเจนมากยิ่งขึ้น

3. การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยควบคุมตัวแปรต่างๆที่คาดว่าจะกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการ โดยผู้วิจัยพบขนาดของกิจการที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งอาจมีปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อการวิจัยที่ผู้วิจัยไม่ได้ใช้เป็นตัวแปรควบคุม ในอนาคตอาจศึกษาเพิ่มเติมตัวแปรควบคุมอื่นๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เช่น อัตราหนี้สิน อายุของบริษัท

4. การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยศึกษาข้อมูลในภาพรวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับการศึกษาครั้งต่อไปอาจศึกษาแยกเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม หรืออาจศึกษาเฉพาะบางกลุ่มอุตสาหกรรมเปรียบเทียบกับรายงานทางการเงินหลายๆ ปี เพื่อดูแนวโน้มในอนาคตได้

5. การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยศึกษาในส่วนของการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนโดยการศึกษาครั้งต่อไปอาจศึกษาเพิ่มเติมในขอบเขตของมาตรฐานการบัญชีหรือแนวปฏิบัติทางบัญชีของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่อาจไม่เหมือนกัน เพื่อให้ผลการศึกษาได้ประโยชน์ชัดเจนยิ่งขึ้น

เอกสารและสิ่งอ้างอิง

กุลภัทรา สีโรดม. 2549. การวิเคราะห์หลักทรัพย์. ปทุมธานี: บริษัทดูมมายเบส จำกัด.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2555. ข้อมูลรายหลักทรัพย์ (Online). www.set.or.th, 14 ธันวาคม 2556.

ทิฆัมพร รักธรรม และ เสาวนีย์ สีชนวัฒน์. 2549. "ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัท." วารสารวิชาชีพบัญชี 2(5): 4-11.

เพชร ชุมทรัพย์. 2549. หลักการลงทุน. พิมพ์ครั้งที่ 12 แก้ไขเพิ่มเติม. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

มนวิกา ผดุงสิทธิ์. 2548. "การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q." วารสารบริหารธุรกิจ 28 (106): 13-22.

ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร. ม.ป.ป. "เปิดมุมมองบรรษัทภิบาล." วารสารสื่อพลัง : 18-23.

ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2549. หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2549 (Online). www.set.or.th, 7 กันยายน 2556.

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2548. ข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงิน. กรุงเทพมหานคร: บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน).

_____. 2548. ตลาดการเงินและการกำกับดูแล. กรุงเทพมหานคร: บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน).

สรียา พันธุ์ณรงค์. 2553. "การกำกับดูแลกิจการ: การประยุกต์ใช้เป็นเครื่องมือในการพยากรณ์ความล้มเหลวของกิจการ." วารสารวิชาการและวิจัย มทร.พระนคร 4 (2): 119-129.

สุพจน์ สกุลแก้ว. 2553. การวิเคราะห์งบการลงทุน. กรุงเทพมหานคร: บริษัทแอคทีฟ พรินท์ จำกัด.

อภิชาติ ไตรุ่ง และ ศิลปพร ศรีจันทเพชร. 2553. "ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับ ค่าตอบแทนกรรมการ." **วารสารวิชาชีพบัญชี** 6 (17): 72-85.

อัญญา ชันชวิทย์, ศิลปพร ศรีจันทเพชร และ เดือนเพ็ญ จันทศิริศรี. 2552. การกำกับดูแลเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ. กรุงเทพมหานคร: บริษัทอมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด.

Aslam, S. 2012. "Relating Corporate Governance with Market Valuation and Organizational Performance: An Empirical study on KSE Pakistan." **International journal of research in commerce & management** 3 (9): 22-27.

Barnhart, S.W. and S. Rosenstein. 1998. "Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis." **The Financial review** 33: 1-16.

Beiner, S., W. Drobetz, F. Schmid and H. Zimmermann. 2003. "Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism?" **National Centre of Competence in Research Financial Valuation and Risk Management working paper** 89 (23): 1-34.

Drobetz, W., A. Schillhofer and H. Zimmermann. 2003. "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany" **WWZ/Department of Finance, Working Paper** 2: 1-47.

Eisenberg, T., S. Sundgren and M.T. Wells. 1998. "Larger board size and decreasing firm value in small firms." **Journal of Financial Economics** 48: 35-54.

