

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
Relationship between Corporate Governance and Business Values
of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ*

Penjan Seangarvut

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยตาปี

Faculty of Accounting, Tapee University

บุญญภณ เทพประสิทธิ์**

Punyapon Teprassit

รัชนี บินยาเซ็น***

Ratchanee Binyasen

กรรมการบริหาร บริษัท เอ็มวีพี คอนซัลแตนท์ จำกัด, กรรมการบริหาร บริษัท เดอะ ไดนามิค โค้ชชิ่ง จำกัด

Director, MPV Consultant Co., Ltd, Director, The Dynamic Coaching Co., Ltd.

พรรณเพ็ญ สิริพัฒนา****

Panpen Sittipatana

จักรพันธ์ พงษ์เกตรา*****

Jackraphan Phongpetra

มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์, ประเทศไทย

Rajapruk University, Thailand

E-mail : penjan_tib@hotmail.com

Received: December 30, 2021

Revised: March 09, 2022

Accepted: March 12, 2022

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แบบวิธีการวิจัยเชิงปริมาณ เก็บรวบรวม

* ดร.เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ, Dr.Penjan Seangarvut คณะบัญชี มหาวิทยาลัยตาปี, Faculty of Accounting,
Tapee University.

** ดร.บุญญภณ เทพประสิทธิ์, Dr.Punyapon Teprassit, กรรมการบริหาร บริษัท เอ็มวีพี คอนซัลแตนท์ จำกัด,
Director, MPV Consultant Co., Ltd, ที่ปรึกษาการวิจัย, Advisor.

*** นางสาวรัชนี บินยาเซ็น, Miss Ratchanee Binyasen, กรรมการบริหาร บริษัท เดอะ ไดนามิค โค้ชชิ่ง จำกัด,
Director, The Dynamic Coaching Co., Ltd.

**** ดร.พรรณเพ็ญ สิริพัฒนา Dr.Panpen Sittipatana มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์ Rajapruk University

***** ดร.จักรพันธ์ พงษ์เกตรา Dr.Jackraphan Phongpetra มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์ Rajapruk University

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ๑๑

ข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน ๒๔๐ บริษัท จากรายงานประจำปี (แบบ ๕๖-๑) และฐานข้อมูลจาก SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลการดำเนินงานติดต่อกันระหว่างปี ๒๕๕๘-๒๕๖๒ รวม ๕ ปี ผลการวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วยโครงสร้างกรรมการบริษัท และค่าตอบแทนกรรมการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยบริษัทที่มีโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและเข้มแข็งช่วยลดปัญหาตัวแทน ทำให้เกิดการตรวจสอบ ติดตาม ผลการปฏิบัติงานตามวัตถุประสงค์ และสร้างมูลค่าแก่กิจการทำให้มูลค่าทางการตลาดสูงขึ้น

คำสำคัญ : การกำกับดูแลกิจการ; มูลค่ากิจการ; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

The purpose of this research was to study the relationship between corporate governance and business value of the listed companies on the Stock Exchange of Thailand. Using a quantitative research method. Collected data from a sample of 240 companies from the annual report (Form 56-1) and the database from SETSMART of the Stock Exchange of Thailand with consecutive operating results during the year 2015 - 2019, totaling 5 years. The results showed that corporate governance consisting of the structure of the Board of Directors and directors' remuneration influences the business value of listed companies on the Stock Exchange of Thailand. The company with good corporate governance structure and strong will reduce agent problems. Causing audits and follow-up on performance in accordance with the objectives and create value for the business, making the market value higher.

Keywords: Corporate Governance; Business Values; Stock Exchange of Thailand.

