

## ปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) The Determinants of Corporate Governance on Firm Value of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand SET 100

ประเสริฐ พิมพ์ศรี<sup>1</sup>, จิรติกาญจน์ ทิลกกุล<sup>1</sup>, นภาพรรัตน์ ผาลอม<sup>1</sup>, ภาณุมาศ ปิยทัตคนกุล<sup>1</sup>  
ญาณี เนียมธรรม<sup>1</sup>, อัจฉรา ฤทธิพิบูล<sup>1</sup>, วรารัตน์ พรหมสาขา ณ สกลนคร<sup>1</sup>  
กฤตพงศ์ วัชรานุกุล<sup>2</sup>, พิชชานันท์ ภาโสภะ<sup>2</sup> และกฤษฎีศศิศา ธรเสนา<sup>2</sup>  
Prasert Pimkeeree<sup>1</sup>, Jiratikarn Tilokkul<sup>1</sup>, Napharat Phalom<sup>1</sup>  
Panumas Piyatassanakul<sup>1</sup>, Yanee Niamtham<sup>1</sup>, Audchara Ritpool<sup>1</sup>  
Wararat Brahmasakha Na Sakolnagara<sup>1</sup>, Krittaphong Watcharanukul<sup>2</sup>  
Pitchanan Pasopa<sup>2</sup> and Krisadith Tarasena<sup>2\*</sup>

(Received: July 30, 2019; Revised: October 5, 2019; Accepted: November 17, 2019)

### บทคัดย่อ

การศึกษาเรื่องปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์และอิทธิพลระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100) โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบไปด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100) จำนวน 80 บริษัท ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์และมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ การเจริญเติบโตของบริษัทและขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และยังพบว่าอายุของประธานฝ่ายบริหารและสัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ เป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์และมีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลจากการศึกษาชี้ให้เห็นว่าแนวคิดบรรษัทภิบาลและทฤษฎีตัวแทนสนับสนุนการอธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการที่สะท้อนพฤติกรรมกรรมการบริหารงานของฝ่ายบริหารและส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ ซึ่งมีประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนที่สามารถใช้ปัจจัยจากการศึกษาค้นคว้านี้มาช่วยในการประเมินประสิทธิภาพในการทำงานของฝ่ายบริหารและตัดสินใจลงทุนได้ดียิ่งขึ้น

**คำสำคัญ:** การกำกับดูแลกิจการ มูลค่ากิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<sup>1</sup> นิสิตสาขาการบัญชี ภาควิชาการเงินและการบัญชี คณะศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตเฉลิมพระเกียรติ จังหวัดสกลนคร

<sup>2</sup> อาจารย์สาขาการบัญชี ภาควิชาการเงินและการบัญชี คณะศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตเฉลิมพระเกียรติ จังหวัดสกลนคร

\* Corresponding author; Email: krisadith@hotmail.com

## Abstract

The determinants of corporate governance on firm value of companies listed on the stock exchange of Thailand (SET 100) have the aim to study the relationship and influence between the determinants of corporate governance on firm value. This study used a sample group are 80 companies listed on the stock exchange of Thailand (SET 100). Findings of the study indicate of relationship and influence that positive and significant with a growth of the company and a size of the audit firm and that found an age of president and stature of an audit committee is a factor that has a negative and significant relationship. These results indicated that the Corporate Governance Concepts and Agency Theory explain corporate governance mechanisms and reflect management behavior in the organization, which affects firm values. Furthermore, the factors from this study are beneficial to shareholders or investors, which can use to evaluating CEO's efficiency and making better investment decisions.

