



ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Corporate Governance and Stock Price of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

สุธีรา ใจสัตยาบรรณ^{1*} และจิรวัดน์ เมธาสุทธิรัตน์²

Sutheera Jaisattayaban^{1*} and Jirawat Metasuttirat²

¹ อาจารย์, หลักสูตรบัญชีบัณฑิต, สาขาวิทยาการจัดการ, มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

¹ Lecturer, Major in Accounting, School of Management Science, Sukhothai Thammathirat Open University

² ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร., หลักสูตรรัฐประศาสนศาสตรบัณฑิต, สาขาวิทยาการจัดการ, มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

² Assistant Professor Dr., Major in Public Administration, School of Management Science, Sukhothai Thammathirat Open University

*Corresponding author, E-mail: fan_gf2gether@hotmail.com

บทคัดย่อ

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ได้รับการประเมินจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) ในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR) ประจำปี พ.ศ. 2560 โดยวัดจากการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2559 ถึง 17 ตุลาคม พ.ศ. 2560 และได้คะแนนในระดับดีเลิศ ดีมาก และดี รวมทั้งเก็บข้อมูลราคาหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ยของปี พ.ศ. 2560 จากฐานข้อมูล SETSMART จำนวน 343 บริษัท และใช้สถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมานในการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิจัยพบว่า ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัท อย่างไรก็ตาม ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ, ขนาดของคณะกรรมการบริษัท, ราคาหลักทรัพย์



Abstract

This research aims to study about relationship between corporate governance and size of a board of directors and stock price of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. A set of data on the corporate governance scores results (Good, Very good, and Excellent) as obtained from the CGR report of IOD (Thai Institute of Directors) from 2016 to 2017 (1 January 2016 – 17 October 2017), and average stock prices found in 2017 from SETSMART database were gathered, totaling 343 firms' observation. Then, descriptive and inferential statistics were applied to test method.

The findings revealed that CG scoring and size of a board of directors had no relationship with stock price. However, at statistical significance, there was correlation between controlled variables (firm size and debt to equity ratio) and stock price from firms.

Keywords: corporate governance, board size, stock price

บทนำ

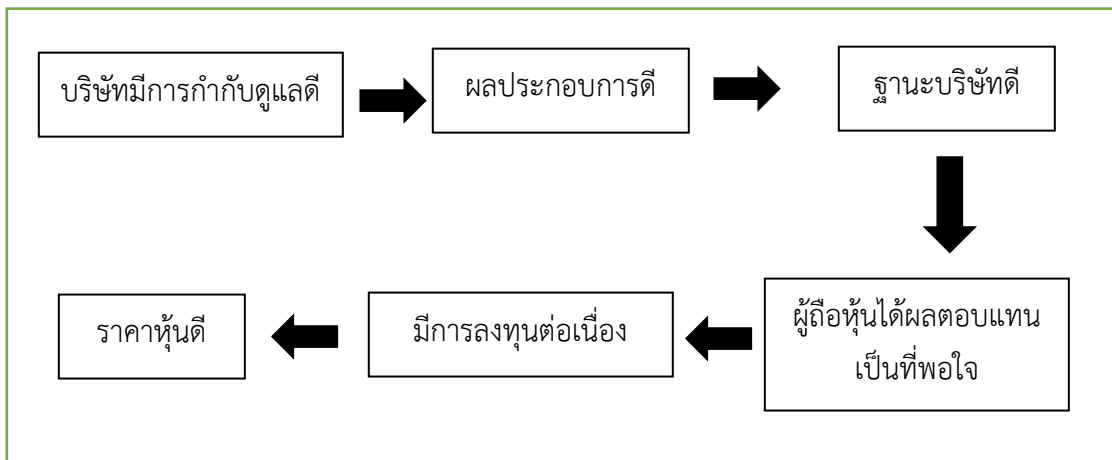
ในปี 2540 ประเทศไทยเกิดปัญหาวิกฤตทางการเงิน (ต้มยำกุ้ง) อันสร้างความเสียหายอย่างรุนแรงต่อสภาพเศรษฐกิจภายในประเทศ บริษัทและสถาบันการเงินหลายแห่งปิดตัวลง ซึ่งสาเหตุสำคัญเกิดจากการขาดการบริหารจัดการที่ดี ทำให้ประเทศไทยต้องกู้เงินจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) เพื่อแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจดังกล่าว โดยมีเงื่อนไขว่าประเทศสมาชิกที่กู้ยืมเงินต้องมีระบบการกำกับดูแลที่ดี (Good Governance: CG) สำหรับประเทศไทยนั้น ในปี 2560 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ Corporate Governance Code (CG Code) ประกอบด้วยหลักปฏิบัติ 8 ประการ เพื่อเป็นหลักปฏิบัติให้คณะกรรมการบริษัท ซึ่งเป็นผู้นำหรือผู้รับผิดชอบสูงสุดขององค์กร นำไปปรับใช้ในการกำกับดูแลกิจการที่เป็นไปเพื่อการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน นอกเหนือจากการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) เป็นองค์กรที่มีภารกิจหลักในการพัฒนาและส่งเสริมให้เกิดการดำเนินธุรกิจตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเชื่อว่าหากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะสามารถสร้างผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น และทำให้เศรษฐกิจไทยเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยใช้หลักเกณฑ์ในการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยที่พัฒนาจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ Organization for Economic Corporation and Development (OECD) และหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจัดทำรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR) เป็นประจำทุกปี ซึ่งเป็นรายงานที่นำเสนอรายชื่อของบริษัทที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ



