

E

# Effects of Corporate Governance Efficiency on Management Efficiency and Enterprise Value of Companies in the Market for Alternative Investment (MAI)

Pritcha Chodchoy<sup>1</sup> Arthit Sutjasen<sup>2</sup> Kwanhatai Jaipiem<sup>3</sup>  
and Arporn Klaewtanong<sup>4,\*</sup>

*Received: February 28, 2023 Revised: June 14, 2023 Accepted: July 19, 2023*

## Abstract

This research aims to study the effect of corporate governance efficiency on management efficiency and corporate value of 77 companies listed on the Market for Alternative Investment (MAI) during 2017–2019 by using secondary data from corporate governance assessment scores of Thai listed companies and their financial reports. Statistics used to analyze data include frequency distributions, percentage averages, standard deviations, and multiple regression analysis. The study found that the top three industries with the best score were services, Property & Construction and Financials, respectively. The study found that the effects of management efficiency were observed in the industry groups that were rated under the 5-star (Excellent) and 4-star (Very Good) from Top Corporate Governance Report Awards. Moreover, the 5-star industry groups were observed to display both management efficiency and corporate value impacts at 0.05.

**Keywords:** corporate governance, management efficiency, enterprise value of companies

<sup>1,2,3,4</sup> College of Industrial Technology and Management, Rajamangala University of Technology Srivijaya

\* Corresponding author. E-mail: arporn.kl@rmutsv.ac.th



# ผลกระทบของประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการ ที่มีต่อประสิทธิภาพการบริหารงานและมูลค่า กิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

กริศท์ซาร์ก ชดช้อย<sup>1</sup> อาทิตย์ สุจเสน<sup>2</sup> ขวัญหทัย ใจเปี่ยม<sup>3</sup> และ อารมณ์ แก้วทองนงค์<sup>4\*</sup>

วันรับบทความ: February 28, 2023 วันแก้ไขบทความ: June 14, 2023 วันตอบรับบทความ: July 19, 2023

## บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อประสิทธิภาพการบริหารงานและมูลค่ากิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) จำนวน 77 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2560-2562 โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากคะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย และรายงานทางการเงิน สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ การแจกแจงความถี่ ค่าเฉลี่ย ร้อยละ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ โดยผลการศึกษา พบว่า อุตสาหกรรมที่มีผลคะแนนในระดับดีเลิศสูงสุด 3 อันดับแรก คือ อุตสาหกรรมบริการ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และธุรกิจการเงิน ตามลำดับ สำหรับผลการวิเคราะห์ผลกระทบของประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อประสิทธิภาพการบริหารงาน และมูลค่ากิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับรางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการที่ระดับ 5 ดาว (ดีเลิศ) และระดับ 4 ดาว (ดีมาก) มีผลกระทบต่อประสิทธิภาพการบริหารงาน นอกจากนี้ รางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการ ระดับ 5 ดาว มีผลกระทบต่อทั้งในด้านประสิทธิภาพการบริหารงานและมูลค่ากิจการ โดยมีนัยสำคัญที่ 0.05

**คำสำคัญ:** การกำกับดูแลกิจการ ประสิทธิภาพการบริหารงาน มูลค่ากิจการ

<sup>1,2,3,4</sup> วิทยาลัยเทคโนโลยีอุตสาหกรรมและการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลศรีวิชัย

\* Corresponding author. E-mail: arporn.kl@rmutsv.ac.th

## บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถือเป็นองค์กรธุรกิจขนาดใหญ่มีภารกิจในการดูแลบริษัทที่เข้ามาดำเนินธุรกิจภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีหน้าที่ในการส่งเสริมการลงทุนสำหรับการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์ต้องสร้างความตระหนักและให้ความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการแก่บริษัทเหล่านั้น เพื่อให้บริษัทใช้เป็นเครื่องมือกลไกสำหรับการสร้างความน่าเชื่อถือแก่บริษัทในการสะท้อนถึงการบริหารงานที่มีความชัดเจนโปร่งใส ตรวจสอบข้อมูลของบริษัทได้ ซึ่งการบริหารงานของคณะกรรมการต้องมีการจัดทำรายงาน และมีการเผยแพร่รายงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.ช) เพื่อเป็นการสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนต่อผลการดำเนินงานของบริษัท หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้กำหนดให้มีคณะกรรมการตรวจสอบเพื่อเป็นเครื่องมือกลไกสำคัญของบริษัท ช่วยแบ่งเบาภาระของคณะกรรมการบริษัทในการส่งเสริมให้บริษัทสามารถปฏิบัติตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการในระดับสากลได้มากขึ้น

การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงเชื่อได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีส่วนช่วยให้การดำเนินงานต่าง ๆ ของกิจการประสบความสำเร็จได้อย่างยั่งยืน คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย เพื่อสำรวจและวัดผลการกำกับดูแลกิจการของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของกลุ่มประเทศ OECD (OECD Principles of Corporate Governance) แบ่งออกเป็น 5 หมวด ในแต่ละหมวดจะมีเกณฑ์ชี้วัดและประเมินการปฏิบัติตามหลักการ ซึ่งเป็นเครื่องมือชี้วัดที่รูปธรรมและสามารถวัดได้ในเชิงปริมาณ โดยในปี 2560 มีเกณฑ์การจัดกลุ่มคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ดังภาพที่ 1

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

ภาพที่ 1 เกณฑ์การจัดกลุ่มระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ  
ที่มา: สถาบันกรรมการบริษัทไทย (2560)

สำหรับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสำคัญต่อบริษัทจดทะเบียนในการสะท้อนถึงการมีระบบการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ช่วยสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้น การกำกับดูแลกิจการจึงเป็นทางเลือกหนึ่งที่เจ้าของกิจการสามารถนำมาปรับใช้กับธุรกิจเพื่อให้ผู้บริหารปฏิบัติงานให้เกิดมูลค่าสูงสุดต่อกิจการ (ทิพย์ธัญญา หรือ นานนท์, 2560) อีกทั้งสามารถช่วยแก้ปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการมีวัตถุประสงค์และหน้าที่หลัก คือ การกำกับ การติดตาม การควบคุม เพื่อให้ทรัพยากรของกิจการได้นำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพ เช่นเดียวกับ รมิดา คงเขตวนิช (2563) พบว่า กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและปฏิบัติตามหลักธรรมาภิบาล มีความเป็นธรรมและโปร่งใส ส่งผลต่อการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ และมีประสิทธิผลส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น ทั้งนี้ สุรางค์ เห็นสว่าง (2560) ยังพบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่ง Sami, Wang and Zhou (2011) ระบุว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดียอมส่งผลให้มูลค่าราคาหุ้นสูงขึ้น ช่วยลดค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับต้นทุนตัวแทน และบริษัทมีผลการดำเนินงานระยะยาวดีกว่าบริษัทที่ไม่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ทั้งนี้ การวิจัยส่วนใหญ่เป็นการศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยยังมีตลาดหลักทรัพย์แห่งที่สองของประเทศไทย คือ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีจุดประสงค์การทำงานโดยทั่วไปเหมือนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่จะทำหน้าที่เป็นตลาดทุนที่เปิดโอกาสให้ธุรกิจขนาดกลาง และขนาดย่อม และกิจการที่เกี่ยวข้องกับนวัตกรรม มีศักยภาพทางการเติบโตสูงให้สามารถระดมเงินทุนเข้าถึงแหล่งเงินทุนเพิ่มเติมสาธารณะได้ ทั้งนี้ เพื่อให้ธุรกิจเติบโตอย่างยั่งยืน ด้วยความโปร่งใส มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีความรับผิดชอบต่อสังคม และสิ่งแวดล้อม เสริมสร้างเครือข่ายธุรกิจ และเพิ่มความพร้อมในการแข่งขัน โดยทิศทางการบริหารประเทศ “ไทยแลนด์ 4.0 ในปี พ.ศ. 2559” ได้มีการให้ความสำคัญในประเด็นของการขับเคลื่อนประเทศ ด้วยวิทยาศาสตร์ เทคโนโลยีและนวัตกรรม เพื่อให้มีการสอดคล้องกับการปรับเปลี่ยนทางวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยีในยุคปัจจุบันที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว เนื่องจากประเทศที่มีความเข้มแข็งทางด้านวิทยาศาสตร์ เทคโนโลยีและนวัตกรรม ย่อมได้เปรียบทางด้าน การปรับตัวตามสถานการณ์ที่มีการเปลี่ยนแปลง ในปี 2560 สำนักงานคณะกรรมการนโยบายวิทยาศาสตร์ เทคโนโลยีและนวัตกรรมแห่งชาติ มีการสำรวจ พบว่า ประเทศไทยมีการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนาในภาครัฐ และเอกชนเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งเกิดจากการตื่นตัวในการลงทุนของบริษัทเอกชนขนาดใหญ่ที่มีการจัดตั้งศูนย์วิจัยและพัฒนา และกิจกรรมนวัตกรรม ในการวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่เพิ่มขึ้น โดยประเทศไทยได้มีการขับเคลื่อนในทุกมิติเพื่อยกระดับศักยภาพของประเทศผ่านการวิจัยและพัฒนาตลอดจนการสร้างนวัตกรรมมาเป็นการมุ่งเน้นในการนำความคิดสร้างสรรค์และการพัฒนานวัตกรรม ส่งเสริมให้เกิดสิ่งใหม่ที่สามารถเพิ่มมูลค่าทางเศรษฐกิจในด้านขั้นตอนการผลิต รูปแบบของผลิตภัณฑ์ รูปแบบของการให้บริการ ตลอดจนการลดต้นทุน โดยการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวสามารถเพิ่มประสิทธิภาพขีดความสามารถของมนุษย์และผลการดำเนินงานได้

ดังนั้น จึงเป็นที่มาของแนวคิดในการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพื่อทราบผลกระทบของประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อประสิทธิภาพการบริหารงานและมูลค่ากิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และเป็นข้อมูลแนวทางประกอบในการตัดสินใจให้แก่ผู้ที่สนใจและนักลงทุน ตลอดจนจนเป็นการผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้ตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการต่อไป

## ทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) หมายถึง การบริหารจัดการองค์การอย่างมีประสิทธิภาพ มีความโปร่งใสสามารถตรวจสอบได้ โดยตระหนักถึงผู้มีส่วนได้เสียรอบด้าน การกำกับดูแลกิจการสามารถสร้างคุณค่าให้องค์กรสามารถอยู่ร่วมกับสังคมอย่างยั่งยืนด้วยการสร้างความน่าเชื่อถือแก่นักลงทุนและสาธารณชน ซึ่งในระยะยาวยังสามารถช่วยให้้องค์กรมีผลการดำเนินงานที่ดี (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ม.ป.ป.) โดยบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์นั้นจำเป็นต้องให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากเจ้าของบริษัทซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นทุกคนเป็นผู้มอบอำนาจ คือ ตัวการ (Principal) ไม่สามารถเข้าไปทำการบริหารจัดการองค์การได้จึงต้องแต่งตั้งตัวแทน (Agent) เข้าไปทำการบริหารจัดการองค์การโดยจะต้องทำหน้าที่ดูแลรักษาผลประโยชน์ขององค์กรและผู้ถือหุ้นอย่างดีที่สุด ต้องดูแลบริหารทุกภาคส่วนอย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุดเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับเงินลงทุน ต้องไม่ใช้ตำแหน่งเพื่อหาผลประโยชน์จากองค์กร และให้ผู้ถือหุ้นรับทราบข้อมูลขององค์กร มีส่วนในการตัดสินใจ ตลอดจนตรวจสอบการทำงานของคณะกรรมการและผู้บริหารได้ ดังทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) (Jensen & Meckling, 1976) ซึ่ง Epps และ Cereola (2008) กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถช่วยป้องกันและแก้ไขปัญหาคอมขัดแย้งที่เกิดขึ้นระหว่างตัวการและตัวแทนได้ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการส่งผลให้กิจการมีโครงสร้างและระบบการจัดการภายในที่ดี มีการถ่วงดุลอำนาจระหว่างฝ่ายตัวการให้สามารถควบคุมและตรวจสอบการทำงานของฝ่ายตัวแทน ผลักดันให้ทุกคนในองค์กรมีความรับผิดชอบในหน้าที่ของตนเอง เมื่อคนในองค์กรทำงานอย่างเต็มประสิทธิภาพ องค์กรมีระบบการจัดการที่ดีจากการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ย่อมส่งผลให้้องค์กรมีผลการดำเนินงานดีขึ้นตามมา เช่นเดียวกับ Brown และ Caylor (2004); Mashayekhi และ Bazaz (2008) และ Sami และคณะ (2011) โดย Amba (2014) พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศบราซิล เช่นเดียวกับ Al-Haddad, Alzurqan และ Al-Sufy (2011) พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร รวมถึงสภาพคล่องและเงินปันผลต่อหุ้นของบริษัทในประเทศจอร์แดน

การศึกษาของ Alanazi และ Alhoqail (2019) พบว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ซาอุดีอาระเบีย ซึ่งกลุ่มบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะให้ผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่ากลุ่มบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดี เช่นเดียวกับ Owala (2010) พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น คือ บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นที่สูงกว่า สอดคล้องกับ ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2560) ศึกษาคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

และปัจจัยที่มีบทบาทต่อมูลค่าธุรกิจบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย พบว่า กิจกรรมที่มีผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะมีผลกระทบต่อเชิงบวกกับมูลค่าธุรกิจในด้านอัตราการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น ที่วัดจากอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน ซึ่ง นัทวตรา ปิ่นชนาธรณ และพรทิวา แสงเขียว (2564) กล่าวว่า หากกิจการมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่ดี ราคาตลาดหุ้นสามัญของกิจการนั้นก็เพิ่มสูงขึ้น ทำให้ผู้ลงทุนหรือเจ้าของกิจการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสูงขึ้นเช่นกัน แต่ Turnacigil, Guler และ Dogukanli (2019) กลับพบว่า การกำกับดูแลกิจการในประเทศตุรกี ที่วัดด้วยคะแนนการกำกับดูแลกิจการทั้ง 5 หมวด ไม่มีผลต่อการลงทุนซื้อหุ้นของนักลงทุน และการกำกับดูแลกิจการส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนในระยะยาว

นอกจากนี้ งานวิจัยที่ผ่านมาที่ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน เช่น การศึกษาของ เบญจวรรณ ศุภภัทรพร (2561) ศึกษาผลกระทบต่อระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผ่านระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งจัดทำโดยสถาบันกรรมการบริษัทไทย ผลการวิจัย พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและอัตรากำไรสุทธิ สอดคล้องกับ กังสดาล แก้วหานาม ศิริลักษณ์ ศุทธชัย และนภาพร ลิขิตวงศ์ชจร (2560) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการประเมินโดย IOD ปี 2557 กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัย พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและขนาดของกิจการมีผลกระทบต่อเชิงบวกกับอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ขณะที่ความเสี่ยงทางการเงินมีผลกระทบต่อเชิงลบกับอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม แสดงให้เห็นว่ากิจการที่ได้รับการประเมินระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจาก IOD ในเกณฑ์ดีจะมีผลการดำเนินงานที่ดีเช่นกัน นภาพรณ ลิมตั้ง (2558) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100) ผลการวิจัยไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ “ดีเลิศ” (Excellent) “ดีมาก” (Very Good) “ดี” (Good) และขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับคุณภาพกำไรของบริษัท เช่นเดียวกับการศึกษาของ ทิพย์ธัญญา หรินานนท์ (2560) ศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการจัดการกำไรและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 ผลการวิจัย พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่เป็นหลักประกันในการควบคุมผู้บริหารจะใช้อำนาจควบคุมกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดแก่กิจการแต่เจ้าของย่อยไม่มีความจำเป็น ฉะนั้น ผู้บริหารจะต้องดำเนินงานในลักษณะที่รักษาผลประโยชน์ของกิจการอย่างสูงสุด การรายงานผลการดำเนินงานจากปัญหาความขัดแย้งทำให้การกำกับดูแลกิจการได้รับความสนใจรวมถึงได้รับการยอมรับในปัจจุบัน การกำกับดูแลกิจการมีบทบาทสำคัญต่อการบริหารกิจการและช่วยส่งเสริมการสร้างข้อมูลระดับสูงสุดให้แก่กิจการ

ในการศึกษาของ นวลนภา อัครพุทธิพร และ ศิลปพร ศรีจันเพชร (2550) โดยทำการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าของกิจการบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีคะแนนประเมินอยู่ในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” จากการเปิดเผยของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในปี พ.ศ. 2549 และใช้แนวคิด Tobin's Q เป็นเครื่องมือในการหาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าของกิจการ จำนวน 216 บริษัท โดยจำแนกเป็น 3 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มที่มีคะแนนในระดับ “ดี” จำนวน 145 บริษัท 2) กลุ่มที่มีคะแนนในระดับ “ดีมาก” จำนวน 62 บริษัท และ 3) กลุ่มที่มีคะแนนอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” จำนวน 9 บริษัท ผลการวิจัย พบว่า ค่าเฉลี่ยคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการของทั้ง 3 กลุ่มไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่พบว่าค่า Tobin's Q ของกลุ่มที่ได้รับการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการให้อยู่ในกลุ่มที่มีคะแนนสูงกว่าจะมีแนวโน้มของค่า Tobin's Q สูงกว่ากลุ่มที่ได้รับ การประเมินผลการกำกับดูแลกิจการที่อยู่ในกลุ่มที่มีคะแนนต่ำกว่า เช่นเดียวกับการศึกษาของ สรินยา เซาว์นเกษม (2553) ศึกษาผลการดำเนินงานของกิจการกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี พบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการมีความสัมพันธ์กับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ด้วยผลการดำเนินงานที่ดีของกิจการย่อมเกิดจากการที่กิจการมีระบบการบริหารจัดการที่มีคุณภาพ และมีประสิทธิภาพอันประกอบไปด้วยการทำงานที่มีความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลต่าง ๆ ต่อนักลงทุนและผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน มีการกำหนดบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการและฝ่ายจัดการอย่างชัดเจน มีการถ่วงดุลอำนาจกันอย่างเหมาะสมด้วยจำนวนคณะกรรมการอิสระ ซึ่งส่งผลให้ความเสี่ยงลดน้อยลงสามารถสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนได้ สอดคล้องกับการศึกษาของ Brown และ Caylor (2004) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานครอบคลุมหลักการกำกับดูแลกิจการ 8 ด้าน จัดอันดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา ประกอบด้วย 1) การตรวจสอบ 2) คณะกรรมการบริหาร 3) ข้อบังคับตามกฎหมาย 4) คุณวุฒิการศึกษา 5) การจ่ายผลตอบแทนให้กับคณะกรรมการและผู้บริหาร 6) ความเป็นเจ้าของ 7) แนวปฏิบัติเพื่อความก้าวหน้าของกิจการ และ 8) การควบรวมกิจการ และตัวชี้วัดจะเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานใน 2 ด้าน คือ 1) ด้านการดำเนินงาน ใช้อัตราผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้นกำไรสุทธิ และอัตราการเติบโตของยอดขาย 2) ด้านมูลค่ากิจการ (Firm Value) ใช้ค่า Tobin's Q เป็นตัววัด ผลการวิจัย พบว่า บริษัทที่จัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีแนวโน้มผลการดำเนินงาน มูลค่ากิจการ และอัตราการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นดีขึ้น

ทั้งนี้ การศึกษาของ Gompers, Ishii และ Metrick (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นบริษัทภิบาลกับการเพิ่มมูลค่าของกิจการ ผลการวิจัยพบความสัมพันธ์เป็นไปในเชิงบวกและยืนยันได้ว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการได้ โดยบริษัทที่มีคุณภาพในด้านสิทธิของผู้ถือหุ้นหรือมีการจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีสหสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนที่ได้รับจากการถือหุ้นเมื่อวัดจากมูลค่าของกิจการ (Firm Value) และผลการปฏิบัติงานซึ่งวัดจากกำไรสุทธิ (Net Profit Margin) โดยบริษัทที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นมากจะมีมูลค่ากิจการสูงผลกำไรสูง และอัตราการเติบโตของยอดขายสูง ในขณะที่บริษัทที่เน้นโครงสร้างการบริหารจากเจ้าของจะมีมูลค่ากิจการต่ำกว่า เช่นเดียวกับการศึกษาของ Black, Jang และ Kim (2006) ศึกษาดัชนีการกำกับดูแลกิจการ และปัจจัยความสัมพันธ์ในการอธิบายมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียน

ในตลาดหลักทรัพย์ของเกาหลี จำนวน 515 บริษัท ผลการวิจัย พบว่า การเปลี่ยนแปลงที่ดีขึ้นของดัชนีพยากรณ์ การเพิ่มขึ้นของ Tobin's q 0.47 หรือประมาณร้อยละ 160 ของราคาหุ้น ทั้งนี้ การศึกษาของ Klapper และ Love (2002) ที่ศึกษาการกำกับดูแลกิจการการปกป้องนักลงทุนและผลการดำเนินงานในตลาดเกิดใหม่ โดยใช้ การจัดการกำกับดูแลกิจการของ Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) ทำการศึกษาบริษัทใน 14 ประเทศ จำนวน 374 บริษัท ได้แก่ บราซิล ชิลี ฮองกง อินเดีย อินโดนีเซีย เกาหลี มาเลเซีย ปากีสถาน ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ แอฟริกาใต้ ไต้หวัน ตุรกี และประเทศไทย ผลการวิจัย พบว่า อันดับของการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลกระทบ เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานในตลาดเกิดใหม่ โดยบริษัทที่มีการจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้บริษัท มีผลการดำเนินงานสูงขึ้น จากการวัดอัตราผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ (Return on Assets) และยังส่งผล ให้มูลค่าของกิจการที่วัดจากค่า Tobin's Q สูงเพิ่มขึ้นด้วย

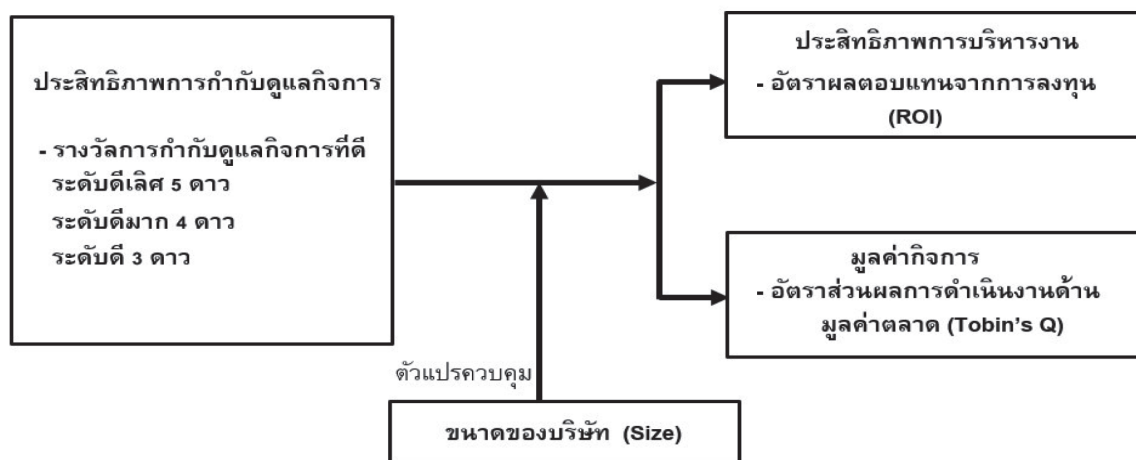
จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นจึงเป็นที่มาของสมมติฐานงานวิจัย ดังนี้

H1: ประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อประสิทธิภาพการบริหารงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

H2: ประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

## กรอบแนวคิดการวิจัย

การวิจัยนี้มีกรอบแนวคิดการวิจัย ดังแสดงในภาพที่ 2



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดการวิจัย



## วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาผลกระทบของประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อประสิทธิภาพการบริหารงาน และมูลค่ากิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

## ขอบเขตการวิจัย

ประชากร (Population) คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ของ 8 กลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับรางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างต่อเนื่องในช่วงปี พ.ศ. 2560-2562 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.ก) ทั้งนี้ยกเว้นบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน

กลุ่มตัวอย่าง (Sample) คือ บริษัทที่ได้รับรางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ของ 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ในปี พ.ศ. 2560-2562 จำนวนทั้งสิ้น 77 บริษัท

## วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเป็นการเก็บข้อมูลรายปี โดยใช้ข้อมูลของปี พ.ศ. 2560-2562 มีข้อมูลทั้งสิ้น 77 บริษัท โดยเก็บข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้แก่ ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2560) จากเว็บไซต์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ([www.thai-iod.com](http://www.thai-iod.com)) และข้อมูลจากรายงานประจำปี และแบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) เว็บไซต์ของบริษัท และเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ([www.sec.or.th](http://www.sec.or.th)) และเก็บข้อมูลจากรายงานทางการเงิน DATASTREAM SETSMART ([www.setsmart.or.th](http://www.setsmart.or.th)) โดยใช้ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และทำการวิเคราะห์ผลกระทบของตัวแปรด้วยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการ วัดค่าด้วยรางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยผลจากการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ที่มีช่วงคะแนน 90-100 สัญลักษณ์ 5 ดาว คือ “ดีเลิศ (Excellent)” ช่วงคะแนน 80-89 สัญลักษณ์ 4 ดาว คือ “ดีมาก (Very Good)” ช่วงคะแนน 70-79 สัญลักษณ์ 3 ดาว คือ “ดี (Good)” ซึ่ง Miyajima (2005) พบว่า บริษัทในญี่ปุ่นมีการปฏิรูปการกำกับดูแลกิจการ โดยบริษัทที่มีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมส่งผลให้บริษัทมีผลดำเนินงานที่ดีเช่นกัน

ตัวแปรตาม คือ 1) ประสิทธิภาพการบริหารงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ วัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนการลงทุน (ROI) อัตราส่วนนี้เป็นการสะท้อนถึงประสิทธิภาพของการก่อให้เกิดผลประโยชน์จากการลงทุน ซึ่งเป็นอัตราส่วนหนึ่งที่ถูกใช้ในการควบคุมการดำเนินงานหรือวางแผนโดยตรงเพื่อให้เห็นถึงประสิทธิภาพของการทำกำไรในการตอบแทนจากลงทุน ทั้งนี้ Gompers และคณะ (2003) พบว่า

ตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาในส่วนของผลตอบแทนของหลักทรัพย์และระดับการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์เชิงบวก โดยมีความสอดคล้องกับ Carvalho และ Nobili (2011) ในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ของประเทศบราซิล และในส่วนของฝั่งยุโรป ประเทศเยอรมนี Drobetz, Schillhofer, และ Zimmermann (2004) ได้พบว่า การซื้อหุ้นของบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating; CGR) สูงสุด และขายหุ้นของบริษัทที่มี CGR ต่ำสามารถทำให้เกิดกำไรเกินปกติได้สูงถึง 12% ต่อปี ทั้งนี้ Jacobson (1987) ได้กล่าวว่า ROI เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนให้เห็นถึงผลการปฏิบัติงานเชิงเศรษฐศาสตร์ที่แท้จริงขององค์กร ซึ่งพบว่า ROI มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนของหุ้น ซึ่งผู้ถือหุ้น นักลงทุนที่เข้ามาลงทุนเป็นส่วนสะท้อนถึงผลประกอบการของกิจการ (อนุวัฒน์ ภัคดี และ ศิลพร ศรีจันเพชร, 2562) และสำหรับตัวแปรตาม 2) มูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ วัดค่าด้วย Tobin's Q ซึ่งเป็นผลการดำเนินงานทางตลาด เนื่องจากเป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่ผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาดโดยสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่ากิจการ และสามารถคาดการณ์ตัดสินใจจ่ายลงทุนในอนาคต (Tobin & Brainard, 1977) และค่า Tobin's Q มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (Nam & Nam, 2004) Richard, Devinney, Yip, และ Johnson (2009) กล่าวว่า นักลงทุนจะใช้เครื่องมือทางการเงินในการตัดสินใจลงทุนโดยเน้นผลการดำเนินงานของกิจการ โดยเครื่องมือที่ใช้วัดประสิทธิภาพการทำงานทางการเงินการบัญชี คือ ROI และทางด้านตลาดการเงินจะมีการใช้ Tobin Q ซึ่ง Landsman และ Shapiro (1995) พบว่า ROI และ Tobin's Q มีค่าสหสัมพันธ์สูงอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีการคำนวณ ดังนี้

1) อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Return on Investment: ROI) เป็นตัววัดประสิทธิภาพการทำงานที่นิยมใช้ ซึ่งเกิดจากการหารกำไรทางบัญชีด้วยเงินลงทุน สามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าทางเศรษฐกิจและผลการปฏิบัติงานที่แท้จริงขององค์กร (Landsman & Shapiro, 1995)

$$ROI (\%) = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{เงินลงทุนถัวเฉลี่ย}} \times 100$$

2) Tobin's Q Ratio ในงานวิจัยฉบับนี้จะคำนวณค่า Tobin's Q Ratio ตามแนวทางของ Chung และ Pruitt (1994) เนื่องจากมีการปรับสูตรในการคำนวณ Tobin's Q โดยคำนวณจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญและจำนวนหุ้นที่อยู่กับผู้ถือหุ้น) มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (มูลค่าไถ่ถอนหุ้นบุริมสิทธิ) และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนจากสินทรัพย์หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว) โดยใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ (มนวิกา ผดุงสิทธิ์, 2548)

$$Tobin's Q = \frac{(MVE + PS + DEBT)}{BVA}$$

- โดยที่ MVE = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ  
 PS = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ  
 DEBT = มูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนจากสินทรัพย์ หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว)  
 BVA = มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์  
 $\varepsilon$  = ค่าความคลาดเคลื่อน

ตัวแปรควบคุม (Control Variables) คือ ขนาดของบริษัท (Size) คำนวณจากมูลค่าของสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นรอบบัญชีของบริษัท

โดยสามารถเขียนเป็นสมการความสัมพันธ์ของแบบจำลอง ทิพย์ธัญญา หรือ นานท์ (2560) ดังนี้

- ROI =  $\beta_0 + \beta_1$  (Excellent) +  $\beta_2$  (Very Good) +  $\beta_3$  (Good) +  $\beta_4$  (SIZE) +  $\varepsilon$   
 T\_Q =  $\beta_0 + \beta_1$  (Excellent) +  $\beta_2$  (Very Good) +  $\beta_3$  (Good) +  $\beta_4$  (SIZE) +  $\varepsilon$
- โดยที่ ROI = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Return on Investment: ROI)  
 T\_Q = อัตราส่วนผลการดำเนินงานด้านมูลค่าตลาด (Tobin's Q)  
 Excellent = รางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี ระดับดีเลิศ 5 ดาว  
 Very Good = รางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี ระดับดีมาก 4 ดาว  
 Good = รางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี ระดับดี 3 ดาว  
 SIZE = ลอการิทึมธรรมชาติ ของสินทรัพย์รวมของบริษัท  
 $\varepsilon$  = ค่าความคลาดเคลื่อน

## ผลการวิจัย

ผลการศึกษาผลกระทบของประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อประสิทธิภาพการบริหารงานและมูลค่ากิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ การวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการวิเคราะห์ประกอบด้วย ค่าความถี่ (Frequency) ค่าร้อยละ (Percentage) ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ค่าต่ำสุด (MIN) ค่าสูงสุด (MAX) เพื่ออธิบายลักษณะของการแจกแจงข้อมูลและการกระจายของตัวแปร (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2550) และสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกต โดยค่าสัมประสิทธิ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์จะอธิบายถึงระดับความสัมพันธ์ของตัวแปร หากค่าที่ใช้ทดสอบมีมากกว่า 0.70 และ -0.70 แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบผลกระทบของประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อประสิทธิภาพการบริหารงานและมูลค่ากิจการ ดังตารางที่ 1 2 3 4 และ 5

**ตารางที่ 1** ค่ำสถิตัเช็งพรรณนากัของประฆากกร

รางวัลดำนการก้ำกับดูแลกัการทักดี (Top Corporate Governance Report Awards)	คววมถัก	ร้อยลล
Excellent	30	38.96
Very Good	35	45.46
Good	12	15.58
<b>รวม</b>	<b>77</b>	<b>100.00</b>

**ตารางที่ 2** ค่ำสถิตัเช็งพรรณนากัของรางวัลดำนการก้ำกับดูแลกัการทักดี

ประเภทอุตสาหกรรม	รางวัลดำนการก้ำกับดูแลกัการทักดี (Top Corporate Governance Report Awards)		
	ระดับตักเลค 5 ดาว (Excellent) 90-100 คลเนน	ระดับตักมาก 4 ดาว (Very Good) 80-89 คลเนน	ระดับตัก 3 ดาว (Good) 70-79 คลเนน
1. ธุรกิจการจัน (FINICIAL)	4	1	-
2. เทคโนลลย (TECH)	2	1	-
3. เกษตรแลลอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	2	1	2
4. อสังหาริมทักยแลลก่อสร้าง (PROPCON)	6	1	2
5. ลินค้ำอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	2	1	4
6. บริการ (SERVICE)	9	11	1
7. ลินค้ำอุตสาหกรรม (INDUS)	3	13	3
8. ทักยการ (RESOURC)	2	6	-
<b>รวม</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>12</b>

จากตารางที่ 1 แลล 2 ผลการวักเราะหส์ถิตัเช็งพรรณนากั พบว่ำ บริษัททักได้รับรางวัลดำนการก้ำกับดูแลกัการทักดีทักจดทลเปยในตลลาดหลักทักย เอ็ม เอ ไอ ของ 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ในปี พ.ศ. 2560-2562 จำนวน 77 บริษัท โดยอุตสาหกรรมทักมีผลคลเนนในระดับตักมาก จำนวน 35 บริษัท คักเปยร้อยละ 45.46 รองลงมามีผลคลเนนระดับตักเลค จำนวน 30 บริษัท คักเปยร้อยละ 38.96 แลลผลคลเนนในระดับตัก จำนวน 12 บริษัท คักเปยร้อยละ 15.58 โดยพบว่ำ อุตสาหกรรมทักมีผลคลเนนในระดับตักเลคสูงสูกั 3 อันดับแรก คัก อุตสาหกรรมบริการ อสังหาริมทักยแลลก่อสร้าง แลลธุรกิจการจัน ตามล่ำดับ

**ตารางที่ 3** ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรรางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ตัวแปร (Variables)	N	ค่าต่ำสุด (Minimum)	ค่าสูงสุด (Maximum)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (SD)
ROI	77	-34.56	31.67	2.34	3.44
T_Q	77	-455.46	39.97	1.41	23.94
Excellent	77	3.67	33.33	19.37	5.84
Very Good	77	12.20	32.19	16.00	6.89
Good	77	0.00	0.33	0.25	0.14
SIZE	77	0.99	9.33	4.92	1.00