**Keywords:** Corporate Governance, Firms Value, Thai Listed Company

## 1. บทนำ

ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 เป็นต้นมา พบว่า เศรษฐกิจของไทยมีการขยายตัวได้น้อยกว่าร้อยละ 4 สาเหตุสำคัญมาจากธุรกิจหรืออุตสาหกรรมหลักของประเทศไทย อันได้แก่ การส่งออกสินค้าที่เผชิญกับปัญหาเชิงโครงสร้างทั้งจากปัจจัยภายในและภายนอกประเทศ และในปี พ.ศ. 2561 เศรษฐกิจของประเทศไทยมีการขยายตัวร้อยละ 4.1 (กองยุทธศาสตร์และการวางแผนเศรษฐกิจมหภาค, 2562) โดยมีธุรกิจประเภทอุตสาหกรรมยานยนต์ การผลิตและการให้บริการการท่องเที่ยว เป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักของประเทศไทย (สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, 2562) ซึ่งในปัจจุบันระบบเศรษฐกิจโลกยังได้รับผลกระทบจากสงครามการค้า (Trade War) ระหว่างประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศจีน ซึ่งคาดว่าจะเริ่มเห็นผลชัดเจนขึ้นในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2562 โดยปัจจัยดังกล่าวยังเป็นปัจจัยสำคัญหลักที่เป็นแรงกดดันในภาคการส่งออกของไทย อย่างไรก็ตาม ระบบเศรษฐกิจภายในประเทศไทยยังมีการใช้จ่ายภายในประเทศที่ขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ทั้งด้านการบริโภคและการลงทุนในภาคเอกชน โดยถือว่าเป็นอีกหนึ่งปัจจัยสำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจของประเทศไทยในปี พ.ศ. 2562 มีการคาดการณ์ว่าจะสามารถขยายตัวได้ที่ร้อยละ 4.2 (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2562)

ปัจจุบันตลาดทุนหรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจและสังคมของประเทศไทยเป็นอย่างมาก ไม่ใช่เป็นเพียงแหล่งระดมทุนให้แก่ภาครัฐและภาคเอกชน แต่ยังช่วยเสริมสร้างความสมดุลให้แก่ระบบเศรษฐกิจและการเงินของประเทศ และยังเป็นกลไกในการขับเคลื่อนระบบเศรษฐกิจ ก่อให้เกิดการจ้างงาน และการกระจายรายได้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) หากบริษัทที่อยู่ในตลาดทุนหรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องการเติบโตอย่างยั่งยืน บริษัทต้องไม่ละเลยในเรื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่กิจการโดยคำนึงถึงผลกระทบที่ตามมาต่อสังคม สิ่งแวดล้อมและผู้มีส่วนได้เสีย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) ดังนั้น กิจการที่ดำเนินงานในตลาดทุนหรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้มีการตระหนักถึงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีควบคู่กับการดำเนินธุรกิจ ส่งผลให้องค์กรนั้นสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืนและมั่นคง (นภพวรรณ, 2558) โดยมีเหตุผลอีกหลายประการที่ชี้ให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสำคัญ เช่น การกำกับดูแล

กิจการสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ถือหุ้น เพิ่มประสิทธิภาพและประสิทธิผลจากการดำเนินงาน และสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น เป็นต้น ซึ่งปัจจุบันประเทศไทยกำลังปรับตัวเข้าสู่ทิศทางของระบบเศรษฐกิจแบบเปิดและใช้ตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวผลักดัน ภายใต้ระบบดังกล่าวบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องมีการดำเนินงานที่มีความเสมอภาคและโปร่งใสตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งถูกกำกับดูแลโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Code: CG Code) ในปี พ.ศ. 2560 สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับแผนพัฒนาเศรษฐกิจของภาครัฐ Thailand 4.0 และเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืน (SDGs) เพื่อส่งเสริมธุรกิจให้มีการดำเนินกิจการและเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานด้านสังคม สิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี และส่งเสริมอุตสาหกรรมใหม่ที่เป็นจุดแข็งของประเทศให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนเพื่อสร้างการเติบโตอย่างก้าวกระโดด (เกศรา, 2560)