บทนำ

การกำกับดูแลกิจการก่อตั้งขึ้นล้นมีเป้าหมายหลักเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ เพราะฉะนั้น ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการจึงต้องการผลตอบแทนที่คุ้มค่าแก่การลงทุนซึ่งบางกิจการจะดำเนินงานทุกอย่างเพื่อให้เป็นไปตามจุดมุ่งหมายเพื่อสร้างผลตอบแทนให้มากที่สุด โดยไม่ว่าใครจะได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานบ้าง กลไกการกำกับดูแลกิจการสามารถสะท้อนพฤติกรรมของคนและความเป็นไปในองค์กรเพื่อใช้อธิบายมูลเหตุจูงใจของผู้บริหารในการประพฤติมิชอบ การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ระหว่างคณะผู้บริหาร คณะกรรมการบริษัท ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียทุกรายที่เกี่ยวข้อง เป็นโครงสร้างความสัมพันธ์ซึ่งมีคณะกรรมการเป็นตัวกลางของความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลต่าง ๆ คอยควบคุม ติดตามผู้บริหารให้ปฏิบัติงานด้วยความโปร่งใส เป็นไปตามวัตถุประสงค์

บรรลุถึงเป้าหมายขององค์กร และสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้องค์กรในระยะยาว^๑ ความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสองฝ่ายซึ่งฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวการ (Principle) หมายถึง ผู้ที่ต้องการให้บริษัทมีกำไรและได้ผลประโยชน์สูงสุดคุ้มค้ำกับที่ลงทุนไป กับอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่า ตัวแทน (Agent) หมายถึง ตัวแทนกรรมการบริษัทหรือเจ้าของมีหน้าที่ต้องออกแบบการบริหารบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพภายใต้คำตอบแทนที่ ทำให้ผู้ว่าจ้างหรือตัวการมีความพึงพอใจสูงสุด^๒ ด้วยข้อจำกัดทางด้านวัฒนธรรมที่ควบคุมการแบ่งปันผลประโยชน์โดยมองข้ามผลกระทบที่บริษัทอาจมีต่อสังคม ดังนั้นการสนับสนุนให้มีการดูแลสอดส่องจากภายนอกตามหลักการกำกับดูแลกิจการนั้นเป็นอีกกลไกหนึ่งที่ช่วยในเรื่องการควบคุมผู้บริหารไม่ให้ดำเนินงานเพื่อเอื้อประโยชน์แก่ตนเอง และปฏิบัติงานตามหลักธรรมาภิบาลด้วยความโปร่งใส การกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถลดขอบเขตในการตรวจสอบของผู้สอบบัญชีได้ ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าทางการตลาดที่เพิ่มขึ้น^๓

การกำกับดูแลกิจการก่อตั้งขึ้นล้วนมีเป้าหมายหลักเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ ในขณะที่เจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียว^๔ ได้จึงทำให้ต้องมีบุคคลที่เข้ามาช่วยในการบริหารงานแทน^๕ ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการต้องการผลตอบแทนที่คุ้มค้ำแก่การลงทุนบางกิจการจะดำเนินงานทุกอย่างเพื่อให้เป็นไปตามจุดมุ่งหมายเพื่อสร้างผลตอบแทนให้ได้มากที่สุดโดยไม่คำนึงถึงความสำคัญว่าใครจะได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานบ้าง ความสัมพันธ์ระหว่างตัวการผู้ซึ่งต้องการให้บริษัทมีกำไรและได้ผลประโยชน์สูงสุดคุ้มค้ำกับที่ลงทุนไปโดยจะคำนึงหรือไม่คำนึงถึงวิธีการที่จะได้มาของผลตอบแทนเหล่านั้น กับตัวแทนที่เปรียบเสมือนลูกจ้างไม่ว่าจะเป็นลูกจ้างระดับสูงหรือต่ำ ผู้ซึ่งมีหน้าที่ต้องทำให้ผู้ว่าจ้างหรือตัวการมีความพึงพอใจสูงสุดและความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของกับตัวแทนอาจนำไปสู่ปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นเมื่อเจ้าของให้ความไว้วางใจให้อำนาจในการตัดสินใจทางการบริหารงานต่าง ๆ โดยที่ผู้บริหารอาจใช้อำนาจที่มีอยู่ในการบริหารงานโดยไม่คำนึงถึงการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ หรือมุ่งแต่ผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่า^๖ ดังนั้น การสร้างกลไกการกำกับดูแล

^๑ Jensen & Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Finance Economics*, Vol 3, No. 4, (October 1976) : 305-360.