ดีเลิศ ดีมาก และดี สำหรับเกณฑ์ที่ใช้ในการประเมินแบ่งออกเป็น 5 หมวด ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส และความรับผิดชอบของกรรมการ

ด้วยเหตุนี้การกำกับดูแลกิจการที่ดีกลายเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนมากขึ้น ในต่างประเทศนักลงทุนสถาบันได้ให้ความสำคัญกับเรื่อง CG เป็นอันดับต้น ๆ ในการพิจารณาลงทุนในบริษัทหนึ่ง ๆ ถึงขั้นว่าจะไม่ลงทุนกับบริษัทที่ได้คะแนน CG ต่ำ ๆ (จาร์พรณ อินทรรุ่ง, 2550) สำหรับนักลงทุนในประเทศไทยก็เริ่มให้ความสนใจและความสำคัญกับ CG มากขึ้น ดังงานวิจัยของ ปิณิตา ประยูรวงศ์ (2556) ที่พบว่าภายหลังการประกาศผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี 3 วัน มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์โดยมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของหลักทรัพย์ (CAR) สูงขึ้น เมื่อมีการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่สูงขึ้น และพบว่าบริษัทที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกันมีอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์แตกต่างกัน เนื่องจากเชื่อมั่นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีโอกาสทำให้กิจการมีผลประกอบการดีขึ้นและสามารถจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้ เมื่อผู้ถือหุ้นได้ผลตอบแทนเป็นที่น่าพอใจ จะส่งผลให้มีการลงทุนในกิจการอย่างต่อเนื่อง ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นตามมา ดังภาพประกอบที่ 1



ภาพประกอบที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับราคาหุ้น

ที่มา : บทความเรื่อง CG กับราคาหุ้น สองด้านของเหรียญจริงหรือ (จาร์พรณ อินทรรุ่ง, 2550)

ผู้วิจัยจึงเห็นว่าการศึกษาคำสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์จะสามารถช่วยให้ทราบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น อันเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น และนักลงทุนที่ใช้ข้อมูลประกอบการประเมินมูลค่าและตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์



วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แนวคิด ทฤษฎี กรอบแนวคิด

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

Jensen and Meckling (1976) ได้อธิบายทฤษฎีตัวแทนว่าเป็นความสัมพันธ์ระหว่างผู้ที่เกี่ยวข้อง 2 ฝ่าย ได้แก่ ตัวการ (Principal) ซึ่งเป็นเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น และตัวแทน (Agent) คือ ผู้บริหารบนพื้นฐานว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานของกิจการได้เพียงผู้เดียว จึงต้องมอบอำนาจให้กับตัวแทนหรือผู้บริหารเพื่อทำหน้าที่บริหารงานแทนเจ้าของกิจการเพื่อให้กิจการบรรลุเป้าหมาย และจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ตัวแทนตามสัญญาและผลการดำเนินงาน ตัวแทนที่บริหารงานดีย่อมส่งผลต่อมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น กล่าวได้ว่า เมื่อใดก็ตามที่ผลประโยชน์ของตัวการและตัวแทนมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน จะไม่เกิดข้อขัดแย้ง ในทางตรงกันข้าม หากทั้งสองฝ่ายมีวัตถุประสงค์และผลประโยชน์ที่แตกต่างกัน หรือเกิดการแบ่งแยกระหว่างผู้บริหารและเจ้าของ ย่อมก่อให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agent Problem) ขึ้น ดังนั้นแนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการจะช่วยลดปัญหาตัวแทนได้และยังทำให้กิจการมีความน่าเชื่อถือ โปร่งใสและเป็นที่ยอมรับจากผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องด้วย (La Porta et al., 1997)

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หรือบรรษัทภิบาล หมายถึง ความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแล รวมทั้งกลไกมาตรการที่ใช้กำกับการตัดสินใจของคนในองค์กรให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560) โดยในปี 2560 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ Corporate Governance Code (CG Code) ประกอบด้วยหลักปฏิบัติ 8 ประการ เพื่อให้คณะกรรมการนำไปปรับใช้ตามความเหมาะสมกับบริบทของบริษัท โดยเนื้อหาส่วนใหญ่ของ CG Code นี้ นำมาจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2555 เพียงแต่ปรับลำดับ วิธีการนำเสนอให้เป็นไปตามบริบทการทำหน้าที่ของคณะกรรมการในแต่ละกระบวนการประกอบธุรกิจ และเพิ่มประเด็นใหม่ ๆ เพื่อให้ครอบคลุมถึงแนวคิดหรือปัจจัยที่เปลี่ยนแปลงไป เช่น เพิ่มความชัดเจนของบทบาทความเป็นผู้นำของคณะกรรมการและฝ่ายจัดการ ดังนั้น การมีการกำกับดูแลกิจการย่อมส่งผลดีต่อกิจการและตลาดทุนโดยรวม รวมทั้งการประเมินการกำกับดูแลกิจการโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย จะทำให้เกิดพัฒนาการของบริษัทจดทะเบียนในการปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการให้เป็นมาตรฐานสากล



ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size)

การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการให้มีประสิทธิผลไม่ได้ขึ้นอยู่กับความซื่อสัตย์ มีฝีมือ และความตั้งใจเท่านั้น ยังขึ้นอยู่กับจำนวนกรรมการในคณะกรรมการว่ามีเพียงพอที่จะกำกับดูแลให้สร้างผลประโยชน์ที่เหมาะสมตามความคาดหวังหรือไม่ (ยุทธ วรรณธรราร, 2550) ทั้งนี้ พรบ.บริษัทมหาชนฯ กำหนดว่า กรรมการของบริษัทจำกัด (มหาชน) ต้องมีจำนวนตามที่กำหนดในข้อบังคับของบริษัท ซึ่งต้องไม่น้อยกว่า 5 คน อย่างไรก็ตามในต่างประเทศ ไม่ปรากฏว่ามีการกล่าวถึงข้อกำหนดเกี่ยวกับขนาดของกรรมการว่าเป็น Code of Best Practice โดยให้ความเห็นว่าปัจจัยที่ควรคำนึงถึงน่าจะเป็นเรื่องความรู้ความสามารถของกรรมการแต่ละคนในการประสานงานและร่วมมือกันแก้ไขปัญหาขององค์กรให้บรรลุเป้าหมายมากกว่าเรื่องขนาดของคณะกรรมการบริษัท