ภายใต้แนวคิดบรรษัทภิบาล (Corporate Governance: CG) การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลดีต่อบริษัทและตลาดทุนในภาพรวม เนื่องจากบริษัทจะต้องได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการซึ่งจะช่วยทำให้เกิดพัฒนาการการดำเนินงานให้เป็นมาตรฐานสากล นอกจากนี้ในงานวิจัยที่ผ่านมาได้ให้ข้อเสนอแนะว่าภายใต้ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ฝ่ายบริหารที่ได้รับมอบอำนาจและเป็นตัวแทนในการบริหารงานจะละเลยการปฏิบัติงานให้กิจการได้รับประโยชน์สูงสุดก็ต่อเมื่อผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารมีวัตถุประสงค์และผลประโยชน์ที่ไม่สอดคล้องกันยอม ส่งผลให้ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะทำการตัดสินใจใดๆ ที่ไม่โปร่งใสเพื่อตอบสนองความพึงพอใจของตนเอง ด้วยเหตุนี้การจัดทำรายงานทางการเงินที่ถูกต้องจึงเป็นเครื่องมือในการวัดผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารเพื่อนำเสนอต่อเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นซึ่งจะส่งผลดีต่อการดำเนินงานของบริษัทในที่สุด ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้ศึกษาจึงสนใจศึกษาปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ทราบถึงปัจจัยที่มีความสัมพันธ์และมีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการ ซึ่งได้มีการดำเนินการตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Code) ควบคู่กับการดำเนินธุรกิจ โดยการวัดมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

## 2. วัตถุประสงค์ในการวิจัย

1. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ศึกษาอิทธิพลระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบถึงการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์และมีอิทธิพลระหว่างการเพิ่มมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ผลจากการศึกษาคาดว่าจะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่นักลงทุนได้เห็นถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีและเป็นแนวทางเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. ผลจากการศึกษาคาดว่าจะให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อใช้เป็นแนวทางในการปรับนโยบายการกำกับดูแลกิจการและก่อให้เกิดการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ

### 3. การทบทวนวรรณกรรม และกรอบแนวคิดการวิจัย

#### 1. ทฤษฎีตัวแทน

แนวคิดทฤษฎีตัวแทนมาจากปรัชญาเบื้องต้นที่สันนิษฐานว่ามนุษย์มักจะกระทำการเพื่อผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก เมื่อกิจการแบ่งแยกความเป็นเจ้าของออกจากการควบคุมบริษัทโดยเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นที่เป็นตัวการ คือ ผู้ซึ่งต้องการให้บริษัทมีกำไรและได้ผลประโยชน์สูงสุด เพื่อให้บริษัทมีผลตอบแทนสูงคุ้มค้ำกับสิ่งที่ลงทุน โดยจะคำนึงหรือไม่คำนึงถึงวิธีการได้มาของผลตอบแทนเหล่านั้น ซึ่งมักจะมีกรว่าจ้างผู้บริหารที่เป็นมืออาชีพมาเป็นตัวแทน ที่เปรียบเสมือนลูกจ้าง ไม่ว่าจะเป็นลูกจ้างระดับสูงหรือต่ำ ซึ่งโดยส่วนใหญ่จะเป็นกรรมการบริษัท ผู้มีหน้าที่ต้องทำให้ผู้ว่าจ้างหรือตัวการ มีความพึงพอใจสูงสุด โดยการบริหารงานเพื่อผลประโยชน์ของตัวการ แต่อาจจะทำให้เกิดข้อขัดแย้งของผลประโยชน์ระหว่างตัวการกับตัวแทน หากตัวการกับตัวแทนมีผลประโยชน์ที่แตกต่างกันจะทำให้ก่อให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทนตามมา เช่น ผู้ถือหุ้นมีความประสงค์ต้องการให้ฝ่ายจัดการทำงานหรือตัดสินใจในเรื่องต่างๆ ให้ผู้ถือหุ้นมีผลประโยชน์สูงสุดแต่ในขณะเดียวกันฝ่ายจัดการอาจมีความต้องการที่แตกต่างจากผู้ถือหุ้นโดยการตัดสินใจต่างๆ เพื่อผลประโยชน์ของตนเอง (นภพวรรณ, 2558)

ทฤษฎีตัวแทน ได้ถูกอธิบายโดย Jensen and Meckling (1976) ซึ่งเป็นการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้ที่เกี่ยวข้อง 2 ฝ่าย ประกอบด้วย ตัวการ คือ เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น และอีกฝ่ายเป็นตัวแทน คือ ผู้บริหาร โดยตัวการ จะมอบอำนาจในการบริหารกิจการให้แก่ตัวแทน เพื่อทำหน้าที่ปฏิบัติงานให้กิจการได้รับประโยชน์สูงสุดและสามารถดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพ แต่เมื่อใดที่เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารมีวัตถุประสงค์และผลประโยชน์ที่ไม่สอดคล้องกันย่อมส่งผลให้ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะทำการตัดสินใจใดๆ เพื่อตอบสนองความพึงพอใจของตนเองโดยมิได้คำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริง และอาจนำไปสู่การเกิดปัญหาตัวแทน ด้วยเหตุนี้งบการเงินจึงเป็นเครื่องมือในการวัดผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารเพื่อนำเสนอต่อเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น

