

อิทธิพลการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) Corporate Governance Influence on Corporate Value of Companies Listed in the Stock Exchange of Thailand (SET100)

กาญจน์เกล้า แสงเพชร (Karnkaow Seangphet)¹

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์และอิทธิพลระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100) โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100) จำนวน 80 บริษัท ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ และมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ได้แก่ การเจริญเติบโตของบริษัทและสัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 รายแรก และยังพบว่าอายุของประธานฝ่ายบริหาร และสัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ เป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ และมีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลจากการศึกษาชี้ให้เห็นว่าแนวคิดบรรษัทภิบาล และทฤษฎีตัวแทนสนับสนุนการอธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการที่สะท้อนพฤติกรรมการบริหารงานของฝ่ายบริหาร และส่งผลต่อมูลค่าของกิจการซึ่งมีประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น หรือนักลงทุนที่สามารถใช้ปัจจัยจากการศึกษาค้างนี้มาช่วยในการประเมินประสิทธิภาพในการทำงานของฝ่ายบริหาร และตัดสินใจลงทุนได้ดียิ่งขึ้น

คำสำคัญ : การกำกับดูแลกิจการ มูลค่ากิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹อาจารย์คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน วิทยาเขตขอนแก่น e-mail: karnkaow.phon@gmail.com

Abstract

This study aims to investigate the relationship and impact of corporate governance on the business value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET 100). The sample comprises 80 companies listed on the SET 100. The results of the study revealed that factors that were positively and significantly related to business value at .05 included company growth and the proportion of the first five shareholders. Conversely, the age of the executive chairman and the proportion of the audit committee were found to be negatively and statistically related to business value. These findings underscore the relevance of corporate governance concepts and agency theory in elucidating governance mechanisms that reflect management behavior and impact business value. The insights derived from this study offer valuable tools in evaluating management team efficiency and facilitating more informed investment decisions.

Keywords: Corporate Governance, Firms Value, Thai Listed Company

บทนำ

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจและสังคมของประเทศไทยเป็นอย่างมาก ไม่เพียงแต่เป็นแหล่งระดมทุนแก่ภาครัฐและเอกชน อีกทั้งยังช่วยสร้างสมดุลในทางเศรษฐกิจ และการเงินของประเทศ รวมถึงการจ้างงาน และการกระจายรายได้ให้แก่ระบบเศรษฐกิจอีกด้วย ซึ่งหากบริษัทที่อยู่ในตลาดทุน หรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องการเติบโตอย่างยั่งยืน บริษัทต้องไม่ละเลยในเรื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่กิจการโดยคำนึงถึงผลกระทบที่ตามมาต่อสังคม สิ่งแวดล้อมและผู้มีส่วนได้เสีย โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET100) ที่มีการเปลี่ยนแปลงของดัชนีต่ำกว่า SET50 ในรอบ 6 เดือนล่าสุด เท่ากับ -0.11% (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ [สำนักงาน ก.ล.ต.], 2565) ดังนั้น กิจการที่ดำเนินงานในตลาดทุนหรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้

มีการตระหนักถึงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีควบคู่กับการดำเนินธุรกิจ ส่งผลให้องค์กรนั้นสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืนและมั่นคง

สำหรับประเทศไทยแล้วนั้นได้มีการปรับตัวในทางเศรษฐกิจ โดยใช้ตลาดหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือในการผลักดัน ภายใต้ระบบดังกล่าวบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องมีการดำเนินงานที่มีความเสมอภาคและโปร่งใสตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งถูกกำกับดูแลโดยสำนักงาน ก.ล.ต. โดยสำนักงาน ก.ล.ต. ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Code: CG Code) นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 (สำนักงาน ก.ล.ต., 2565) สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับแผนพัฒนาเศรษฐกิจของภาครัฐ Thailand 4.0 และเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (SDGs) เพื่อส่งเสริมธุรกิจให้มีการดำเนินกิจการ และเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานด้านสังคม สิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี และส่งเสริมอุตสาหกรรมใหม่ที่เป็นจุดแข็งของประเทศให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนเพื่อสร้างการเติบโตอย่างก้าวกระโดด โดยมีเหตุผลอีกหลายประการที่ชี้ให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสำคัญ เช่น การกำกับดูแลกิจการสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ถือหุ้น เพิ่มประสิทธิภาพ และประสิทธิผลจากการดำเนินงาน และสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น เป็นต้น (ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร และสุรนัย ช่วยเรือง, 2560)

นอกจากนี้ยังพบงานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Matoke & Omwenga (2019) พบว่าตัวแปรอิสระ คือ ความเชี่ยวชาญระดับมืออาชีพของผู้ตรวจสอบภายใน คุณภาพของงานตรวจสอบของแผนกตรวจสอบภายใน ความเป็นอิสระขององค์กรของแผนกตรวจสอบภายใน การพัฒนาอาชีพของผู้ตรวจสอบภายใน การสนับสนุนผู้บริหารระดับสูงต่อแผนกตรวจสอบภายใน และขนาดกิจการ และ Naimah & Hamidah (2017) พบว่าจำนวนของคณะกรรมการบริษัท (BoSize) จำนวนกรรมการอิสระ (BoInd) จำนวนกรรมการภายนอก (OutDir) จำนวนกรรมการตรวจสอบ (AcSize) ความถี่การประชุมประจำปีของคณะกรรมการตรวจสอบ (AcMeet) และคุณภาพการตรวจสอบ (Audit) เป็นปัจจัยที่มีความเกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตาม ยังไม่พบความสอดคล้องระหว่างหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