^๒ Jensen, M. C., "Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function", *European Financial Management*, Vol. 7, No. 3, (September 2001) : 297-317.

^๓ Ghosh S., "External Auditing, Managerial Monitoring and firm Valuation: An Empirical Analysis for India", *International Journal of Audition*, Vol. 11, No. 1, (March 2007) : 1-15.

^๔ ศิลปพร ศรีจันทเพียร, "ทฤษฎีบริษัท", ปีที่ ๓๑, ฉบับที่ ๑๒๐, (ตุลาคม-ธันวาคม ๒๕๕๑): ๒-๔.

^๕ กรณ์ธีรรัตน์ บุญญวัฒน์ และ ศักดา มาฉวนพัฒน์, "โครงสร้างการถือหุ้นและคุณภาพของรายการทางการเงิน", *วารสารนักบริหาร*, (มหาวิทยาลัยกรุงเทพ), ปีที่ ๓๑, ฉบับที่ ๒, (เมษายน - มิถุนายน ๒๕๕๔) : ๑๕๒-๑๕๘.

^๖ Jensen, M.C., & Meekling, W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Finance Economics*, Vol. 3, No. 4, (October 1976) : 305-360.

กิจการที่ดีโดยเน้นการสอดส่องดูแล และการรักษาสัญญาจะช่วยแก้ไขปัญหานี้ให้ลดลงได้ การให้ความสำคัญสำคัญกับบุคคลแต่ละกลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานของบริษัทตามหลักการแผนที่ Freeman ได้แก่ กลุ่มนักลงทุน กลุ่มพนักงาน กลุ่มลูกค้า กลุ่มผู้ขาย รัฐบาล กลุ่มผู้มีความสนใจ และสังคม” ซึ่งการนำแนวคิดและทฤษฎีนี้ไปใช้ในประเด็นที่มีสมมติฐานที่มีความสัมพันธ์ระหว่างผู้มีส่วนได้เสียที่แตกต่างกัน เช่น การหาความสัมพันธ์ในเรื่องสิทธิของผู้มีส่วนได้เสีย อำนาจของผู้มีส่วนได้เสีย” โครงสร้างการถือหุ้นช่วยสะท้อนถึงอำนาจการควบคุมภายในของบริษัทซึ่งมีผลกระทบต่อแรงจูงใจของผู้บริหารหรือผู้มีอำนาจควบคุมการจัดทำรายงานทางการเงินที่แตกต่างกัน ผู้บริหารในบริษัทที่มีอำนาจควบคุมในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมักมีแรงจูงใจในการสร้างรายการทางการเงินที่เป็นเท็จ ในขณะที่ผู้บริหารบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวมักมีแรงจูงใจในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีที่นำเสนอในรายงานทางการเงินซึ่งกระทบต่อคุณภาพของข้อมูลที่แสดงในรายงานทางการเงินเช่นกัน”^๙ โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่สามารถคัดค้านหรือโต้แย้งการกระทำของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้เนื่องจากระบบกลไกและกฎหมายในการกำกับดูแลที่สร้างขึ้นมาเพื่อปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นมีความอ่อนแอและไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควรทำให้มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและเกิดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนจึงจำเป็นต้องลดแรงจูงใจลง อันเนื่องมาจากการที่ผลประโยชน์ไม่สอดคล้องไปในทิศทางเดียวกัน”^{๑๐} การหาโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่เหมาะสมกับกิจการเพื่อลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในแบบต่าง ๆ เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีส่วนกำหนดให้ผลการดำเนินงานเป็นเท็จ ดังนั้น เพื่อลดความขัดแย้งในการบริหารงานระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหารเพื่อให้เกิดผลประโยชน์ที่สอดคล้องกันและสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการด้วยคุณภาพรายงานทางการเงินที่มีประสิทธิภาพสามารถสะท้อนถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานของฝ่ายบริหารและผลการดำเนินงานของกิจการได้เป็นอย่างดี”^{๑๑}

^๙ Freedman, M. & Jaggi, B., “Pollution Disclosures, Pollution Performance and Economic Performance”, *Omega, The International Journal of Management Science*, Vol. 10, No. 2, (1982) : 167-176.