#### 2. แนวคิดบรรษัทภิบาลและการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) หรือ บรรษัทภิบาล เป็นการบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ทั้งนี้บริษัทต้องให้สิทธิผู้ถือหุ้นรับทราบข้อมูลของบริษัท ตัดสินใจในเรื่องสำคัญ รวมถึงตรวจสอบการทำงานของกรรมการและผู้บริหาร การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมส่งผลดีทั้งกับบริษัทในด้านการระดมทุน และผลดีต่อตลาดทุนโดยรวม ได้แก่ การสร้างความเชื่อมั่น เพิ่มความต้องการซื้อ เพิ่มสภาพคล่อง และระดับราคา ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการระดมทุนของบริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

ประเทศไทยมีการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการอย่างต่อเนื่อง จากนั้นในปี พ.ศ. 2549 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้แก่บริษัทจดทะเบียน ซึ่งเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) ที่มีมาตรฐานสากลด้านการกำกับดูแลกิจการและใช้เป็นบรรทัดฐานในหลายประเทศ ต่อมาได้มีการปรับปรุงอีกครั้งในปี พ.ศ. 2555 เพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของอาเซียน (ASEAN Corporate Governance Scorecard) ในปี พ.ศ. 2560 สำนักงานกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Code) ฉบับใหม่สำหรับบริษัทจดทะเบียนเพื่อให้ธุรกิจปรับตัว เติบโต และสร้างคุณค่าให้แก่กิจการควบคู่ไปกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและสังคมโดยรวม นอกเหนือจากการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน ซึ่งคณะกรรมการควรกำกับดูแลกิจการให้นำไปสู่ผล

อย่างน้อย ดังต่อไปนี้ 1) สามารถแข่งขันได้และมีผลประกอบการที่ดีโดยคำนึงถึงผลกระทบในระยะยาว, 2) ประกอบธุรกิจอย่างมีจริยธรรม เคารพสิทธิและมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย, 3) เป็นประโยชน์ต่อสังคม และพัฒนาหรือลดผลกระทบด้านลบต่อสิ่งแวดล้อม และ 4) สามารถปรับตัวได้ภายใต้ปัจจัยการเปลี่ยนแปลง โดยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Code) นี้ ได้วางหลักปฏิบัติที่คณะกรรมการ 8 ข้อหลัก ดังนี้

หลักปฏิบัติ 1 ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่  
สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน

หลักปฏิบัติ 2 กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน

หลักปฏิบัติ 3 เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ

หลักปฏิบัติ 4 สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร

หลักปฏิบัติ 5 ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ

หลักปฏิบัติ 6 ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม

หลักปฏิบัติ 7 รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล

หลักปฏิบัติ 8 สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น

ดังนั้น จากการศึกษาการกำกับดูแลกิจการย่อมส่งผลดีทั้งกับบริษัท และกับตลาดทุนโดยรวม นอกจากนี้ การประเมินการกำกับดูแลกิจการรายบริษัทจดทะเบียนโดยหน่วยงานภายในประเทศ จะช่วยให้เกิดพัฒนาการของบริษัทจดทะเบียนในปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการให้เป็นมาตรฐานสากล เช่น โครงการการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน (CGR) โดยสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทยโครงการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น โดยสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย เป็นต้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