กับมูลค่าของกิจการที่ชัดเจน และมาตรฐานในระดับสากล อีกทั้งงานวิจัยที่ผ่านมาได้ให้ข้อเสนอแนะว่าภายใต้ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ฝ่ายบริหารที่ได้รับมอบอำนาจ และเป็นตัวแทนในการบริหารงานจะละเลยการปฏิบัติงานให้กิจการได้รับประโยชน์สูงสุดก็ต่อเมื่อผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารมีวัตถุประสงค์ และผลประโยชน์ที่ไม่สอดคล้องกัน ย่อมส่งผลให้ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะทำการตัดสินใจใด ๆ ที่ไม่โปร่งใสเพื่อตอบสนองความพึงพอใจของตนเอง (Panditharathna & Kawshala, 2017) แต่ยังไม่พบบางงานวิจัยที่ศึกษาปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้ผลการศึกษาชัดเจนทุกปัจจัยว่าเกี่ยวข้องอย่างไร

จากสิ่งที่ได้กล่าวมาข้างต้นเป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นว่าปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยบทความฉบับนี้เป็นบทความที่แสดงให้เห็นว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์และมีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการ โดยมีการดำเนินการตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ควบคู่กับการดำเนินธุรกิจ ซึ่งการวัดมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยมูลค่าของกิจการ เพื่อนำไปใช้ในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์อย่างถูกต้อง และเป็นข้อมูลในการพยากรณ์แนวโน้มมูลค่าหลักทรัพย์ในอนาคตต่อไป

วัตถุประสงค์การวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลระหว่างการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ในด้านแนวคิด และทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าได้มีการใช้ทฤษฎีตัวแทนมาช่วยในการอธิบาย โดยแนวคิดทฤษฎีได้กล่าวเอาไว้ว่า เจ้าของกิจการ หรือผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารมีวัตถุประสงค์ และผลประโยชน์ที่ไม่สอดคล้องกันย่อมส่งผลให้ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะทำการตัดสินใจใด ๆ เพื่อตอบสนองความพึงพอใจของตนเองโดยมิได้คำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของเจ้าของกิจการ หรือผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริง และอาจนำไปสู่การเกิดปัญหาตัวแทน Jensen & Meckling (1976) ด้วยเหตุนี้จึงการเงิน

จึงเป็นเครื่องมือในการวัดผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารเพื่อนำเสนอต่อเจ้าของกิจการ หรือผู้ถือหุ้น และตามแนวคิดของการบัญชีความรับผิดชอบ การเลือกตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงินขึ้นอยู่กับอำนาจหน้าที่ และความรับผิดชอบของหน่วยงาน หรือบุคคลที่ต้องการวัดผลการดำเนินงาน (Bouwens & Van Lent, 2007) และยังมีทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์หรือผู้รับใช้ (Stewardship Theory) โดย Donaldson & Davis (1991) ได้อธิบายไว้ว่า ทฤษฎีนี้มีพื้นฐานความคิดมาจากทางด้านปรัชญา และสังคมศาสตร์ที่กล่าวไว้ว่า บุคคลจะมีพฤติกรรมที่ตอบสนองความต้องการของสังคมเป็นหลัก ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนของกิจการจะมีพฤติกรรมที่จะตอบสนองต่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น เนื่องจากตัวแทนของกิจการมีทัศนคติว่าการบริหารกิจการเป็นหน้าที่ที่จะต้องกระทำ และหากผู้บริหารสามารถบริหารงานให้กิจการประสบความสำเร็จจะเป็นการสร้างการยอมรับทางสังคมแก่ผู้บริหาร ดังนั้น ผู้บริหารจะให้ความสำคัญกับความร่วมมือมากกว่าการปล่อยให้ทำงานอย่างอิสระในการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตน จึงใช้ความร่วมมือประสานงานในการแก้ปัญหาความขัดแย้ง ความมีเหตุผล และมีความยุติธรรม รวมทั้งคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนรวมมากกว่าผลประโยชน์ของปัจเจกชน ทั้งนี้ ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์หรือผู้รับใช้ เป็นทฤษฎีที่มีมุมมองตรงกันข้าม กับทฤษฎีตัวแทนซึ่งทฤษฎีตัวแทนเป็นการสร้างแรงจูงใจจากภายนอก (Extrinsic Rewards) ส่วนทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์หรือผู้รับใช้เป็นการสร้างแรงจูงใจจากภายใน (Intrinsic Rewards)

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) หรือบรรษัทภิบาล เป็นการบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ทั้งนี้บริษัทต้องให้สิทธิผู้ถือหุ้นรับทราบข้อมูลของบริษัทตัดสินใจในเรื่องสำคัญ รวมถึงตรวจสอบการทำงานของกรรมการและผู้บริหาร การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมส่งผลดีทั้งกับบริษัทในด้านการระดมทุน และผลดีต่อตลาดทุนโดยรวม ได้แก่ การสร้างความเชื่อมั่น เพิ่มความต้องการซื้อ เพิ่มสภาพคล่อง และระดับราคา ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการระดมทุนของบริษัท (Jensen & Meckling, 1976) สอดคล้องกับภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร และสุรนัย ช่วยเรือง (2560) ซึ่งพบว่า การกำกับดูแลกิจการเป็นส่วนสำคัญอย่างมากในการควบคุมบริษัทจดทะเบียน