Griffith, J.M. 1999. "CEO Ownership and Firm Value." **Managerial and Decision Economics** 20: 1-8.

- Haniffa, R. and M. Hudaib. 2006. "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies." **Journal of Business Finance & Accounting** 33(7) & (8): 1034-1062.
- Hermalin, B.E. and M.S. Weisbach. 1991. "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance." **Financial Management** 20 (4): 101-112.
- Kumar, N. 2012. "Outside Directors, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from India." **Asia Journal of Finance & Accounting** 4 (2): 39-55.
- Latifl, R.A., H. Kamardin, K.N.T. Mohd and N.C. Adam. 2013. "Multiple Directorships, Board Characteristics and Firm Performance in Malaysia." **Management** 3 (2): 105-111.
- Mehran, H. 1995. "Executive compensation structure, ownership, and firm performance." **Journal of Financial Economics** 38: 163-184.
- Ongore, V.O. and P.O. K'Obonyo. 2011. "Effects of Selected Corporate Governance Characteristics on Firm Performance: Empirical Evidence from Kenya." **International Journal of Economics and Financial Issues** 1 (3): 99-122.
- Rhoades, D.L., P.L. Rechner and C. Sundaramurthy. 2000. "Board Composition And Financial Performance: Meta-Analysis Of The Influence Of Outside Directors." **Journal of Managerial Issues** 12 (1): 76-91.
- Vafeas, N. 1999. "Board meeting frequency and firm performance." **Journal of Financial Economics** 53: 113-142.



ภาคผนวก

ตารางผนวกที่ 1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

		ROA	EPS	DY	TobinQ	OWNERSHIP	OUTSIDER	BSIZE	MEETING
ROA	r	1	.239**	.196**	.361**	.105*	-.086	.078	-.075
	Sig		.000	.000	.000	.038	.089	.122	.136
EPS	r	.239**	1	.067	.050	.083	-.043	.150**	.033
	Sig	.000		.184	.326	.099	.390	.003	.518
DY	r	.196**	.067	1	-.053	.129*	-.046	.100*	-.155**
	Sig	.000	.184		.293	.010	.364	.046	.002
TobinQ	r	.361**	.050	-.053	1	.056	-.033	-.006	-.018
	Sig	.000	.326	.293		.263	.514	.906	.719
OWNERSHIP	r	.105*	.083	.129*	.056	1	-.181**	.035	-.114*
	Sig	.038	.099	.010	.263		.000	.487	.024
OUTSIDER	r	-.086	-.043	-.046	-.033	-.181**	1	-.272**	.168**
	Sig	.089	.390	.364	.514	.000		.000	.001
BSIZE	r	.078	.150**	.100*	-.006	.035	-.272**	1	.044
	Sig	.122	.003	.046	.906	.487	.000		.386
MEETING	r	-.075	.033	-.155**	-.018	-.114*	.168**	.044	1
	Sig	.136	.518	.002	.719	.024	.001	.386	
DUAL	r	.005	-.015	.020	-.006	-.011	-.004	-.068	.003
	Sig	.917	.770	.686	.902	.829	.935	.177	.958

ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

		ROA	EPS	DY	TobinQ	OWNERSHIP	OUTSIDER	BSIZE	MEETING
COMPEN	r	.119*	.087	.082	.122*	-.007	-.031	.278**	.001
	Sig	.018	.085	.104	.015	.884	.538	.000	.980
BODCOM	r	.079	.082	.035	.038	.098	.069	.071	-.039
	Sig	.119	.102	.482	.457	.051	.168	.161	.436
MDIR	r	.031	-.042	.058	.057	.016	-.020	.105*	.044
	Sig	.535	.403	.250	.255	.744	.698	.036	.378
TOP5	r	.102*	.087	.132**	.072	.928**	-.174**	.027	-.086
	Sig	.042	.085	.009	.153	.000	.001	.588	.089
MOWN	r	.100*	-.085	.040	.023	.091	.093	-.210**	-.102*
	Sig	.047	.093	.425	.650	.071	.066	.000	.043
InFSIZE	r	.075	.099*	.045	-.043	.042	.064	.383**	.148**
	Sig	.139	.048	.377	.396	.400	.066	.000	.043
N		395	395	395	395	395	395	395	395

ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

		DUAL	COMPEN	BODCOM	MDIR	TOP5	MOWN	lnFSIZE
ROA	r	.005	.119*	.079	.031	.102*	.100*	.075
	Sig	.917	.018	.119	.535	.042	.047	.139
EPS	r	-.015	.087	.082	-.042	.087	-.085	.099*
	Sig	.770	.085	.102	.403	.085	.093	.048
DY	r	.020	.082	.035	.058	.132**	.040	.045
	Sig	.686	.104	.482	.250	.009	.425	.377
TobinQ	r	-.006	.122*	.038	.057	.072	.023	-.043
	Sig	.902	.015	.457	.255	.153	.650	.396
OWNERSHIP	r	-.011	-.007	.098	.016	.928**	.091	.042
	Sig	.829	.884	.051	.744	.000	.071	.400
OUTSIDER	r	-.004	-.031	.069	-.020	-.174**	.093	.064
	Sig	.935	.538	.168	.698	.001	.066	.201
BSIZE	r	-.068	.278**	.071	.105*	.027	-.210**	.383**
	Sig	.177	.000	.161	.036	.588	.000	.000
MEETING	r	.003	.001	-.039	.044	-.086	-.102*	.148**
	Sig	.958	.980	.436	.378	.089	.043	.003
DUAL	r	1	.008	-.072	-.056	-.010	.142**	.032
	Sig		.881	.153	.270	.837	.005	.523

ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

		DUAL	COMPEN	BODCOM	MDIR	TOP5	MOWN	InFSIZE
COMPEN	r	.008	1	.134**	.157**	.011	-.111*	.575**
	Sig	.881		.007	.002	.828	.027	.000
BODCOM	r	-.072	.134**	1	.024	.119*	-.208**	.149**
	Sig	.153	.007		.637	.018	.000	.003
MDIR	r	-.056	.157**	.024	1	-.031	-.165**	.220**
	Sig	.270	.002	.637		.543	.001	.000
TOP5	r	-.010	.011	.119*	-.031	1	.104*	.051
	Sig	.837	.828	.018	.543		.039	.314
MOWN	r	.142**	-.111*	-.208**	-.165**	.104*	1	-.201**
	Sig	.005	.027	.000	.001	.039		.000
InFSIZE	r	.032	.575**	.149**	.220**	.051	-.201**	1
	Sig	.005	.027	.003	.000	.314	.000	
N		395	395	395	395	395	395	395

* มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

** มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

รายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 395 บริษัท

กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

- บริษัท อกริเพียว โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
- บริษัท ห้องเย็นเอเชียัน ซีฟู้ด จำกัด (มหาชน)
- บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
- บริษัท ห้องเย็นโชติวัฒน์หาคใหญ่ จำกัด (มหาชน)
- บริษัท เชียงใหม่โปรเซสฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน)
- บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)
- บริษัท ชุมพรอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)
- บริษัท อีเทอเนล เอนเนอจี จำกัด (มหาชน)
- บริษัท ฟู้ดแอนด์ดริงส์ จำกัด (มหาชน)
- บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)
- บริษัท หาดทิพย์ จำกัด (มหาชน)
- บริษัท น้ำตาลครบุรี จำกัด (มหาชน)
- บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)
- บริษัท ลิพัฒนาผลิตภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)
- บริษัท ลำสูง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
- บริษัท มาลีสามพราน จำกัด (มหาชน)
- บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
- บริษัท โออิชิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
- บริษัท เพรซิเดนท เบเกอร์รี่ จำกัด (มหาชน)
- บริษัท พรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)
- บริษัท แพ็คฟู้ด จำกัด (มหาชน)
- บริษัท เพรซิเดนทไรซ์โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
- บริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน)
- บริษัท ไทยเทพรส จำกัด (มหาชน)
- บริษัท อาหารสยาม จำกัด (มหาชน)
- บริษัท เอส แอนด์ พี ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
- บริษัท ส. ขอนแก่นฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน)
- บริษัท เสริมสุข จำกัด (มหาชน)
- บริษัท สุรพลฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทอปปิคอลแคนนิง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยเพรซิเดนท์ฟูดส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทิปโก้ฟูดส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยลักซ์ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ตรังผลิตภัณฑ์อาหารทะเล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยรับเบอร์ลาคูเคชั่นส์คอร์ปอเรชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยยูเนี่ยน โฟรเซ่น โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท น้ำมันพืชไทย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยวาฟูดโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สหอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ยูนิวานิชน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)

กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร

บริษัท เอเชีย อินซูเลเตอร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอกรัฐวิศวกรรม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท บริการเชื่อมเหล็กการบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)
 บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เค็มโก้ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)
 บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ลานนารีซอร์สเซส จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอ็ม ดี เอ็กซ์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ผาแดงอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอเชีย คอร์ปอเรท ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)

บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)

บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)

บริษัท ระยองเพียวรีฟายเออร์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท สหโคเจน (ชลบุรี) จำกัด (มหาชน)

บริษัท สยามแก๊ส แอนด์ ปิโตรเคมีคัลส์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท โซลาร์ตรอน จำกัด (มหาชน)

บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)

บริษัท ชัสโก้ จำกัด (มหาชน)

บริษัท ไทย แคปปิตอล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

บริษัท ทุ่งคาฮาเบอร์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท น้ำประปาไทย จำกัด (มหาชน)

กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)

บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์เมชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)

บริษัท บลิส-เทล จำกัด (มหาชน)

บริษัท แคล-คอมพ์ อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

บริษัท ซีเอส ล็อกซอินโฟ จำกัด (มหาชน)

บริษัท เดลต้า อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

บริษัท ดราโก้ ฟิชีบี จำกัด (มหาชน)

บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)

บริษัท อุตสาหกรรม อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท ฟอรัท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท อินเตอร์เนชั่นเนลเอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)

บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด (มหาชน)

บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

บริษัท จัสมิน อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)

บริษัท เจ มาร์ท จำกัด (มหาชน)

บริษัท จัสมิน เทเลคอม ซิสเต็มส์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัทมูราโมโต้ อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอ็ม เอฟ อี ซี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอ็ม ลิงค์ เอเชีย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เมโทรซิสเต็มส์คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ฟรีเมียร์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สามารถเทลคอม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สามารถ ไอ-โมบาย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอสไอเอส ดิสทริบิวชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สตาร์ส ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ซิงเกิ้ล พอยท์ พาร์ท (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอสวีโอเอ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ซิมโฟนี คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ชินเน็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทีมพีริซัน จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทีทีแอนด์ที จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทีดับบลิวแซด คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โรงพยาบาลเอกชล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้ง แอนด์ พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทำอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อควา คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอเชียซอฟท์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอเชียโฮเต็ล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอเชีย นามารีน เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)

บริษัท บางกอก เซน ฮอสปิทอล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท บิวตี้ คอมมูนิตี้ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด(มหาชน)
 บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท บางปะกง เทอร์มินอล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เบตเตอร์ เวิลด์ กรีน จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เชียงใหม่รามทรูจิการแพทย์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เทพธานีกรีทา จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โรงพิมพ์ตะวันออก จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ดี เอร่าวัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ฟาร์อีสท์ ดีดีบี จำกัด (มหาชน)
 บริษัทบริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด(มหาชน)
 บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แกรนด์ แอสเสท โฮเทลส์ แอนด์ พรอพเพอร์ตี้ จำกัด(มหาชน)
 บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไอที ซิตี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท จุฑานาวี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท คาร์มาร์ท จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ชนบุรี เมดิเคิล เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท กรุงเทพโสภณ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไลฟ์ อินคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