### 3. ทฤษฎีการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ

ตามแนวคิดของการบัญชีความรับผิดชอบต่อสังคม การเลือกตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงินขึ้นอยู่กับอำนาจหน้าที่และความรับผิดชอบต่อหน่วยงานหรือบุคคลที่ต้องการวัดผลการดำเนินงาน (Bouwens & Van Lent, 2007) ตัวอย่างเช่น องค์กรวัดผลการดำเนินงานของศูนย์กำไร โดยใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงิน เช่น กำไรและอัตรากำไร เป็นต้น ในขณะที่จะวัดผลการดำเนินงานของศูนย์ลงทุนโดยใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงิน เช่น อัตราผลตอบแทนการลงทุนและกำไรส่วนที่เหลือ เป็นต้น ซึ่งองค์กรจำนวนมากมีระบบการวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงินเป็นหลัก (Kaplan & Norton, 1996) และจะถูกแสดงด้วยตัวเลขทางบัญชีในงบการเงินขององค์กร ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงิน ได้แก่ ผลตอบแทนจากการลงทุน รายได้สุทธิ การเติบโตของยอดขาย การหมุนเวียนของกระแสเงินสด กำไรสุทธิ เป็นต้น (Kaplan & Norton, 1992; Hoque, 2005; Gumbus & Lussier, 2006) แต่ก็ยังมีข้อจำกัดอยู่หลายประการสำหรับองค์ที่อยู่ภายใต้สภาพแวดล้อมการดำเนินงานมีการเปลี่ยนแปลงทาง เศรษฐกิจ สังคม การเมือง และการแข่งขันที่ทวีความรุนแรงอยู่ตลอดเวลา โดยส่งผลต่อ 1) การให้ความสำคัญกับผลโดยละเอียด 2) การให้ความสำคัญกับผลสำเร็จในระยะสั้น 3) การให้ความสำคัญเฉพาะตัวเลขในงบการเงิน (นภดล, 2546) ดังนั้นเพื่อส่งเสริมให้เกิดการพัฒนาความได้เปรียบทางการแข่งขันที่ยั่งยืนในสภาพแวดล้อมในปัจจุบัน ผู้บริหารจำเป็นต้องใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่ไม่ใช่ทางการเงิน เพื่อสะท้อนความสามารถขององค์กรในด้านที่สำคัญต่อความสำเร็จ ได้แก่ มุมมองด้านความพึงพอใจของลูกค้าและด้านประสิทธิภาพของกระบวนการ เป็นต้น (Kaplan and Norton, 1992; จุฑามาน, 2553)

#### 4. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

เอกวิทย์ (2555) ศึกษาเกี่ยวกับคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ผลการศึกษาพบว่า อายุของประธานฝ่ายบริหารที่มีอายุสูงขึ้นส่งผลกับผลการดำเนินงานในทิศทางตรงกันข้ามกัน ประธานฝ่ายบริหารที่มีอายุน้อยมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจใช้กลยุทธ์ที่มีความเสี่ยงเพื่อแสวงหาผลกำไร ซึ่งส่งผลให้บริษัทที่มีอายุของประธานฝ่ายบริหารที่มีอายุน้อย จะมีการเจริญเติบโตที่สูงและสามารถทำกำไรในอัตราที่สูงขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีประธานฝ่ายบริหารที่มีช่วงอายุสูงกว่า

นิธิภักดิ์ (2559) ศึกษาผลกระทบของรายงานความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานขององค์กรสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน จำนวนกลุ่มตัวอย่างกลุ่มละ 50 บริษัท รวมทั้งหมดเป็น 100 บริษัท รายงานประจำปีตั้งแต่ปี 2556-2557 โดยผลการดำเนินงานวัดในรูปของอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่า ผลการดำเนินงานไม่แตกต่างกัน ซึ่งอาจเกิดจากแนวคิดเรื่องการรายงานความยั่งยืนกำลังเป็นที่นิยมหรือเพิ่งเริ่มได้รับความสนใจจากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน ดังนั้นอาจทำให้ผู้บริหาร หรือผู้ถือหุ้นไม่สามารถเห็นถึงความสำคัญของรายงานความยั่งยืนที่มีต่อผลการดำเนินงานได้อย่างชัดเจน

ภัทรพงศ์ และสุรนัย (2559) ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างองค์กรและผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมกับผลการดำเนินงาน จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI จำนวน 113 บริษัท ปี พ.ศ.2555-2557 โดยมีตัวแปรอิสระ สัดส่วนการถือหุ้น 5 ลำดับแรก และตัวแปรตามคือ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่า มีเพียงสัดส่วนการถือหุ้น 5 ลำดับแรกเท่านั้นที่มีผลกระทบเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในรูปแบบของกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

อุบลวรรณ และโสวัตรธนา (2560) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกของกลุ่มครอบครัวกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 – 2559 จำนวนทั้งสิ้น 68 บริษัท ผลการวิจัย พบว่า อายุของกิจการ อัตราการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ

John & Senbet (1998) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระซึ่งเป็นกรรมการจากภายนอกกับผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่า จำนวนกรรมการอิสระที่มากขึ้นจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น โดยให้เหตุผลว่ากรรมการอิสระนี้จะตรวจสอบการปฏิบัติงานของฝ่ายจัดการได้ดีกว่ากรรมการที่มาจากภายในบริษัท เนื่องจากกรรมการอิสระเป็นผู้ที่มีความชำนาญ ประสบการณ์ค่อนข้างมาก และยังช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นของผู้บริหารระดับสูง ซึ่งจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นได้

Thanatawee (2014) ศึกษาการถือหุ้นสถาบันกับมูลค่าบริษัทโดยใช้กลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) ในช่วงปี ค.ศ. 2007-2011 ผลการศึกษาพบว่า ผู้ถือหุ้นสถาบันในประเทศไทยมีผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท ดังนั้น ผู้ถือหุ้นสถาบันมีบทบาทสำคัญในการติดตามที่มีประสิทธิภาพในการทำงาน และจากการศึกษาของ Han & Suk (1998) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่เพิ่มสูงขึ้นจะช่วยทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น เนื่องจากการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันจะช่วยลดพฤติกรรมกรรมการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่นของผู้บริหารถึงได้ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการติดตามอย่างมีประสิทธิภาพ

Mawih & Zaroug (2015) ศึกษาการตรวจสอบและวิเคราะห์ผลกระทบของคุณภาพของผู้สอบบัญชี (Big 4, Non Big 4) ที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (การเงินและการตลาด) จำนวน 112 บริษัทที่จดทะเบียนใน Muscat Securities Market (MSM) สำหรับปี 2552-2556 ผลการวิเคราะห์ทางสถิติ พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวก ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ระหว่างสำนักงานสอบบัญชี (Big 4, Non Big 4) และ ROE แสดงให้เห็นว่า (Big 4, Non Big 4) มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อ ROE และจากการศึกษาของ Matoke and Omwenga (2016) ผลการศึกษาจากการสำรวจ 78 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลักทรัพย์ประเทศไนโรบี ใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น ผลการศึกษาพบว่าการตรวจสอบที่มีคุณภาพส่งผลให้การดำเนินงานทางการเงินสูงขึ้น และระดับของความเป็นอิสระของผู้สอบบัญชีที่มากขึ้น ทำให้อัตราค่าไرسู้สูงขึ้นไป และขนาดของผู้สอบบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

Saha (2018) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท พิจารณาจากบทบาทของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ โดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ จำนวนตัวอย่าง 81 บริษัท ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2013-2017 ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการสื่อสารที่ไม่มีประสิทธิภาพ ความลังเลและไม่เด็ดขาดของกลุ่มขนาดใหญ่

จากการทบทวนวรรณกรรมและแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ทำให้ได้กรอบแนวคิดการวิจัยดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

#### 4. วิธีดำเนินการวิจัย

##### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) ที่มีการดำเนินงานอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2561 จำนวน 100 บริษัท โดยมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) จำนวนทั้งสิ้น 80 บริษัท จากประชากรทั้งสิ้น 100 บริษัท เนื่องจากว่าในการศึกษาครั้งนี้ไม่มีการรวมการศึกษาธุรกิจประเภทการเงินและการธนาคาร บริษัทที่มีการดำเนินงานภายใต้การควบคุมของ พ.ร.บ. ล้มละลาย และบริษัทที่มีข้อมูลจำเป็นต้องใช้ในการศึกษาครั้งนี้ไม่ครบถ้วน

##### ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ ตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม ซึ่งมีรายละเอียดของตัวแปรแต่ละประเภท ดังนี้