จากตารางที่ 3 เมื่อพิจารณาสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตามจากจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 77 บริษัท พบว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI) มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 31.67 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ -34.56 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2.34 และอัตราส่วนผลการดำเนินงานด้านมูลค่าตลาด (Tobin's Q) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 39.97 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ -455.46 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.41 ในส่วนของตัวแปรอิสระส่วนของรางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีระดับดีเลิศ (Excellent) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 33.33 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 3.67 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 19.37 ส่วนรางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีระดับดีมาก (Very Good) มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 32.19 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 12.20 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 16.00 และรางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีระดับดี (Good) มีสูงสุดอยู่ที่ 0.33 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.00 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.25 และขนาดของกิจการ (SIZE) พบว่า มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 9.33 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.99 และค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 4.92

**ตารางที่ 4** วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรวิธี Pearson Correlation Coefficient Analysis

ตัวแปร	ROI	T_Q	Excellent	Very Good	Good	SIZE
ROI	1.000					
T_Q	.041	1.000				
Excellent	.050	.059	1.000			
Very Good	.046	.022	.060	1.000		
Good	-.012	.021	-.026	.062	1.000	
Size	.014	.246	-.062	.006	.116*	1.000

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05

ผลการวิเคราะห์ตารางที่ 4 โดยการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน เพื่อตรวจสอบการมีสหสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 95 ซึ่งไม่พบความสัมพันธ์ของตัวแปรคู่ใดที่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity โดยค่า Pearson Correlation ที่อยู่ระหว่าง  $\pm 0.8$  ไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity (Shrestha, 2020) ดังนั้น จึงสามารถนำตัวแปรมาวิเคราะห์การถดถอย (Multiple Linear Regression Analysis) ในขั้นตอนต่อไป

**ตารางที่ 5** การวิเคราะห์ผลกระทบของประสิทธิผลการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อประสิทธิผลการบริหารงาน และมูลค่ากิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Variable	ประสิทธิผลการบริหารงาน (ROI)					มูลค่ากิจการ (T_Q)				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	S. E.	Beta			B	S. E.	Beta		
(Constant)	-6.389	9.871		-.638	.508	-6.051	9.533		.329	.503
Excellent	5.656	1.947	.041	2.712	.015*	-.208	.147	-.264	-2.373	.026*
Very Good	.111	.029	.170	3.069	.032*	.014	.008	.124	1.649	.098
Good	.052	.072	.048	.686	.509	.019	.017	.094	1.222	.230
Size	5.030	9.936	.022	.502	.611	4.034	8.940	.096	.576	.543
R Square = 0.080      Adjusted R Square = 0.068					R Square = 0.082      Adjusted R Square = 0.071					
Durbin-Watson = 2.096      F Statistics = 6.996					Durbin-Watson = 2.101      F Statistics = 6.999					
P- value = 0.000					P- value = 0.000					

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05

จากตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบในส่วนของประสิทธิผลการบริหารงาน (ROI) พบว่า ค่า Adjust R<sup>2</sup> = 6.80% สะท้อนถึงผลกระทบของประสิทธิผลการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อประสิทธิผลการบริหารงาน และอีก 93.20% เกิดจากผลกระทบในส่วนอื่น ๆ ทั้งนี้ ได้ทำการตรวจสอบความเป็นอิสระของค่าคลาดเคลื่อน จากค่า Durbin-Watson เท่ากับ 2.096 ในการอธิบายถึงความอิสระต่อกันของตัวแปร โดยมีผลการทดสอบสมมติฐานในแต่ละตัวแปร ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ประสิทธิผลการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อประสิทธิผลการบริหารงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากผลการทดสอบ พบว่า ตัวแปร Excellent มีค่าคาดหวังเป็นบวก โดยมีค่าสัมประสิทธิ์จากสมการ คือ 5.656 และค่า P-value เท่ากับ .015 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงให้เห็นว่าตัวแปร Excellent ส่งผลกระทบต่อประสิทธิผลการบริหารงาน ในส่วนของตัวแปร Very Good มีค่าคาดหวังเป็นบวก

โดยมีค่าสัมประสิทธิ์จากสมการ คือ .111 และค่า P-value เท่ากับ .032 ซึ่ง มีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปร Very Good ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการบริหารงาน ต่อมา คือ ตัวแปร Good มีค่าคาดหวังเป็นบวก โดยมีค่าสัมประสิทธิ์จากสมการ คือ .052 มีผลเป็นบวก และค่า P-value เท่ากับ .509 ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงให้เห็นว่าตัวแปร Very Good ไม่ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการบริหารงาน และในส่วนของตัวแปร Size มีค่าคาดหวังเป็นบวก โดยมีค่าสัมประสิทธิ์จากสมการ คือ 5.030 และค่า P-value เท่ากับ .611 ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงให้เห็นว่าตัวแปร Size ไม่ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการบริหารงาน โดยแสดงความสัมพันธ์ ดังสมการนี้

$$ROI = -6.389 + 5.656\text{Excellent} + .111\text{Very Good} + .052\text{Good} + 5.030\text{Size}$$

สมมติฐานที่ 2 ประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากผลการทดสอบ พบว่า ตัวแปร Excellent มีค่าคาดหวังเป็นลบ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์จากสมการ คือ -.028 และค่า P-value เท่ากับ .026 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปร Excellent ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ในส่วนของตัวแปร Very Good มีค่าคาดหวังเป็นบวก โดยมีค่าสัมประสิทธิ์จากสมการ คือ .014 และค่า P-value เท่ากับ .098 ซึ่งมีความมากกว่า 0.05 แสดงให้เห็นว่าตัวแปร Very Good ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ต่อมา คือ ตัวแปร Good มีค่าคาดหวังเป็นบวก โดยมีค่าสัมประสิทธิ์จากสมการ คือ .019 มีผลเป็นบวก และค่า P-value เท่ากับ .230 ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงให้เห็นว่าตัวแปร Good ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และในส่วนของตัวแปร Size มีค่าคาดหวังเป็นบวก โดยมีค่าสัมประสิทธิ์จากสมการ คือ 4.034 และค่า P-value เท่ากับ .543 ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงให้เห็นว่าตัวแปร Size ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ โดยแสดงความสัมพันธ์ ดังสมการนี้

$$T\_Q = -6.051 - .208\text{Excellen} + .014\text{Very Good} + .019\text{Good} + 4.034\text{Size}$$