^{๑๐} Deegan, C., & Unerman, J., “Financial Accounting Theory”, McGraw-Hill Education, (Book 2006) : 466.

^{๑๑} ธกานต์ ชาติวงศ์, “ทฤษฎีที่ใช้อธิบายงานวิจัยทางบัญชี: จากอดีตถึงอนาคต”, *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ*, (สมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทย ในพระราชูปถัมภ์ สมเด็จพระเทพรัตนราชสุดาฯ สยามบรมราชกุมารี), ปีที่ ๖, ฉบับที่ ๒, (กรกฎาคม - ธันวาคม ๒๕๖๐) : ๑๘๙-๑๙๘.

^{๑๒} Joseph P. H. Fan & T. J. Wong, “Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, No. 3, (August 2002) : 401-425.

^{๑๓} ศิลพร ศรีจันทเพช, “ทฤษฎีบริษัทภิบาล”, ปีที่ ๓๑, ฉบับที่ ๑๒๐, (ตุลาคม-ธันวาคม ๒๕๕๑) : ๒-๔.

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีการดำเนินการวิจัย

การดำเนินการวิจัยแบบวิธีการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) เป็นการออกแบบการวิจัยแบบสำรวจ (Survey) โดยการทบทวนวรรณกรรมเพื่อสร้างและพัฒนากรอบแนวคิด และเครื่องมือแบบบันทึกข้อมูลเพื่อเก็บข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างก่อนเข้าสู่กระบวนการวิเคราะห์ทางสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เพื่ออธิบายผลจากแบบบันทึกหรือเครื่องมือการวิจัยที่เก็บรวบรวมข้อมูลตามตัวแปรของกลุ่มตัวอย่างจำนวน ๒๔๐ บริษัท จากรายงานประจำปี (Annual Report) แบบ ๕๖-๑ หนังสือเชิญ (Notice) รายงานการประชุมผู้ถือหุ้น (Minute Meeting) รายงานการกำกับดูแลกิจการ (CG Report) และฐานข้อมูลจาก SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลการดำเนินงานติดต่อกันระหว่างปี ๒๕๕๘- ๒๕๖๒ รวมระยะเวลาในการศึกษา ๕ ปี ซึ่งไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูผลการดำเนินงาน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่แจ้งว่าไม่ประสงค์จะให้เปิดเผยข้อมูลและบริษัทที่ไม่มีความสมบูรณ์ของข้อมูลหรือบริษัทที่ได้มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในระหว่างปี ที่มีผลการประเมินติดต่อกัน ๕ ปี โดยเก็บรวบรวมข้อมูลเชิงปริมาณเพื่อมาทำการบันทึกข้อมูลเป็นรหัสก่อนเข้าสู่กระบวนการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยโดยใช้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์แบบพหุคูณ (Multiple regression Analysis)

การเก็บรวบรวมข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาดังมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

การกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ และค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) โดยรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี (Annual Report) แบบ ๕๖-๑ หนังสือเชิญ (Notice) รายงานการประชุมผู้ถือหุ้น (Minute Meeting) จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย^{๑๒}

มูลค่ากิจการ ประกอบด้วย P/E Ratio, P/BV Ratio, และ Tobin's Q โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลจาก SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย^{๑๓}

^{๑๒} ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “รายงานประจำปีแบบ ๕๖-๑”, [ออนไลน์], แหล่งที่มา : www.set.or.th, [๒๕๖๓].

^{๑๓} ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “รายงานข้อมูลประจำปี”, [ออนไลน์], แหล่งที่มา : www.setsmart.com, [๒๕๖๓].