มีปัจจัยที่เกี่ยวข้อง คือ สัดส่วนของการถือหุ้น 5 ลำดับแรกเท่านั้นที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการในรูปแบบของกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังมีงานวิจัยของ Dang, Zhichuan, & Yang (2018) โดยพบว่า สินทรัพย์รวม ยอดขายรวม และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด มีผลการวัดขนาดของบริษัท และอาจจะมีปัจจัยสอดแทรกอื่นที่ส่งผลต่อขนาดของบริษัท สอดคล้องกับ Saha, Moutushi, & Salauddin (2018) ยังพบอีกว่า ปัจจัยสอดแทรก คือ ขนาดของกิจการ และความเสี่ยงทางการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยที่พบนอกเหนือจากข้อกำกับดูแลกิจการ 8 ข้อหลัก นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Matoke & Omwenga (2019) ได้พบปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งมีตัวแปรอิสระ 6 ตัว คือ 1) ความเชี่ยวชาญระดับมืออาชีพของผู้ตรวจสอบภายใน 2) คุณภาพของงานตรวจสอบของแผนกตรวจสอบภายใน 3) ความเป็นอิสระขององค์กรของแผนกตรวจสอบภายใน 4) การพัฒนาอาชีพของผู้ตรวจสอบภายใน 5) การสนับสนุนผู้บริหารระดับสูงต่อแผนกตรวจสอบภายใน และ 6) ขนาดของกิจการ และมีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเป็นตัวแปรตาม และงานวิจัยของ Naimah & Hamidah (2017) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการ โดยใช้บริษัททั้งหมดที่จดทะเบียน ข้อมูลทุดียูมิ ได้แก่ CGPI และข้อมูลทางการเงินช่วงปี 2548-2557 ซึ่งมีตัวแปรอิสระคือ จำนวนของคณะกรรมการบริษัท จำนวนกรรมการอิสระ จำนวนกรรมการภายนอก จำนวนกรรมการตรวจสอบความถี่ของคณะกรรมการตรวจสอบการประชุมประจำปี และคุณภาพการตรวจสอบการวัดความสามารถในการทำกำไร คือผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) การศึกษานี้ยังรวมค่าความเสี่ยง (LEV) และขนาดบริษัท (SIZE) เป็นตัวแปรควบคุม และทำการทดสอบการถดถอยพหุคูณ พบว่า ขนาดของผู้ถือหุ้นไม่มีผลต่อการทำกำไร ความเป็นอิสระมีผลเสียต่อการทำกำไรอย่างมาก ไม่พบกรรมการภายนอกที่จะส่งผลต่อการทำกำไรอย่างมาก ขนาดคณะกรรมการตรวจสอบไม่มีผลกระทบการทำกำไร จำนวนการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีผลดีต่อการทำกำไร คุณภาพการตรวจสอบมีผลในเชิงบวกอย่างมากต่อการทำกำไร หลักการของบรรษัทภิบาลมีผลในเชิงบวกอย่างมากต่อการทำกำไร ความเสี่ยง และขนาดของบริษัทมีผลเสียต่อการทำกำไร

นอกจากปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการแล้ว ยังพบว่า ทฤษฎีแนวความคิดวัดผลการดำเนินงานของกิจการส่วนใหญ่วัดจากกำไรจากการดำเนินงานตามแนวคิดของการบัญชี การเลือกตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงินขึ้นอยู่กับอำนาจหน้าที่ และความรับผิดชอบของหน่วยงานหรือบุคคลที่ต้องการวัดผลการดำเนินงาน (Bouwens & Van Lent, 2007) เช่น องค์การวัดผลการดำเนินงานของศูนย์กำไร โดยใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงิน เช่น กำไรและอัตรากาไรสุทธิ เป็นต้น ในขณะที่จะวัดผลการดำเนินงานของศูนย์ลงทุนโดยใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงิน เช่น อัตราผลตอบแทนการลงทุน และกำไรส่วนที่เหลือ เป็นต้น ซึ่งองค์กรจำนวนมากมีระบบการวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงินเป็นหลัก และจะถูกแสดงด้วยตัวเลขทางบัญชีในงบการเงินขององค์กร ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงินได้แก่ ผลตอบแทนจากการลงทุน รายได้สุทธิ การเติบโตของยอดขาย การหมุนเวียนของกระแสเงินสด กำไรสุทธิ เป็นต้น แต่ก็ยังมีข้อจำกัดอยู่หลายประการสำหรับองค์กรที่อยู่ภายใต้สภาพแวดล้อมการดำเนินงานมีการเปลี่ยนแปลงทาง เศรษฐกิจ สังคม การเมือง และการแข่งขันที่ทวีความรุนแรงอยู่ตลอดเวลา โดยส่งผลต่อ 1) การให้ความสำคัญกับผลโดยละเอียด 2) การให้ความสำคัญกับผลสำเร็จในระยะสั้น และ 3) การให้ความสำคัญเฉพาะตัวเลขในงบการเงิน (นาคดล ร่มโพธิ์, 2561) ดังนั้นเพื่อส่งเสริมให้เกิดการพัฒนาความได้เปรียบทางการแข่งขันที่ยั่งยืนในสภาพแวดล้อมในปัจจุบัน ผู้บริหารจำเป็นต้องใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ทางการเงิน เพื่อสะท้อนความสามารถขององค์กรในด้านที่สำคัญต่อความสำเร็จ ได้แก่ มุมมองด้านความพึงพอใจของลูกค้า และด้านประสิทธิภาพของกระบวนการ เป็นต้น (Kaplan & Norton, 1996)

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการหลายงาน ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกของกลุ่มครอบครัวกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 - 2559 จำนวนทั้งสิ้น 68 บริษัท ผลการวิจัยพบว่า อายุของกิจการ อัตรากาไรสุทธิเติบโตมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ (อุบลวรรณ ขุนทอง และโสวัตรธนา ธารา,

2560) สอดคล้องกับ John & Senbet (1998) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระ ซึ่งเป็นกรรมการจากภายนอกกับผลการดำเนินงานของบริษัทพบว่า จำนวนกรรมการอิสระที่มากขึ้นจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น โดยให้เหตุผลว่ากรรมการอิสระนี้จะตรวจสอบการปฏิบัติงานของฝ่ายจัดการได้ดีกว่ากรรมการที่มาจากภายในบริษัท เนื่องจากกรรมการอิสระเป็นผู้ที่มีความชำนาญประสบการณ์ค่อนข้างมาก และยังช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นของผู้บริหารระดับสูง ซึ่งจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นได้ สอดคล้องกับ Thanatawee (2014) ศึกษาการถือหุ้นสถาบัน กับมูลค่าบริษัทโดยใช้กลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี ค.ศ. 2007 - 2011 พบว่า ผู้ถือหุ้นสถาบันในประเทศไทยมีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่าบริษัท ดังนั้น ผู้ถือหุ้นสถาบันมีบทบาทสำคัญในการติดตามที่มีประสิทธิภาพในการทำงาน และจากการศึกษาของ Han & Suk (1998) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่เพิ่มสูงขึ้นจะช่วยทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น เนื่องจากการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันจะช่วยลดพฤติกรรมกรรมการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่นของผู้บริหารได้ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการติดตามอย่างมีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับ Saha et al. (2018) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัท พิจารณาจากบทบาทของคณะกรรมการ และคณะกรรมการตรวจสอบ โดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ จำนวนตัวอย่าง 81 บริษัท ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2013-2017 พบว่า ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการสื่อสารที่ไม่มีประสิทธิภาพ ความลังเล และไม่เด็ดขาดของกลุ่มขนาดใหญ่

จากการทบทวนวรรณกรรม และแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ได้กรอบแนวคิดการวิจัยดังภาพที่ 1

วิธีการดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการดำเนินงานอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 - 2564 คัดเลือกด้วยวิธีการสุ่มตัวอย่าง (Sampling Plan) แบบการจับฉลาก ซึ่งเหมาะกับประชากรขนาดเล็ก เป็นการกำหนดกฎเกณฑ์จากรายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 100 บริษัท โดยมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ จำนวน 80 บริษัท เนื่องจากว่าในการศึกษาค้นคว้านี้ไม่มีการรวบรวมการศึกษารูจกัประเภทการเงินและการธนาคาร บริษัทที่มีการดำเนินงานภายใต้การควบคุมของ พ.ร.บ. ล้มละลาย (วิวัฒน์วงศ์ บุญหนู, กาญจน์เกล้า พลเคน, เกษม เปนาละวัด และวันสนันท์ งดชัย, 2562) และบริษัทที่มีข้อมูลที่ต้องใช้ในการศึกษาค้นคว้านี้ไม่ครบถ้วน

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ ตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม ซึ่งมีรายละเอียดของตัวแปรแต่ละประเภท ดังตารางที่ 1

การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยครั้งนี้เป็นการใช้ข้อมูลทุติยภูมิที่เก็บข้อมูลจากงบการเงิน และรายงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2560 - 2564 จำนวน 80 บริษัท รวมทั้งการใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูลของธนาคารโลกในการเก็บข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ

สมมติฐานการวิจัย

1. ปัจจัยของอิทธิพลการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.1 จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบ (SAC) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2 จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบ (SAC) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 อายุของประธานฝ่ายบริหาร (AOP) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.4 อายุของประธานฝ่ายบริหาร (AOP) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.5 สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบัน (ONS) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.6 สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบัน (ONS) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.7 สัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 รายแรก (BSH) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.8 สัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 รายแรก (BSH) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.9 ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.10 ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.11 ขนาดของกิจการ (SIZ) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.12 ขนาดของกิจการ (SIZ) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.13 การเจริญเติบโตของบริษัท (GRC) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.14 การเจริญเติบโตของบริษัท (GRC) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากสมมุติฐานข้างต้นจึงได้สมการดังนี้

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{SAC} + \beta_2 \text{AOP} + \beta_3 \text{ONS} + \beta_4 \text{BSH} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \text{SIZ} + \beta_7 \text{GRC} + e$$

เครื่องมือและสถิติที่ใช้ในการวิจัย

เครื่องมือที่ใช้ในครั้งนี้ คือ ความถดถอยและสหสัมพันธ์ (Regression and Correlation Analysis) โดยใช้สถิติอ้างอิง (Inferential Statistics) หรือสถิติอนุมาน เป็นสถิติที่ใช้เพื่อนำผลสรุปที่คำนวณได้จากการสุ่มตัวอย่าง ไปอธิบายหรือสรุปลักษณะของประชากรทั้งหมด วิธีที่ใช้ในการสรุปอ้างอิงไปยังกลุ่มประชากรนั้น คือ การวิเคราะห์ความถดถอยและสหสัมพันธ์ ซึ่งเป็นแบบอ้างอิงพารามิเตอร์ (Parametric Statistics)

กระบวนการวิเคราะห์ข้อมูลมีขั้นตอนดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 ทำการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ขั้นตอนที่ 2 ทำการวิเคราะห์สมมุติฐานสมการถดถอยเชิงเส้นพหุ (Multiple Linear Regress Analysis)

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{SAC} + \beta_2 \text{AOP} + \beta_3 \text{ONS} + \beta_4 \text{BSH} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \text{SIZ} + \beta_7 \text{GRC} + e$$

โดยกำหนด Y คือ มูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

β_0 หมายถึง ค่าประมาณการ

$\beta_1 \text{SAC}$ หมายถึง ค่าประมาณการของจำนวนคณะกรรมการตรวจสอบ

$\beta_2 \text{AOP}$ หมายถึง ค่าประมาณการของอายุของประธานฝ่ายบริหาร

$\beta_3 \text{ONS}$ หมายถึง ค่าประมาณการของสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบัน

$\beta_4 \text{BSH}$ หมายถึง ค่าประมาณการของสัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 รายแรก

$\beta_5 \text{LEV}$ หมายถึง ค่าประมาณการของความเสี่ยงทางการเงิน

- β_6 SIZ หมายถึง ค่าประมาณของขนาดของกิจการ
- β_7 GRC หมายถึง ค่าประมาณของการเจริญเติบโตของบริษัท
- e หมายถึง ค่าความคลาดเคลื่อน