## สรุปและอภิปรายผล

ผลการศึกษา พบว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ได้รับรางวัลด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Top Corporate Governance Report Awards) ของ 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ในปี พ.ศ. 2560-2562 โดยอุตสาหกรรมที่มีผลคะแนนในระดับดีเลิศสูงสุด 3 อันดับแรก คือ อุตสาหกรรมบริการ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และธุรกิจการเงิน ตามลำดับ อาจเป็นไปได้ว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีผลคะแนนในระดับดีเลิศในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และธุรกิจการเงินในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เล็งเห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากองค์กรจะมีระบบการจัดการที่ดีจากการกำกับดูแลกิจการที่ดี และส่งผลให้องค์กรมีผลการดำเนินงานที่ดีตามขึ้นมาด้วย ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ รมิตา คงเชตวณิช (2563) พบว่า กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และปฏิบัติตามหลักธรรมาภิบาล มีความเป็นธรรม และโปร่งใส ส่งผลต่อการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพและมีประสิทธิผลส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น ซึ่งจะนำไปสู่การสร้างความน่าเชื่อถือ และการพิจารณาตัดสินใจของนักลงทุนต่อไป

ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อประสิทธิภาพการบริหารงาน และมูลค่ากิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า การกำกับดูแลกิจการ โดยผลการประเมินระดับดีเลิศ และระดับดีมาก มีผลกระทบต่อประสิทธิภาพการบริหารงาน และผลกระทบของประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการ โดยผลการประเมินระดับดีเลิศมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการส่งผลดีต่อบริษัท โดยสามารถระดมทุนด้วยต้นทุนที่เหมาะสมส่งผลให้บริษัทสามารถแข่งขันกับบริษัทอื่นได้ สร้างความเชื่อมั่น เกิดความต้องการซื้อที่สูงขึ้น เสริมสภาพคล่อง อีกทั้งผู้ถือหุ้นสามัญหรือเจ้าของกิจการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงขึ้น (นิพนธ์ เห็นโชคชัยชนะ, 2558; วิจิตรา จำลองราษฎร์, 2561) โดยผลตอบแทนจากการลงทุนประกอบด้วย เงินปันผล (dividend) และกำไรจากการขายหลักทรัพย์ (capital gain) ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นสามัญได้รับจากการลงทุนจะมากหรือน้อยย่อมขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ นโยบายการจ่ายเงินปันผล และมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์นั้น ๆ (มัจฉรินทร์ วัฒนะสถิตย์ และสุภา ทองคง, 2565)

ทั้งนี้ ยังสอดคล้องกับ นวลนภา อัครพุทธิพร และ ศิลปพร ศรีจันเพชร (2550) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าของกิจการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีคะแนนประเมินอยู่ในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” ผลการศึกษา พบว่า ค่า Tobin's Q ของกลุ่มที่ได้รับการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการให้อยู่ในกลุ่มที่มีคะแนนสูงกว่าจะมีแนวโน้มของค่า Tobin's Q สูงกว่ากลุ่มที่ได้รับการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการที่อยู่ในกลุ่มที่มีคะแนนต่ำกว่า เช่นเดียวกับ ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2559) พบว่า กิจการที่มีผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่าธุรกิจ ในด้านอัตราการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น ผ่านอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน ซึ่งหากกิจการมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่ดี ราคาตลาดหุ้นสามัญของกิจการนั้นก็จะมีเพิ่มสูงขึ้น ทำให้ผู้ลงทุนหรือเจ้าของกิจการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสูงขึ้น (นันทวรา ปณชนาธรณ และ พรทิวา แสงเขียว, 2564) ทั้งยังสอดคล้องกับการศึกษาของ Brown และ Caylor (2004) พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ โดยสถาบันนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investor Services: ISS) มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิการเติบโตของยอดขาย อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน Tobin's Q และการซื้อหุ้นคืน และสอดคล้องกับการศึกษาของ Gompers, Ishii และ Metrick (2003) ที่ระบุว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการได้ โดยบริษัทที่มีคุณภาพในด้านสิทธิของผู้ถือหุ้น หรือมีการจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลตอบแทนที่ได้รับจากการถือหุ้นเมื่อวัดจากมูลค่าของกิจการ เช่นเดียวกับผลการวิจัยของ Klapper และ Love (2002) พบว่า บริษัทที่มีการจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานสูงขึ้นจากการวัดอัตราผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ (Return on Assets) และยังส่งผลให้มูลค่าของกิจการที่วัดจากค่า Tobin's Q สูงเพิ่มขึ้นด้วย และการศึกษาของ สุรางค์ เห็นสว่าง (2560) พบว่า การกำกับดูแลกิจการโดยใช้ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่จัดทำโดยสถาบันกรรมการบริษัทไทย มีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น



## ประโยชน์ที่ได้รับ

ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัยผลกระทบของประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการ ที่มีต่อประสิทธิภาพการบริหารงาน และมูลค่ากิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ดังนี้

1. เพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจให้แก่ผู้ที่สนใจ และนักลงทุน ตลอดจนเป็นการผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้ตระหนักถึงความสำคัญ และประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการ
2. เพื่อเป็นแนวทางสำหรับการพัฒนา ส่งเสริมประสิทธิภาพ และออกแบบตัวชี้วัดตลอดจนกระตุ้นให้เกิดตัวชี้วัดผลลัพธ์การกำกับดูแลกิจการแก่หน่วยงานภาครัฐ และภาคธุรกิจทั้งระบบในประเทศไทยในการปรับปรุงให้เกิดประสิทธิภาพยิ่งขึ้น
3. เพื่อส่งเสริมให้ผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วนตระหนักในความสำคัญ และจำเป็นของการมีกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็ง เพื่อการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

## ข้อเสนอแนะและข้อจำกัดการวิจัย

ผู้วิจัยขอเสนอแนะในงานวิจัยอนาคตจากการศึกษาครั้งนี้ ดังนี้

1. การศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาโดยใช้คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งเป็นช่วงคะแนนที่ได้สรุปไว้แล้ว ซึ่งการวิจัยในอนาคตอาจนำหลักเกณฑ์การประเมินของ IOD มาเป็นเครื่องมือเพื่อให้ได้ผลการวิจัยที่มีความครอบคลุมยิ่งขึ้น โดยจัดแยกตามหมวดหมู่หลักของการกำกับดูแลกิจการ
2. ในอนาคตอาจเพิ่มตัวแปรอิสระในการศึกษาที่เกี่ยวข้อง เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดย IOD และผลการดำเนินงานของกิจการ เพื่อให้ได้ผลการวิจัยที่มีความหลากหลายยิ่งขึ้น
3. งานวิจัยนี้มีการทดสอบตัวแปรควบคุมเฉพาะขนาดของบริษัท ซึ่งงานวิจัยในอนาคตควรเพิ่มตัวแปรควบคุมอื่นที่เกี่ยวข้อง เพื่อจะได้เห็นผลการวิจัยในมุมมองที่ต่างกัน

## กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยนี้ได้รับการสนับสนุนทุนอุดหนุนการวิจัยงบประมาณเงินรายได้ ประจำปีงบประมาณ พ.ศ. 2564 มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลศรีวิชัย ขอขอบคุณในการสนับสนุนดังกล่าวเป็นอย่างยิ่ง