ผลการวิจัย

จากผลการวิเคราะห์ทางสถิติพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โครงสร้างกรรมการบริษัท และค่าตอบแทนกรรมการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

อภิปรายผลการวิจัย

ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างกรรมการบริษัทมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่าเพิ่มของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ แต่ละบริษัทสามารถกำหนดจำนวนกรรมการไว้ในข้อบังคับของบริษัทขึ้นต่ำต้องไม่น้อยกว่า ๕ คน ตามที่กฎหมายกำหนดไว้ คณะกรรมการบริษัทควรกำหนดจำนวนกรรมการตามความเหมาะสมในขนาดและความซับซ้อนของธุรกิจโดยพิจารณาจากปัจจัยที่สำคัญหลาย ๆ ด้าน โครงสร้างกรรมการเป็นหนึ่งในปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ การกำกับดูแลกิจการมีความสำคัญในการผลักดันมูลค่าทางการตลาดสู่ความมั่งคั่งสูงสุด จากงานวิจัยของ Mouselli & Hussainey^{๑๔} ได้กล่าวถึง ผลกระทบที่ทำให้คุณภาพกลไกการกำกับดูแลกิจการช่วยลดปัญหาด้านตัวแทน เนื่องจากสามารถติดตาม กำกับ ดูแล ผู้บริหารในการจัดการผลประโยชน์เพื่อบรรลุตามวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัทเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียโดยมีบทบาทในการควบคุม สอดคล้องกับงานวิจัยของ Arora & Sharma^{๑๕} พบว่า คณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่เกี่ยวข้องกับความรู้ทางปัญญามากสามารถช่วยในเรื่องการตัดสินใจมากขึ้น แต่ทั้งนี้อิทธิพลเชิงลบ สามารถอธิบายได้ว่ายิ่งโครงสร้างกรรมการบริษัทมีขนาดใหญ่มากขึ้นจะส่งผลต่อเรื่องของความคล่องตัวในการบริหารจัดการ ซึ่งสอดคล้องกับ Vo and Phan^{๑๖} พบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศเวียดนามประเด็นที่น่าสนใจคือขนาดของคณะกรรมการที่แตกต่างกันประสิทธิภาพการทำงานของบริษัทจะลดลงและผลลัพธ์จากการศึกษายังแสดงให้เห็นว่าค่าตอบแทนของคณะกรรมการจะช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนจึงต้องพิจารณาระดับ

^{๑๔} Mouselli, S. & Hussainey, K., "Corporate governance, analyst following and firm value", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 14, No. 4, (July 2014) : 453-466.

^{๑๕} Arora, A. & Sharma, C., "Corporate Governance and Firm Performance in Developing Countries : Evidence from India". *Emerald Insight, Corporate Governance*, Vol. 16, No. 2, (April 2016) : 420-436.

^{๑๖} Vo, D., & Phan, T., "Corporate Governance and firm performance : Empirical evidence from Vietnam", *Journal of Financial Economics*, JED No. 218, (October 2013) : 62-78.

คำตอบแทนที่เหมาะสมและแข่งขันกันได้ในกลุ่มของคณะกรรมการ และงานวิจัยของ Berming & Frick^{๑๓} พบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีผลกระทบเชิงลบต่อการประเมินมูลค่าและประสิทธิภาพของบริษัท แสดงให้เห็นว่าสภาพแวดล้อมบางอย่างที่มีความซับซ้อนมีผลกระทบที่แตกต่างกันในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน ดังนั้นขนาดและองค์ประกอบของคณะกรรมการที่เหมาะสมจะส่งผลดีที่สุดต่อผลการดำเนินงานเพื่อให้บรรลุตามวัตถุประสงค์และช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการได้

คำตอบแทนกรรมการมีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับแนวคิดของ Andreas et al.^{๑๔} ที่อธิบายในทฤษฎีตัวแทนว่ากรรมการบริษัทจัดเป็นกลไกหนึ่ง ในการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างฝ่ายบริหารกับเจ้าของของบริษัท ดังนั้นเจ้าของบริษัทซึ่งเป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มสุดท้ายของบริษัทที่มีอำนาจในการต่อรองจะกำหนดคำตอบแทนกรรมการบริษัทให้เป็นไปเพื่อประโยชน์ของตนโดยมุ่งเน้นให้ลดต้นทุนของปัญหาตัวแทน มีกระบวนการสร้างความโปร่งใสในเรื่องการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการ ด้านการแต่งตั้งคณะกรรมการ พิจารณาค่าตอบแทนที่มีบุคคลซึ่งมีความเป็นกลางและมีความเป็นอิสระ มีกรรมการอิสระเป็นประธาน และสมาชิกส่วนใหญ่ทำหน้าที่กลั่นกรองและพิจารณารูปแบบ หลักเกณฑ์ และความเหมาะสมของคำตอบแทน ก่อนที่จะนำเสนอคณะกรรมการพิจารณา เพื่อเสนอผู้ถือหุ้นอนุมัติ เพราะฉะนั้น ความเห็นของกรรมการการพิจารณาค่าตอบแทนจึงเป็นสิ่งที่ไม่ควรละเลย สอดคล้องกับ Brick et al.^{๑๕} กล่าวว่า รูปแบบการจ่ายค่าตอบแทนที่แตกต่างกันย่อมสร้างแรงจูงใจที่แตกต่างกันด้วย บริษัทที่มีความซับซ้อนในการดำเนินงานสูงหรือมีความเสี่ยงในการดำเนินงานสูงจะต้องกรรมการและบริหารที่มีทักษะ ประสบการณ์ สูงขึ้น ดังนั้น บริษัทที่มีความซับซ้อนมากได้แก่ บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูง (หรือโอกาสการลงทุนสูง) บริษัทที่มีขนาดใหญ่ หรือบริษัทที่มีระดับหนี้สินสูง เป็นต้น รูปแบบการจ่ายค่าตอบแทนที่กำหนดควรจจะสร้างแรงจูงใจให้กรรมการบริษัทและผู้บริหารเพื่อให้เกิดแรงกระตุ้น ทูมเททักษะความสามารถและเวลา ในการกำกับดูแล และบริหารจัดการบริษัทให้สอดคล้องกับมูลค่าเพิ่มที่จะสามารถสร้างได้จากบทบาทของตน กล่าวคือ การจ่ายในรูปแบบที่อิงกับหุ้นสามัญ หรือจ่ายในรูปแบบที่แปรผันตามผลการดำเนินงาน หรือมูลค่าเพิ่มของบริษัทเพื่อ สร้างแรงจูงใจในการปฏิบัติหน้าที่ เช่น บำเหน็จหรือโบนัส

^{๑๓} Bermig, A. & Frick, B., "Board Size, Board Composition, and Firm Performance: Empirical Evidence from Germany", **Electronic Journal**, Vol. 48, No. 2, (June 2010) : 1-48.

^{๑๔} Andreas, J.M., Rapp, M.S. & Wolff, M., "Determinants of Director Compensation in two-tier Systems: Evidence from German Panel Data", **Review of Managerial Science**, Vol. 6, No. 1, (January 2012) : 33-79.

^{๑๕} Brick, I.E., Palmon, O., Wald, J. K., "CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 12, No. 3, (June 2006) : 403-423.

ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับ Niemi^{๒๐} พบว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีและค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวก ซึ่งแสดงให้เห็นถึงค่าธรรมเนียมในการตรวจสอบบัญชีจะผันแปรตามคุณลักษณะของสำนักงานบัญชีและคุณลักษณะของลูกค้า ในมุมมองของ Stanley^{๒๑} คาดว่าค่าธรรมเนียมการตรวจสอบจะเป็นสัญญาณของผลการดำเนินงานในปัจจุบันและอนาคต และสอดคล้องกับ Martinez and Moraes^{๒๒} ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมกับผู้สอบบัญชีและประสิทธิภาพของบริษัทจดทะเบียนในประเทศบราซิล พบว่า มีความสัมพันธ์อย่างเข้มแข็งระหว่างค่าสอบบัญชีกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ

สรุปการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วยโครงสร้างกรรมการบริษัท และค่าตอบแทนกรรมการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือ บริษัทที่มีโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและเข้มแข็งช่วยลดปัญหาตัวแทน ทำให้เกิดการตรวจสอบ ติดตามผลการปฏิบัติงานตามวัตถุประสงค์ และสร้างมูลค่าแก่กิจการ^{๒๓} และ กลไกการกำกับดูแลกิจการจากภายในและภายนอกมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ส่งผลในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการทำให้มูลค่าทางการตลาดสูงขึ้น^{๒๔}

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

๑. โครงสร้างกรรมการบริษัทควรปรับให้มีขนาดที่เหมาะสม ใช้ความกระชับและความคล่องตัวในการบริหารจัดการและปรับปรุงกลยุทธ์เพื่อให้ทันต่อสถานการณ์ของการแข่งขันทางธุรกิจ

^{๒๐} Niemi, L., "Auditor Size and Audit Pricing: Evidence from Small Audit Firms", **Journal European Accounting Review**, Vol. 13, No. 3, (September 2004) : 541-560.

^{๒๑} Stanley, J.D., "Is the Audit Fee Disclosure a Leading Indicator of Client's Business Risk?", **AUDITING: A Journal of Practice & Theory**, Vol. 30, No. 3, (August 2011) : 157-179.

^{๒๒} Martinez, A.L. & Moraes, A.J., "Association Between Independent Auditor Fees and Firm Value: A Study of Brazilian Public Companies", **Journal of Modern Accounting and Auditing**, Vol. 10, No. 4 (April 2014) : 442-450.

^{๒๓} Ehikioya, B.I., "Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria", **Emerald Group Publishing Limited.**, Vol. 9, No.3, (June 2009) : 231-243.

^{๒๔} Zaharia, Constantin, Zaharia, Ioana, "Corporate Governance and the Market Value of Firms", **Academic Journal Article. Economics, Management and Financial Market**, Vol. 7, No. 4, (December 2012) : 227.

๒. กรรมการมีส่วนสำคัญต่อผลการดำเนินงานและการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการ ดังนั้น การรักษากรรมการที่มีความรู้ความสามารถให้ดำรงอยู่และใช้ศักยภาพอย่างเต็มประสิทธิภาพ ผลของ ค่าตอบแทนจึงสำคัญและควรกำหนดตามความสามารถของกรรมการและพิจารณาราคาตลาด ประกอบด้วย

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อ

๑. การวิจัยครั้งต่อไปควรเพิ่มการศึกษาในเชิงเชิงลึกแบบการวิจัยเชิงคุณภาพโดยใช้การสัมภาษณ์ เชิงลึกเพื่อให้ได้ข้อมูลเชิงลึกมาวิเคราะห์ผลการศึกษาให้ได้รับประโยชน์สูงสุด

๒. การศึกษาครั้งต่อไปควรพัฒนาเป็นเครื่องมือแบบสอบถามและดำเนินการเก็บข้อมูลจาก กลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์ในปัจจุบันด้านอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดค่าตอบแทนกรรมการที่ดีเพื่อพัฒนาต่อยอด จากการศึกษาครั้งนี้

บรรณานุกรม

กรินทร์รัตน์ บุญญวัฒน์ และ ศักดา มาณวพัฒน์. “โครงสร้างการถือหุ้นและคุณภาพของรายการทางการเงิน”. **วารสารนักบริหาร**. (มหาวิทยาลัยกรุงเทพ). ปีที่ ๓๑. ฉบับที่ ๒. (เมษายน-มิถุนายน ๒๕๕๔) : ๑๕๒-๑๕๘.

ธกานต์ ชาติวงศ์. “ทฤษฎีที่ใช้อธิบายงานวิจัยทางบัญชี: จากอดีตถึงอนาคต”. **วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ**.

(สมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทย ในพระราชูปถัมภ์ สมเด็จพระเทพรัตนราชสุดาฯ สยามบรมราชกุมารี). ปีที่ ๖. ฉบับที่ ๒. (กรกฎาคม-ธันวาคม ๒๕๖๐) : ๑๘๙-๑๙๘.

ศิลปกรรม ศรีจันทร์เพชร. “**ทฤษฎีบรรษัทภิบาล**”. ปีที่ ๓๑. ฉบับที่ ๑๒๐. (ตุลาคม-ธันวาคม ๒๕๕๑) : ๒-๔.

Andreas, J.M., Rapp, M.S. & Wolff, M. “Determinants of Director Compensation in Two-Tier Systems: Evidence from German Panel Data”. **Review of Managerial Science**. Vol. 6. No. 1. (January 2012) : 33-79.

Arora, A. & Sharma, C. “Corporate Governance and Firm Performance in Developing Countries: Evidence from India”. **Emerald Insight. Corporate Governance**. Vol. 16. No. 2. (April 2016) : 420-436.

Bermig, A. & Frick, B. “Board Size, Board Composition, and Firm Performance: Empirical Evidence from Germany”. **Electronic Journal**. Vol. 48. No. 2. (June 2010) : 1-48.

Brick, I.E., Palmon, O. & Wald, J. K. “CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?”. **Journal of Corporate Finance**. Vol. 12. No. 3. (June 2006) : 403-423.

- Deegan, C., & Unerman, J. “**Financial Accounting Theory**”. McGraw-Hill Education. (Book 2006) : 466.
- Ehikioya, B.I. “Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence from Nigeria”. **Emerald Group Publishing Limited**. Vol. 9. No.3. (June 2009) : 231-243.
- Freedman, M. & Jaggi, B. “Pollution Disclosures, Pollution Performance and Economic Performance”. **Omega. The International Journal of Management Science**. Vol. 10. No. 2. (1982) : 167-176.
- Ghosh S. “External Auditing, Managerial Monitoring and firm Valuation: An Empirical Analysis for India”. **International Journal of Audition**. Vol. 11. No. 1. (March 2007) : 1-15.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. **Journal of Finance Economics**, Vol 3. No. 4. (October 1976) : 305-360.
- Jensen, M. C. “Value maximization. Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function”. **European Financial Management**. Vol. 7. No. 3. (September 2001) : 297-317.
- Joseph P. H. Fan & Wong, T.J. “Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia”. **Journal of Accounting and Economics**. Vol. 33. No. 3. (August 2002) : 401-425.
- Martinez, A.L. & Moraes, A.J. “Association Between Independent Auditor Fees and Firm Value: A Study of Brazilian Public Companies”. **Journal of Modern Accounting and Auditing**. Vol. 10. No. 4. (April 2014) : 442-450.
- Mouselli, S. & Hussainey, K. “Corporate governance, analyst following and firm value”. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**. Vol. 14. No. 4. (July 2014) : 453-466.
- Niemi, L. “Auditor Size and Audit Pricing: Evidence from Small Audit Firms”. **Journal European Accounting Review**. Vol. 13. No. 3. (September 2004) : 541-560.

Stanley, J.D. “Is the Audit Fee Disclosure a Leading Indicator of Client’s Business Risk?”.

AUDITING: A Journal of Practice & Theory. Vol. 30. No. 3. (August 2011) : 157-179.

Vo, D., & Phan, T. “Corporate Governance and Firm Performance: Empirical evidence from Vietnam”. **Journal of Financial Economics**. JED No. 218. (October 2013) : 62-78.

Zaharia, Constantin, Zaharia, Ioana. “Corporate Governance and the Market Value of Firms”. **Academic Journal Article. Economics, Management and Financial Market**. Vol. 7. No. 4. (December 2012) : 227.

เว็บไซต์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “รายงานประจำปีแบบ ๕๖-๑”, [ออนไลน์], แหล่งที่มา : www.set.or.th, [๒๕๖๓]

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “รายงานข้อมูลประจำปี”, [ออนไลน์], แหล่งที่มา : www.setsmart.com, [๒๕๖๓]