ผลการวิจัย

1. ผลการทดสอบสมมุติฐาน

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{SAC} + \beta_2 \text{AOP} + \beta_3 \text{ONS} + \beta_4 \text{BSH} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \text{SIZ} + \beta_7 \text{GRC} + e$$

ผลการทดสอบสมมุติฐานพบว่า จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบ และอายุของประธานฝ่ายบริหาร มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 รายแรก การเจริญเติบโตของบริษัท สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบัน ขนาดของกิจการ และความเสี่ยงทางการเงิน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน โดยการวิเคราะห์สหสัมพันธ์

การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมานโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ สามารถแสดงผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ได้ดังตารางที่ 2

จากตารางที่ 2 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยโดยใช้ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 รายแรก และการเจริญเติบโตของบริษัท มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ โดยมีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ และปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ คือ สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ และอายุของประธานฝ่ายบริหาร โดยมีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 เมื่อศึกษาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแต่ละคู่พบว่า ตัวแปรอิสระไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ สามารถสังเกตได้จาก

ตัวแปรที่มีค่าสัมประสิทธิ์สูงสุดคือ ROE และสัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 รายแรก ซึ่งเท่ากับ 0.368 แสดงว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำกว่านัยสำคัญ 0.05 ทำให้ไม่ก่อให้เกิดปัญหาลักษณะ Multicollinearity (ธัญญฉัตร กลิ่นขจรชินสิริ, ธาวีนี้ พงศ์สุพัฒน์ และอภิชาติ พงศ์สุพัฒน์, 2564)

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า ปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ โดยวัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ได้แก่ สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ สอดคล้องกับแนวคิดของ ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร และสรุณัย ช่วยเรือง (2560) ซึ่งพบว่า การกำกับดูแลกิจการเป็นส่วนสำคัญอย่างมากในการควบคุมบริษัทจดทะเบียน มีปัจจัยที่เกี่ยวข้อง คือ สัดส่วนของการถือหุ้น 5 ลำดับแรกเท่านั้น ที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการในรูปแบบของกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Saha et al. (2018) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลงจากการสื่อสารที่ไม่มีประสิทธิภาพ ความลังเล และไม่เด็ดขาดของกลุ่มคณะกรรมการตรวจสอบขนาดใหญ่ อาจเนื่องจากสัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบที่เพิ่มมากขึ้นทำให้เกิดการสื่อสารที่ไม่มีประสิทธิภาพในการดำเนินงานร่วมกันรวมถึงมีการปฏิบัติงานได้ไม่เต็มที่ หรือการไม่ได้รับมอบอำนาจในการตัดสินใจ และอายุของประธานฝ่ายบริหาร นอกจากนี้ยังพบผลการศึกษาของ เอกวิทย์ จิตต์ธรรม และณัฐวุฒิ โรจน์นรุตติกุล (2555) พบว่า ประธานฝ่ายบริหารที่มีอายุน้อย มีแนวโน้มที่จะตัดสินใจใช้กลยุทธ์ที่มีความเสี่ยงเพื่อแสวงหาผลกำไร

3. อิทธิพลระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน โดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ดังตารางที่ 3

จากตารางที่ 3 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการจากกลุ่มตัวอย่าง SET100 พบว่า ตัวแบบมีค่า P-Value อยู่ที่ 0.000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 และ

เมื่อพิจารณา Adjusted R^2 เท่ากับร้อยละ 33.10 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษานั้นสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม หรือมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 33.10

เมื่อพิจารณาจากผลการศึกษา พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 รายแรก และการเจริญเติบโตของบริษัท มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติอยู่ที่ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 15.065 และ 1.212 ตามลำดับ และสัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบ และอายุของประธานฝ่ายบริหาร มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติอยู่ที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบเท่ากับ -22.545 และ -0.101 ตามลำดับ แสดงให้เห็น BSH มีสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะเมื่อสัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 รายแรกมีจำนวนมาก ส่งผลให้มูลค่ากิจการมากตาม และ GRC สัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะเมื่อการเจริญเติบโตของบริษัท หรือราคาตลาดต่อหุ้นหารด้วยราคาตามบัญชีต่อหุ้นมีจำนวนมากส่งผลให้มูลค่ากิจการมากตาม และ SAC มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะเมื่อสัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบมีจำนวนมาก ส่งผลให้มูลค่ากิจการน้อยลง และ AOP มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะเมื่ออายุของประธานกรรมการบริหารมีอายุมากส่งผลให้มูลค่ากิจการน้อยลง นอกจากนี้โดยรวมยอมรับสมมติฐานจากค่า P-Value ในระดับนัยสำคัญสถิติอยู่ที่ 0.01, 0.05 และ 0.10

สรุปและอภิปรายผล

การศึกษาค้างครั้งนี้เป็นการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ และอิทธิพลระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งในการศึกษาค้างครั้งนี้กำหนดขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา โดยใช้

ข้อมูลจากรายงานทางการเงิน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลของปี พ.ศ. 2560 - 2564 โดยไม่รวมการศึกษาธุรกิจประเภทการเงินและการธนาคารบริษัทที่มีการดำเนินงานภายใต้การควบคุมของ พ.ร.บ. ล้มละลาย และบริษัทที่มีข้อมูลที่ต้องใช้ในการศึกษาครั้งนี้ไม่ครบถ้วน ซึ่งจากการวิเคราะห์ และจัดการข้อมูลทำให้การศึกษาครั้งนี้มีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 80 บริษัท