บริษัท ลีอกซเลย์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ลาภาน้ำร้อนแอร์ แอนด์ ไฮเทค จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แมนดารีนไฮเทค จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แม็กซิม แม็กซิไมซ์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท มติชน จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โรงพยาบาลมหาชัย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไม้ค้ำ แอสเซท จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แมงป่อง 1989 จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอ็ม พิคเจอร์ส อินเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท วัฒนาการแพทย์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เนชั่น มัลติมีเดีย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โรงพยาบาลนนทเวช จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ออฟฟิศเมท จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โอเอชทีแอล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ประกิต โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โพสท์ พับลิชชิง จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โปรเฟสชั่นแนล เวสต์ เทคโนโลยี (1999) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท พรีเมียมชิพปิ้ง จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โรงพยาบาลรามคำแหง จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อาร์ ซี แอล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โรงแรมรอยัล ออคิด (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ซีเอ็ดดูเคชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แขงกรี-ลา ไฮเทค จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ซิงเกอร์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ศิครินทร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สยามอินเตอร์มัลติมีเดีย จำกัด (มหาชน)

บริษัท สหพัฒนพิบูล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สหพัฒนาอินเตอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สยามสปอร์ต ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทรูเพย์ศรีไทย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สมิตีเวช จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยบริดจ์ ซีเคียวริตี้ พรินติ้ง จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ตงฮั่ว คอมมูนิเคชั่นส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ที.เค.เอส. เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยซูการ์ เทอร์มิเนล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โทรีเซนไทย เอเยนต์ชีส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท วีจีไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โรงพยาบาลวิภาวดี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ศรีวิชัยเวชวิวัฒน์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เวฟ เอ็นเตอร์เทนเมนต์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท วิน โคสท์ อินดัสเทรียล พาร์ค จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เวิร์คพอยท์ เอ็นเทอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท มาสเตอร์ แอด จำกัด (มหาชน)

กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม

บริษัท อ่าปีโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอ.เจ.พลาสติก จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อลูคอน จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอเชีย เมทัล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอเชีย พรีซิชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยสโตร์จ แบริเคตอรี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท บางสะพานบาร์มิล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แคปปิตอล เอ็นจิเนียริง เน็ตเวิร์ค จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ซีดี สตีล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ฝ่าจิบ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ซีเอสพี สตีลเซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ชัยวัฒนา แทนเนอรี่ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อีชีน เฟ้นท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ฟรุ๊กว่า เมืททิล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โกลบอล คอนเน็คชั่นส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท จี เจ สตีล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท จี สตีล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท กู้ดเยียร์(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ฮั่วฟง รับเบอร์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อินเตอร์ไฮด์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โพลโค-ไทยน็อกซ์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อีโนเว รับเบอร์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)
 บริษัท กุลธรรเคอร์บี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โลหะกิจ เมืททอล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แมกซ์ เมทิล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอ็ม.ซี.เอส.สตีล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท มิลล์คอน สตีล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอ็นอีพี อสังหาริมทรัพย์ และอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท นิปปอน แפק(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แปซิฟิกไพพ์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท พัฒน์กล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท พาโตเคมีอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เพิ่มสินสตีลเว็คส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โพลีเพล็กซ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ริช เอเชีย สตีล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สามชัย สตีล อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สมบูรณ์ แอ๊ดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สหมิตรเครื่องกล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอส เอ็น ซี ฟอ์เมอร์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท เอส. แพ็ค แอนด์ พรินท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สยามภัณฑ์กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สหวิริยาสติลอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ศูนย์บริการเหล็กสยาม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยสแตนเลย์การไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยคาร์บอนแบล็ค จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยเซ็นทรัลเคมี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ที.ซี.เจ.เอเชีย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อุตสาหกรรมผ้าเคลือบพลาสติกไทย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยเคนเปเปอร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยฟิล์มอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทย-เยอรมัน โปรดัคส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทานตะวันอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยแลนด์ไอออนเวิกส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ที.กรุ๊ปไทยอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อุตสาหกรรมถังโลหะไทย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ค้าเหล็กไทย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยนามพลาสติกส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทย โอ.พี.พี. จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยโพลีอะคริลิก จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยพลาสติกและเคมีภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยบรรจุภัณฑ์และการพิมพ์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยรุ่งยูเนี่ยนคาร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยสตีลเคเบิล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทาทา สตีล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยไวร์โปรดักท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยคูน เวิลด์ไวด์ กรุ๊ป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยจ๊วนเมทัล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ยูเนี่ยนพลาสติก จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท วโรปกรณ์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท วินิไทย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไวท์กรุป จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ขงไทย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ยานภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)

กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

บริษัท เอเชียไฟเบอร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท บางกอกไนลอน จำกัด (มหาชน)
 บริษัท บุคคินิวซีตี้ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท คอมพาสส์ อีสต์ อินดัสตรี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท คาสเซอร์ฟิคโฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ซี.พี.แอล.กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ดีเอสจี อินเตอร์เนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ดี.ที.ซี.อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แฟนชีวูด อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไอ.ซี.ซี. อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อินเตอร์ ฟาร์อีสท์ วิศวกร จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แจ็กเจียอุตสาหกรรม (ไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท กันยงอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ลัคกี้เท็กซ์ (ไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โมเดอร์นฟอर्मกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
 บริษัท นิวซีตี้ (กรุงเทพฯ) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โอ ซี ซี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โอเชียนกลาส จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แปนเอเชียฟู้ดแวร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ประชาอาภรณ์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แพรนด้า จิวเวลรี่ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ร็อกเวธ จำกัด (มหาชน)
 บ.เอส แอนด์ เจ อินเตอร์เนชั่นแนล เอนเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ซาบีน่า จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สว่างเอ็กซ์พอร์ต จำกัด (มหาชน)

บริษัท สยามสตีลอินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ศรีไทยซูเปอร์แวร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ชันไทยอุตสาหกรรมถุงมือยาง จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สหยูเนี่ยน จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ธนุลักษณ์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยออดิโกล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เท็กซัสไทล์เพรสทิจ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยเรยอน จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โรงงานผ้าไทย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทีทีแอล อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยโทรเท็กซัสไทล์มิลลส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ยูเนี่ยนไฟโอเนียร์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ยูเนี่ยนอุตสาหกรรมสิ่งทอ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยวาโก้ จำกัด (มหาชน)

กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

บริษัท อารียา พรอพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอฟ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท บ้านริออคการ์เด็น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ซาญอัสสระ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)
 บริษัท คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไดนาสดีเชรามิค จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ดีคอนโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ผลิตภัณฑ์ตราเพชร จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน)

บริษัท อีสเทอร์น สตาร์ เรียว เอสเตท จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เจนเนอร์ล เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวล๊อปเมนต์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เค.ซี. พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท กฤษดามหานคร จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เคปเปล ไทย พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ลลิต พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แลนด์เอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท มั่นคงเคหะการ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอ็น. ซี. เฮาส์ซิง จำกัด (มหาชน)
 บริษัท นวนคร จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เนเชอรัล พาร์ค จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อนุสาศิริ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เนาวรัตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท พีเออี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
 บริษัท พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟก จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
 บริษัท พรินซิเพิล แคปิตอล จำกัด (มหาชน)
 บริษัท พรีเมียร์ โปรดัคส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท พรีเมียม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ปรึกษากรู๊ป จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ปรินซ์สิริ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท พฤษภา เรียวเอสเตท จำกัด (มหาชน)

บริษัท ควอลิตี้คอนสตรัคชั่น โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท รสา พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โรแยล ซีรามิก อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไรมอน แลนด์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สัมมากร จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ปูนซิเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทักษิณคอนกรีต จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ซีพีไค้ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท แสนสิริ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ศรีราชาคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ชีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ชูเปอร์บล็อก จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ชินเท็ก คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทิปปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท อุตสาหกรรมพรมไทย จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทย-เยอรมัน เซรามิก อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน)
 บริษัท ทีอาร์ซี คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท โตโย-ไทย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
 บริษัท สหโมเสคอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)

บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)

บริษัท ยูนิ เวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท วนชัย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

บริษัท วรณ แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)

บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

บริษัท วิก แอนด์ ซุคแลนด์ จำกัด (มหาชน)



ประวัติการศึกษา และการทำงาน

ชื่อ - นามสกุล

นางสาวศศิวิมล เกิดมัน

วัน เดือน ปีเกิด

8 ตุลาคม 2531

สถานที่เกิด

จังหวัดอุดรดิตถ์

ประวัติการศึกษา

บัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยนเรศวร