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

สุชลธา บุพการะกุล (2551) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2547 - 2549 จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา 280 บริษัทต่อปี และวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยเชิงซ้อน ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก ในขณะที่อายุของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

ปิณิดา ประยูรวงศ์ (2556) ศึกษาผลกระทบของการประเมินระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 - 2555 โดยใช้สถิติ t-test และ One-way ANOVA ในการทดสอบสมมติฐาน ผลการศึกษาพบว่า ภายหลังจากประกาศผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี 3 วัน มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ โดยมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของหลักทรัพย์ (CAR) สูงขึ้น เมื่อมีการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่สูงขึ้น และพบว่าบริษัทที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกันมีอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์แตกต่างกัน

ยุวดี เครือรัฐติกาล (2556) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552 - 2554 จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา 60 บริษัทต่อปี และวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยเชิงซ้อน ผลการศึกษาพบว่า ในปี 2554 ความเสี่ยงทางการเงิน มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และในปี 2552 และ 2553 อายุบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

รวงพงศ์ แก้วคำ (2557) ศึกษาขนาดและองค์ประกอบคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 - 2555 จำนวนตัวอย่างทั้งหมด 991 ตัวอย่าง และวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยเชิงซ้อน ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระและการรวมหรือแยกตำแหน่งประธานกรรมการกับกรรมการผู้จัดการมีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการ ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการ



นภพรรณ ลิ่มตั้ง (2558) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนหลักทรัพย์ในประเทศไทย (SET 100) ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2557 ถึง พ.ศ. 2558 และวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยเชิงซ้อน ผลการศึกษาพบว่าไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับคุณภาพกำไรของบริษัท ในขณะที่ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และบริษัทสอบบัญชี Big4 มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับคุณภาพกำไร

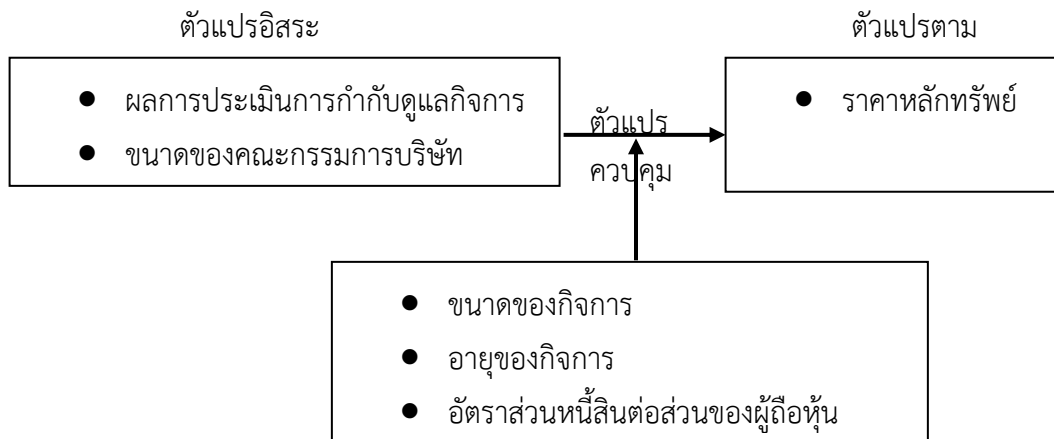
จากแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่จะทำให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีขึ้น ดึงดูดนักลงทุนให้มาลงทุนมากขึ้น อันจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น อีกทั้ง ขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่ใหญ่ขึ้น น่าจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเช่นกัน เนื่องจากคณะกรรมการแต่ละคนต่างมีประสบการณ์และความรู้ความเชี่ยวชาญที่แตกต่างกันไป การผสมผสานความถนัดที่แตกต่างกันจะทำให้การตัดสินใจต่าง ๆ ของบริษัทมีประสิทธิภาพมากขึ้น

จึงเป็นที่มาของสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

H_i : ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H_{ii} : ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

กรอบแนวคิด



ภาพประกอบที่ 2 กรอบแนวคิด



วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ในระดับดีเลิศ ดีมาก และดี ซึ่งถูกเปิดเผยไว้ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ประจำปี พ.ศ. 2560 ยกเว้น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (MAI) จำนวน 97 บริษัท บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน จำนวน 50 บริษัท และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน จำนวน 17 บริษัท จึงทำให้บริษัทกลุ่มตัวอย่างเหลือจำนวน 343 บริษัท โดยจำแนกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
เกษตรและอุตสาหกรรม	41
สินค้าอุปโภคบริโภค	26
สินค้าอุตสาหกรรม	57
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	75
ทรัพยากร	37
บริการ	77
เทคโนโลยี	30
รวม	343

วิธีการเก็บข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้เก็บข้อมูลผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่มีการเปิดเผยในรายงาน CGR ประจำปี พ.ศ. 2560 โดยวัดจากการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2559 ถึง 17 ตุลาคม พ.ศ. 2560 จากฐานข้อมูลออนไลน์ www.thai-iod.com สำหรับข้อมูลเกี่ยวกับข้อมูลทางการเงิน (ขนาดของกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และอายุของกิจการ เก็บรวบรวมจากรายงานประจำปี รายงานทางการเงิน และแบบแสดงข้อมูลประจำปี (56-1) รวมทั้งเก็บข้อมูลราคาหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 จากฐานข้อมูล SETSMART (SET Marketing Analysis Analysis and Reporting Tool)



ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

1. ตัวแปรอิสระ คือ ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่มีการเปิดเผยในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ประจำปี พ.ศ. 2560 และขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size)

การวัดค่าผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

- ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ (Excellent) ให้แทนค่า 3
- ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีมาก (Very good) ให้แทนค่า 2
- ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดี (Excellent) ให้แทนค่า 1

การวัดค่าขนาดของคณะกรรมการบริษัท

วัดจาก จำนวนของคณะกรรมการบริษัทจากรายงานประจำปี 2560

2. ตัวแปรตาม คือ ราคาหลักทรัพย์ (Stock Price)

ราคาหลักทรัพย์ในงานวิจัยครั้งนี้ใช้ราคาหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ย คือ ราคาซื้อขายเฉลี่ย โดยคำนวณจากมูลค่าซื้อขายสะสมหารด้วยปริมาณซื้อขายสะสม

3. ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการ (Firm Size) อายุของกิจการ (Firm Age) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt-to-Equity Ratio)

- ขนาดของกิจการ (Firm Size) วัดจาก ค่า Log ของสินทรัพย์รวมของธุรกิจนั้น ๆ
- อายุของกิจการ (Firm Age) นับจากปีที่ก่อตั้งบริษัท
- อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt-to-Equity Ratio) วัดจากหนี้สินรวมหารส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

วิธีวิเคราะห์ข้อมูล

เมื่อเก็บรวบรวมข้อมูลแล้วจะทำการประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติดังต่อไปนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum)

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) จะใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การทดสอบสมมติฐานเมื่อระดับนัยสำคัญที่ได้มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05



ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่เป็นตัวแปรเชิงปริมาณ

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
STOCK PRICE	29.7328	503.9200	0.0300	64.9173
CG	1.9271	3.0000	1.0000	0.7477
BOARDSIZE	10.3207	21.0000	5.0000	2.4890
FIRMSIZE	15.9204	21.5263	12.9217	1.5345
LEV	1.1076	12.7100	0.0100	1.2502

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis) ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับราคาหลักทรัพย์ตามสมมติฐานที่ตั้งไว้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้ดังนี้

ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย :

$$\text{STOCK PRICE} = \beta_0 + \beta_1\text{CG} + \beta_2\text{BOARDSIZE} + \beta_3\text{FIRMSIZE} + \beta_4\text{AGE} + \beta_5\text{LEV}$$

โดยที่ STOCK PRICE คือ ราคาหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ย
 CG คือ ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ
 BOARDSIZE คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท
 FIRMSIZE คือ ขนาดของกิจการ (ln (Total Assets))
 LEV คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio)



ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อนของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

ตัวแปร	Coefficient	t	Sig.
CG	-7.8825	-1.4763	0.1408
BOARDSIZE	1.5323	0.8777	0.3807
FIRMSIZE	12.2615	2.8460	0.0047
AGE	0.0898	0.7623	0.4464
LEV	-9.3161	-2.9731	0.0032
Adjusted R-Square		0.0760	
F-Statistic		6.6290	
n		343	

** มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

จากตารางที่ 3 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับแล้ว (Adjusted R-Squared) ของข้อมูลทั้งหมดมีค่า 0.0760 หมายความว่า ตัวแปรอิสระต่างๆ คือ ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOARDSIZE) ขนาดของกิจการ (FIRMSIZE) อายุของกิจการ (AGE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LEV) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (STOCK PRICE) ได้ร้อยละ 7.60 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 92.40 เกิดจากตัวแปรอื่นที่ไม่ได้นำมาพิจารณา และพบว่าผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และอายุของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ รวมทั้งอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สรุปและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระคือผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการประจำปี พ.ศ. 2560 ในระดับดีเลิศ ดีมาก และดี และขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับตัวแปรตามคือราคาหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ยของบริษัทปีพ.ศ. 2560 โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis) ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าว ซึ่งผลการวิจัยมีประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น และนักลงทุนที่ใช้ข้อมูลประกอบการประเมินมูลค่าและตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์



จากผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis) พบว่า ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์

สาเหตุที่ผลการทดสอบไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์ คาดว่าอาจเกิดจากราคาหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ยของแต่ละบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้เป็นตัวแปรตามในการวิจัยครั้งนี้ เป็นผลมาจากปัจจัยหลายด้าน ไม่ว่าจะเป็นผลการดำเนินงานของบริษัท ปัจจัยด้านเศรษฐกิจ สังคม และการเมือง ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอาจเป็นข้อมูลที่ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนไม่ค่อยให้ความสนใจเท่าที่ควรในการนำมาใช้พิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ นภพรรณ ลิมตั้ง (2558) ที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับคุณภาพกำไรของบริษัท แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ ปิณิดา ประยูรวงศ์ (2556) ที่พบว่า ภายหลังจากประกาศผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี 3 วัน มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ โดยมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของหลักทรัพย์ (CAR) สูงขึ้น เมื่อมีการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่สูงขึ้น ทั้งนี้เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์แตกต่างกัน

สำหรับสาเหตุที่ผลการทดสอบไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ ไม่ว่าจะบริษัทจะมีจำนวนคณะกรรมการบริษัทเพิ่มขึ้นหรือลดลงก็ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด คาดว่าอาจเกิดจากบริษัทที่เลือกเป็นตัวอย่างมีประเภทอุตสาหกรรม ลักษณะการดำเนินธุรกิจ เป้าหมาย และกลยุทธ์ในการดำเนินงานที่แตกต่างกัน ส่งผลให้มีการกำหนดขนาดของคณะกรรมการที่ไม่เท่ากัน อย่างไรก็ตาม การมีคณะกรรมการบริษัทในจำนวนที่เหมาะสมจะทำให้การทำงานของคณะกรรมการมีประสิทธิภาพและบรรลุเป้าหมายขององค์กรได้ ในทางตรงกันข้าม หากมีจำนวนคณะกรรมการบริษัทมากเกินไป นอกจากจะไม่สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการแล้วยังเกิดต้นทุนตัวแทน (Agent Costs) จากค่าตอบแทนที่ต้องให้กับคณะกรรมการอีกด้วย ดังงานวิจัยของ วงพงค์ แก้วคำ (2557) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับคุณภาพกำไรของบริษัทและงานวิจัยของ นภพรรณ ลิมตั้ง (2558) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการกับมูลค่าของกิจการ ทั้งนี้ยังไม่มียานวิจัยที่ทำการศึกษาขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับราคาหลักทรัพย์

นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดใหญ่ (สินทรัพย์รวมที่มาก) จะมีราคาหลักทรัพย์สูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก (สินทรัพย์รวมน้อยกว่า) เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีข้อได้เปรียบในเรื่องข้อจำกัดต่าง ๆ ของการลงทุน ซึ่งจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ สุขลธา บุพการะกุล (2551) ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทที่มีระดับการก่อหนี้ที่เพิ่มสูงขึ้น จะทำให้มีต้นทุนในการหาแหล่ง



เงินทุนสูงขึ้นตามไปด้วย อันจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยของ ยูวดี เครือรัฐติกาล (2556) ในขณะที่อายุของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ สอดคล้องกับงานวิจัยของสุชลธา บุพการะกุล (2551) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอายุของกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท และงานวิจัยของ ยูวดี เครือรัฐติกาล (2556) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอายุของกิจการกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม เพราะถึงแม้ว่ากิจการจะเริ่มดำเนินงานเป็นเพียงระยะเวลาสั้น ๆ แต่หากกิจการมีนโยบาย วิสัยทัศน์ พันธกิจ เป้าประสงค์ที่ชัดเจน และมีการบริหารจัดการที่ดี จะทำให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีด้วย ในทางตรงกันข้าม หากบริษัทดำเนินกิจการมาเป็นเวลานาน แต่ผู้นำขาดวิสัยทัศน์หรือมีการบริหารจัดการที่ไม่เหมาะสม จะส่งผลให้ผลประกอบการที่ตกต่ำลง สรุปได้ว่าราคาหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานของบริษัทไม่ได้ขึ้นอยู่กับอายุของกิจการ หากแต่อยู่ที่การบริหารงานของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้อง

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. งานวิจัยฉบับนี้ใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2560 ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตควรขยายขอบเขตในการศึกษาให้มากขึ้น เพื่อให้ผลวิจัยมีประสิทธิภาพมากขึ้น
2. งานวิจัยในอนาคตอาจแยกการศึกษาเป็นรายอุตสาหกรรม เนื่องจากในแต่ละอุตสาหกรรมมีลักษณะที่แตกต่างกันออกไป เพื่อให้ผลการวิจัยสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ชัดเจนขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- จารุพรรณ อินทรรุ่ง. (25 กันยายน 2550). *CG กับ ราคาหุ้นสองด้านของเหรียญจริงหรือ*. สืบค้นจาก <http://www.sec.or.th/TH/Pages/Information/pagelink-Article/7PTD/2550/2550-5.aspx>
- นภพรรณ ลิ้มตั้ง. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนหลักทรัพย์ในประเทศไทย (SET 100)*. การค้นคว้าอิสระปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ปิณิดา ประยูรวงศ์. (2556). *ผลกระทบของการประเมินระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ยุทธ วรรณธรร. (มกราคม 2550). *CG ดี หุ่นมีราคาจริงหรือ*. สืบค้นจาก http://www.set.or.th/sustainable_dev/th/cg/files/doc_seminar/2007/CG_Value.pdf
- ยูวดี เครือรัฐติกาล. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ*. รายงานการวิจัย. มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- วงพงค์ แก้วคำ. (2557). *ขนาดและองค์ประกอบคณะกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์.



สุขลธา บุพการะกุล. (2551). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (26 ธันวาคม 2560). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ปี 2560. สืบค้นจาก <https://www.cgthailand.org>

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.

La Porta, F. L., Shleifer, A. & Vishny, A. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 2 (7), 1131-1150.