ผลการศึกษาเชิงพรรณนาจำแนกเป็นอุตสาหกรรม ซึ่งประกอบด้วย อุตสาหกรรมประเภท อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร อุตสาหกรรมประเภททรัพยากร อุตสาหกรรมประเภทเทคโนโลยี อุตสาหกรรมประเภทบริการ อุตสาหกรรมประเภทสินค้าอุตสาหกรรม และอุตสาหกรรมประเภทอสังหาริมทรัพย์ และการก่อสร้าง พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยของมูลค่ากิจการสูงกว่าอุตสาหกรรมประเภทอื่น รองลงมาคือ อุตสาหกรรมประเภทสินค้าอุตสาหกรรม และอุตสาหกรรมประเภทอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง ตามลำดับ

ผลการศึกษาโดยใช้ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า ปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ โดยวัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ได้แก่ สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ สอดคล้องกับแนวคิดของ ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร และสุรนัย ช่วยเรือง (2560) ซึ่งพบว่า การกำกับดูแลกิจการเป็นส่วนสำคัญอย่างมากในการควบคุมบริษัทจดทะเบียน มีปัจจัยที่เกี่ยวข้อง คือ สัดส่วนของการถือหุ้น 5 ลำดับแรกเท่านั้นที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการในรูปแบบของกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนของ Jensen & Meckling (1976) และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Saha et al. (2018) โดยพบว่า ขนาดของคณะกรรมการที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลงจากการสื่อสารที่ไม่มีประสิทธิภาพ ความลังเล และไม่เด็ดขาดของกลุ่มคณะกรรมการตรวจสอบขนาดใหญ่ อาจเนื่องจากสัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบที่เพิ่มมากขึ้นทำให้เกิดการสื่อสารที่ไม่มีประสิทธิภาพในการดำเนินงานร่วมกัน รวมถึงมีการปฏิบัติงานได้ไม่เต็มที่ หรือ

การไม่ได้รับมอบอำนาจในการตัดสินใจ และอายุของประธานฝ่ายบริหาร นอกจากนี้ยังพบผลการศึกษาของ เอกวิทย์ จิตต์ธรรม และณัฐวุฒิ โรจน์นิตติกุล (2555) พบว่า ประธานฝ่ายบริหารที่มีอายุน้อยมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจใช้กลยุทธ์ที่มีความเสี่ยงเพื่อแสวงหาผลกำไร ซึ่งส่งผลให้บริษัทที่มีอายุของประธานฝ่ายบริหารที่มีอายุน้อยจะมีการเติบโตที่สูง และสามารถทำกำไรในอัตราที่สูงขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีประธานฝ่ายบริหารที่มีช่วงอายุสูงกว่า อาจเนื่องจากประธานฝ่ายบริหารที่มีอายุน้อยมีระดับการศึกษา และประสบการณ์ที่จะรับความเสี่ยงจากภาระหนี้สินได้มาก เป็นเหตุให้มีการใช้จ่ายการลงทุน และการกู้ยืมเงินของบริษัทที่สูงขึ้น ทำให้อัตรากำไรสุทธิของผู้ลงทุนต่ำลงจากภาระการจ่ายชำระหนี้สินของบริษัท ส่วนปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ โดยวัดจากอัตรากำไรสุทธิของผู้ถือหุ้น ได้แก่ การเจริญเติบโตของบริษัท สอดคล้องกับผลการศึกษาของ อุบลวรรณ ขุนทอง และโสวัตรธนา ธาธา (2560) พบว่า อัตราการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตรากำไรสุทธิของผู้ถือหุ้น สามารถอธิบายได้ว่าเมื่อบริษัทมียอดขายที่เติบโตอย่างต่อเนื่องในทุก ๆ ปี ประกอบกันกับการใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัดจึงมีส่วนประหยัดต้นทุนในการผลิตส่งผลให้บริษัทมีผลประกอบการที่เป็นกำไรสุทธิที่สูงขึ้น ซึ่งมีผลทำให้อัตรากำไรสุทธิของผู้ถือหุ้น มีมากขึ้น และส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วย และสัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 รายแรก สอดคล้องกับผลการศึกษาวรรณภรณ์ ว่องประชาณุกุล และการุณ สุขสองห้อง (2562) พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่แม้ว่าผู้ถือหุ้นประเภทผู้ถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นอาจกล่าวเป็นนัยได้ว่าในตลาดทุนไทยนั้น ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Matoke & Omwenga (2019) พบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 รายแรกส่งผลให้การดำเนินงานทางการเงินสูงขึ้น และระดับของความเป็นอิสระของผู้สอบบัญชีที่มากขึ้นทำให้อัตรากำไรสุทธิสูงขึ้น อาจเนื่องจากผู้สอบบัญชีที่มาจากสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่มีความเป็นอิสระและมีการตรวจสอบที่ครบ

ถ้วนมากกว่า ผู้สอบบัญชีสามารถแสดงความเห็นเกี่ยวกับปัญหาการดำเนินงานของกิจการได้อย่างตรงไปตรงมา ทำให้กิจการทราบปัญหาและแก้ไขได้ตรงจุด ดังนั้น การตรวจสอบที่มีคุณภาพส่งผลให้การดำเนินงานทางการเงินสูงขึ้น

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะในการวิจัย

จากผลการวิจัยที่พบว่าปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการด้านสัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ และด้านอายุของประธานฝ่ายบริหารส่งผลต่อมูลค่าของกิจการในทิศทางตรงกันข้าม ดังนั้น บริษัทจึงไม่ควรมีคณะกรรมการตรวจสอบภายในมากจนเกินความจำเป็น เพราะอาจเกิดการสร้างความคิดเห็นที่ขัดแย้ง และทำให้แนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ขณะเดียวกัน บริษัทต้องระมัดระวังในการคัดเลือกผู้ดำรงตำแหน่งประธานฝ่ายบริหาร โดยควรให้ความสำคัญกับอายุการทำงาน ควบคู่ไปกับความรู้ความสามารถ เพราะเมื่อบริษัทมีผู้บริหารที่มีอายุการทำงานน้อยย่อมแสดงถึงข้อจำกัดในประสบการณ์การทำงาน และความสามารถในการตัดสินใจ ด้วยเหตุนี้บริษัทจึงไม่สามารถสร้างความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนและมูลค่าให้กับกิจการได้

2. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

การเลือกสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่มาเป็นผู้ตรวจสอบรายงานทางการเงินย่อมช่วยสนับสนุนความน่าเชื่อถือของผลการดำเนินงานต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เนื่องจากสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่แสดงถึงความเป็นมืออาชีพ และนำเสนอผลการตรวจสอบที่ถูกต้อง แต่อย่างไรก็ตาม จากผลการวิจัยครั้งนี้จะเห็นได้ว่าแนวคิดบรรษัทภิบาลในหลาย ๆ ด้านกลับไม่ส่งผลต่อการเพิ่มมูลค่าให้กิจการ ดังนั้น บริษัทต่าง ๆ จึงควรเลือกพิจารณาในการนำหลักเกณฑ์บรรษัทภิบาลมาปรับใช้อย่างระมัดระวัง โดยควรเลือกเกณฑ์ที่เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมของธุรกิจ เพื่อให้การมีกลไกบรรษัทภิบาลสามารถเข้ามาช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของบริษัทให้เพิ่มมากยิ่งขึ้นได้อย่างแท้จริง

3. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

3.1 การศึกษาในครั้งนี้มีการเก็บข้อมูลช่วงปี พ.ศ. 2560-2564 ซึ่งอาจเป็นเพียงระยะเวลาสั้น และเกิดสถานการณ์วิกฤตโรคระบาดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (Covid-2019) ดังนั้น ในการศึกษาครั้งต่อไปควรขยายขอบเขตระยะเวลาของการศึกษาให้มากขึ้น และอธิบายสถานการณ์ที่ได้รับผลกระทบ เพื่อให้เห็นถึงปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการได้อย่างชัดเจนมากยิ่งขึ้น

3.2 ในการศึกษาครั้งนี้ไม่รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธนาคาร รวมทั้งบริษัทที่มีการดำเนินงานภายใต้การควบคุมของ พ.ร.บ. ล้มละลาย และบริษัทที่มีข้อมูลที่ต้องใช้ในการศึกษาค้างไม่ครบถ้วน เนื่องจากบริษัทดังกล่าวมีโครงสร้างรายงานทางการเงินที่แตกต่างจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป และยังมีข้อบังคับที่ต้องปฏิบัติตามหน่วยงานกำกับดูแลอื่นกำหนด ผลการศึกษาที่ได้จึงไม่สามารถนำไปเป็นผลสรุปสำหรับกลุ่มบริษัทดังกล่าวได้

เอกสารอ้างอิง

- ธัญฉัตร กลิ่นขจรชินสิริ, ธารินี พงศ์สุพัฒน์ และอภิชาติ พงศ์สุพัฒน์. (2564). ปัจจัยที่มีผลต่อหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPLs) ของธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **วารสารมหาวิทยาลัยมหาจุฬาลงกรณราชวิทยาลัย วิทยาเขตขอนแก่น**, 7(3), 46-61.
- นาคดล รมโพธิ์. (2561). **พัฒนาองค์กรและชีวิตด้วยแนวคิด OKRs**. กรุงเทพฯ: อักษรสัมพันธ์.
- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร และสุนัย ช่วยเรือง. (2560). โครงสร้างองค์กรและผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมกับผลการดำเนินงานเพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันในอาเซียน. **จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์**, 38(147), 64-79.
- วรารณณ์ ว่องประชาณุกุล และการุณ สุขสองห้อง. (2562). การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการจ่ายเงินปันผลและโครงสร้างผู้ถือหุ้น. **วารสารวิทยาลัยบัณฑิตศึกษากิจการ มหวิทยาลัยขอนแก่น**, 12(1), 87-107.

วิวัฒน์วงศ์ บุญหนู, กาญจน์เกล้า พลเคน, เกษม เปนละวัด และวันสนันท์ งามชัย. (2562). การวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาหลักทรัพย์ หมวดธุรกิจธนาคาร ก่อน-หลัง เดือนกันยายน 2561. **วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์**, 13(19), 19-28.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ [สำนักงาน ก.ล.ต.]. (2565). **Index Monthly Report ดัชนีราคา SET100**. ค้นเมื่อ 1 มีนาคม 2565, จาก<https://www.set.or.th/th/market/index/set100/overview>.

อุบลวรรณ ขุนทอง และไสวตรรณา ธาธา. (2560). ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกของกลุ่ม ครอบคลุมกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI). ใน **อนาคตเศรษฐกิจไทยปี 61: รอดหรือซิมยาว**. รายงานสืบเนื่องจากการประชุมวิชาการระดับชาติ สาขาเศรษฐศาสตร์ ประจำปี 2560. (หน้า 240 - 253). กรุงเทพฯ : ฝ่ายวารสารเศรษฐศาสตร์รวมคำแหง คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