## บรรณานุกรม

- กั้งสดาล แก้วหานาม, ศิริลักษณ์ ศุภรัชย์ และ นภาพร ลิขิตวงศ์ขจร. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *WMS Journal of Management Walailak University*, 6(1), 44-53.
- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2550). *การวิเคราะห์สถิติ: สถิติสำหรับบริหารและวิจัย* (พิมพ์ครั้งที่ 10). กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (ม.ป.ป.ก). ข้อมูลรายบริษัท/หลักทรัพย์. สืบค้นเมื่อ 18 สิงหาคม 2564, จาก [https://portal.set.or.th/mai/stocklookup.do?locale=th\\_TH](https://portal.set.or.th/mai/stocklookup.do?locale=th_TH)
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (ม.ป.ป.ช). แนวปฏิบัติสำคัญด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน. สืบค้นเมื่อ 10 พฤษภาคม 2563, จาก <https://www.setsustainability.com/libraries/961/item/CG%20practices?type=&search>
- ทิพย์ธัญญา หรินานนท์. (2560). *อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการจัดการกำไรและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์, สงขลา.
- นภาพรณ ลิมตั้ง. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100)*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- นवलนภา อัครพุทธิพร และ ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2550). คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 3(6), 95-106.
- นันทรา ปันชนาธรณ และ พรทิวา แสงเขียว. (2564). อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีต่อผลการดำเนินงานธุรกิจหมวดอุตสาหกรรมกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภคของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมหาจุฬานาครทรรศน์*, 8(8), 77-89.
- นิพนธ์ เห็นโชคชัยชนะ. (2558). หน่วยที่ 15 การจัดการตามหลักธรรมาภิบาลและการควบคุมภายใน. *เอกสารการสอนชุดวิชาการวิจัยทางธุรกิจ การวางแผน และการควบคุมทางการเงิน* (น. 425-464). นนทบุรี: มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.

- เบญจวรรณ ศุภภัทรพร. (2561). ผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสถาบันเทคโนโลยีแห่งสุวรรณภูมิ*, 4(2), 171-190.
- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร. (2559). ผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน กลุ่มดัชนี SET 50: บทบาทและความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่. *วารสารวิทยาการจัดการสมัยใหม่*, 9(1), 31-45.
- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร. (2560). คะแนนการกำกับดูแลกิจการและปัจจัยที่มีบทบาทต่อมูลค่าธุรกิจบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจเทคโนโลยีมหานคร*, 14(1), 1-24.
- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-tobin's Q. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 28(106), 13-22.
- มูจจรินทร์ วัฒนะสถิตย์ และสุภา ทองคง. (2565). อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100. *วารสารวิจัยวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสุรินทร์*, 6(1),1-5.
- รมิดา คงเขตวณิช. (2563). การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสังคมศาสตร์และมานุษยวิทยาเชิงพุทธ*, 5(9), 425-441.
- วิจิตรา จำลองราษฎร์. (2561). ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการ ความเสี่ยงในการล้มละลาย และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยราชภัฏพิบูลสงคราม*, 12(1), 60-81.
- สถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2560). *Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2017*. กรุงเทพฯ: ผู้แต่ง.
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2560). หลักเกณฑ์การสำรวจโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย. สืบค้นเมื่อ 10 ธันวาคม 2564, จาก [http://www.thai-iod.com/imgUpload/เอกสารเผยแพร่โครงการ%20CGR%202017-THAI\\_11\\_7\\_2017.pdf](http://www.thai-iod.com/imgUpload/เอกสารเผยแพร่โครงการ%20CGR%202017-THAI_11_7_2017.pdf)
- สรินยา เขาวนเกษม. (2553). ผลการดำเนินงานของกิจการกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (ม.ป.ป.). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560. สืบค้นเมื่อ 10 พฤษภาคม 2563, จาก <https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/pages/cgcode/cgcodeintroduction.aspx>

สุรางค์ เห็นสว่าง. (2560). ผลกระทบจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลตอบแทนส่วนเกินและผลประกอบการเชิงการเงิน: การศึกษาเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการสถาบันเทคโนโลยีแห่งสุวรรณภูมิ*, 3(2), 35-51.

อนุวัฒน์ ภัคดี และ ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2562). โครงสร้างการถือหุ้นโดยชาวต่างชาติและคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 39(3), 1-19.

Al- Haddad, W, Alzurqan, S. T., & Al\_Sufy, F. J. (2011). The effect of corporate governance on the performance of Jordanian industrial companies: An empirical study on Amman Stock Exchange. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(4), 55-69.

Alanazi, A. S., & Alhoqail, S. A. (2019). Corporate governance and firms stock returns in the emerging market. *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions*, 9(3), 66-73. doi: 10.22495/rgcv9i3p5

Amba, S. M. (2014). Corporate governance and firms' financial performance. *Journal of Academic and Business Ethics*, 8, 1-11.

Black, B, S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values: Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics & Organization*, 22(2), 366-413.

Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). *Corporate governance and firm performance*. Retrieved from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=586423](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423)

Carvalho, A., & Nobili, C. (2011) Does corporate governance matter for stock returns? Estimating a four-factor asset pricing model including a governance index. *Quantitative Finance*, 11(2), 247-259. doi: 10.1080/14697680903373676

Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70-74.

- Drobtz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293.
- Epps, R. W., & Cereola, S. J. (2008). Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company's operating performance?. *Critical Perspectives on Accounting*, 19(8), 1135-1148.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Jacobson, R. (1987). The validity of ROI as a measure of business performance. *The American Economic Review*, 77(3), 470-478.
- 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.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2002). *Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets*. Washington DC: World Bank.
- Landsman, W. R., & Shapiro, A. C. (1995). Tobin's Q and the relation between accounting ROI and economic return. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10(1), 103-118.
- Mashayekhi, B., & Bazaz, M. S. (2008). Corporate governance and firm performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 4(2), 156-172.
- Miyajima, H. (2005). The performance effect and determinants of corporate governance reform in Japan. Tokyo: Waseda University and RIETI.
- Nam, S. W., & Nam, I. C. (2004). Corporate governance in Asia: Recent evidence from Indonesia, Republic of Korea, Thailand, and Malaysia. Retrieved from <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/159384/adbi-corp-gov-asia.pdf>
- Owala, A. C. (2010). *Corporate governance and stock returns: Evidence from the S&P 500* (Unpublished master's thesis). University of VAASA, Finland.
- Phillips, J. (2002). *Measuring the return on investment in training and development certification materials*. Woburn, MA.: Butterworth Heinemann.

- Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: Towards methodological best practice. *Journal of Management*.
- Sami, H., Wang, J. T., & Zhou, H. (2011). Corporate governance and operating performance of China listed firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20, 106-114.
- Shrestha, N. (2020). Detecting multicollinearity in regression analysis. *American Journal of Applied Mathematics and Statistics*, 8(2), 39-42.
- Tobin, J., & Brainard, W. C. (1977). Asset markets and the cost of capital. In W. Fellner, B. A. Balassa, & R. R. Nelson (Eds.), *Economic progress, private values and public policy, essays in Honor of William Fellner* (pp. 235-262). Amsterdam: North-Holland Publishing.
- Turnacigil, S., Guler, H., & Dogukanli, H. (2019). The effect of corporate governance on stock returns by PVAR: An investigation in BIST. *International Journal of Economics, Business and Politics*, 3(2), 367-380.