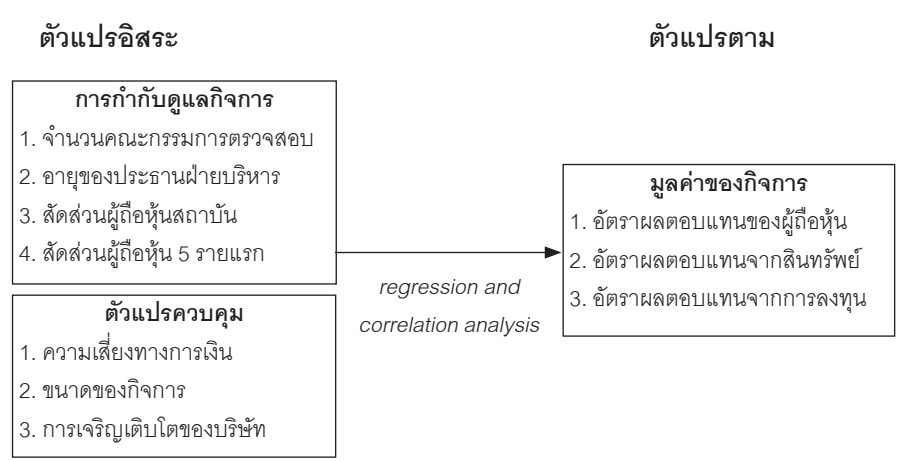
เอกวิทย์ จิตต์ธรรม และณัฐภูมิ โรจน์นัฐติกุล. (2555). ปัจจัยด้านทรัพยากรมนุษย์ที่มีอิทธิพลต่อการรับรู้คุณภาพการใช้บริการรถตู้ กรณีศึกษา: จุดเชื่อมต่อการขนส่งในเขตกรุงเทพมหานคร. **วารสารศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์**, 5(1), 50-56.

Bouwens, J. & Van Lent, L. (2017). Assessing the performance of business unit managers. **Journal of Accounting Research**, 45(4), 667-697.

Dang, C., Zhichuan, F., & Yang, C. (2018). Measuring firm size in empirical corporate finance. **Journal of Banking & Finance**, 86(1) 159-176.

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. **Australian Journal of Management**, 16(1), 49-64.

- Han, K.C. & Suk, D.Y. (1998). The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence. **Review of Financial Economics**, 7(2), 143-155.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), 305-360.
- John, K. & Senbet, L.W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. **Journal of Banking & Finance**, 22(4), 371-403.
- Kaplan, R.S., & Norton, D.P. (1996). The balanced scorecard - measures that drive performance. **Harvard Business Review**, 70(1) 71-79.
- Matoke, V.N., & Omwenga, J. (2019). Audit quality and financial performance of companies listed in nairobi securities exchange. **International Journal of Scientific and Research Publications**, 6(11), 372-381.
- Naimah, D. & Hamidah, D. (2017). The role of corporate governance in firm performance. **SHS WEB of Conferences**, 34(1), 13 03.
- Panditharathna, K. & Kawshala, H. (2017). The Relationship between corporate governance and firm performance. **Management and Administrative Sciences Review**, 6(2), 73-84.
- Saha, N.K., Moutushi, R.H., & Salauddin, M. (2018). Corporate governance and firm performance: the role of the board and audit committee. **Asian Journal of Finance & Accounting**, 10(1), 210-226.
- Thanatawee, Y. (2014). Institutional ownership and firm value in Thailand. **Asian Journal of Business and Accounting**, 7(2), 1-22.



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ตารางที่ 1 แสดงตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา		
ตัวแปรที่ใช้ประกอบการศึกษา	สัญลักษณ์	การวัดค่า
ตัวแปรอิสระ		
1. จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบ	SAC	จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบภายนอก
2. อายุของประธานฝ่ายบริหาร	AOP	อายุของประธานกรรมการบริหาร
3. สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบัน	ONS	จำนวนผู้ถือหุ้นสถาบันต่อผู้ถือหุ้นทั้งหมด
4. สัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 รายแรก	BSH	จำนวนผู้ถือหุ้น 5 รายแรกต่อผู้ถือหุ้นทั้งหมด
ตัวแปรควบคุม		
1. ความเสี่ยงทางการเงิน	LEV	อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม
2. ขนาดของกิจการ	SIZ	สินทรัพย์รวมของบริษัท
3. การเจริญเติบโตของบริษัท	GRC	ราคาตลาดต่อหุ้นหารด้วยราคาตามบัญชีต่อหุ้น
ตัวแปรตาม		
1. อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	ROE	สัดส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท
2. อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์	ROA	สัดส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์ของบริษัท
3. อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน	ROI	สัดส่วนกำไรสุทธิต่อเงินลงทุนของบริษัท

ตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ตัวแปร	ROE	ROA	ROI	BSH	ONS	GRC	AOP	SAC	AUS
ROE	1.000								
ROA	-0.066	1.000							
ROI	-0.059	-0.049	1.000						
BSH	0.368 ^{***}	-0.142 ^{***}	-0.015	1.000					
ONS	-0.255	-0.055	-0.189 ^{**}	-0.190 ^{**}	1.000				
GRC	-0.202 ^{***}	-0.138	-0.031	-0.050	0.195 ^{**}	1.000			
AOP	-0.256 ^{***}	-0.170	-0.058	-0.027 ^{**}	-0.015	0.010	1.000		
SAC	0.252	-0.033	0.065	-0.039	-0.025	-0.028	0.117	1.000	
AUS	-0.235	0.032	-0.040	-0.299 ^{**}	0.250 ^{**}	-0.015	-0.095	-0.129	1.000

*** ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, ** ระดับนัยสำคัญที่ 0.05, * ระดับนัยสำคัญที่ 0.10

ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

Model	Coefficients	t-value	P-Value
	B		
(Constant)	29.212	1.910	0.040
ROA	-0.090	-1.110	0.270
ROI	-3.452	-1.420	0.162
BSH	15.065	3.710	0.000***
ONS	-3.054	-1.520	0.132
GRC	1.212	-1.752	0.089*
AOP	-22.545	2.775	0.007***
SAC	-0.101	3.902	0.000***
AUS	-8.005	-0.637	0.526

$R^2 = 0.399$, Adjusted $R^2 = 0.331$, F-Value = 5.896, P-Value = 0.000

* ระดับนัยสำคัญที่ 0.10 ** ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ***ระดับนัยสำคัญที่ 0.01