ตารางที่ 1 ตารางแสดงตัวแปรที่ใช้ประกอบการศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ประกอบการศึกษา	สัญลักษณ์	การวัดค่า
<b>ตัวแปรอิสระ</b>		
1. ความเป็นอิสระของกรรมการ	AUC	จำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด
2. การจัดทำรายงานความยั่งยืน	RES	มีการจัดทำและเปิดเผยรายงานความยั่งยืนในรายงานประจำปี
3. สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ	SAC	จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบต่อจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด
4. อายุของประธานฝ่ายบริหาร	AOP	อายุของประธานกรรมการบริหาร
5. การเจริญเติบโตของบริษัท	GRC	ราคาตลาดต่อหุ้นหารด้วยราคาตามบัญชีต่อหุ้น
6. สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบัน	ONS	จำนวนผู้ถือหุ้นสถาบันต่อผู้ถือหุ้นทั้งหมด
7. ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี	SOA	บริษัทที่อยู่ใน Big 4 หรือ Non Big 4
8. สัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 รายแรก	B5H	จำนวนผู้ถือหุ้น 5 รายแรกต่อผู้ถือหุ้นทั้งหมด
<b>ตัวแปรควบคุม</b>		
1. ความเสี่ยงทางการเงิน	LEV	อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม
2. ขนาดของกิจการ	SIZ	ลอการิทึมของสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท
<b>ตัวแปรตาม</b>		
1. อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	ROE	สัดส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท

#### 5. ผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ทำการแบ่งผลการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน คือ ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา และผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน

##### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา เพื่อสรุปลักษณะข้อมูลที่ผู้ศึกษาทำการเก็บรวบรวมจากกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 80 บริษัท พบว่ามูลค่ากิจการที่จำแนกตามอุตสาหกรรม สามารถเรียงลำดับค่าเฉลี่ยของมูลค่ากิจการในแต่ละประเภท



อุตสาหกรรมจากมากไปหาน้อย ได้ดังนี้ ประเภทเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 19.719 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 55.050 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ -17.080 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 22.049 ประเภทสินค้าอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 17.125 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 20.210 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 14.040 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 4.363 ประเภทอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 15.028 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 53.150 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.000 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 10.966 ตามลำดับ และอุตสาหกรรมประเภททรัพยากร มีค่าเฉลี่ยมูลค่ากิจการต่ำสุด มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 11.510 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 30.330 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 3.320 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 6.749 ซึ่งจากรายการข้างต้น แสดงให้เห็นว่า อุตสาหกรรมประเภทเทคโนโลยี เป็นอุตสาหกรรมที่มีมูลค่ากิจการเฉลี่ยสูงกว่าอุตสาหกรรมประเภทอื่นและเป็นอุตสาหกรรมที่มีมูลค่ากิจการสูงที่สุด และอุตสาหกรรมประเภททรัพยากรเป็นอุตสาหกรรมที่มีมูลค่ากิจการต่ำสุด

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน โดยการวิเคราะห์สหสัมพันธ์

การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมานโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ สามารถแสดงผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์สหสัมพันธ์

ตัวแปร	ROE	BSH	ONS	SOA	RES	AOP	SAC	GRC	AUC
ROE	1.000								
BSH	- 0.069	1.000							
ONS	- 0.061	- 0.048	1.000						
SOA	0.369***	- 0.144**	- 0.018	1.000					
RES	- 0.256	- 0.059	- 0.187**	- 0.199**	1.000				
AOP	- 0.206**	- 0.138	- 0.035	- 0.048	0.193**	1.000			
SAC	- 0.201**	- 0.169*	- 0.048	- 0.036	- 0.017	0.010	1.000		
GRC	0.256**	0.033	0.064	- 0.274**	- 0.037	- 0.029	0.117	1.000	
AUC	- 0.238	0.021	- 0.042	- 0.299**	0.252**	- 0.013	- 0.094	- 0.127	1.000

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

จากตารางที่ 2 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยโดยใช้ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ พบว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (SOA) และการเจริญเติบโตของบริษัท (GRC) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ โดยมีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ และปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ คือ สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ (SAC) และอายุของประธานฝ่ายบริหาร (AOP) โดยมีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 เมื่อศึกษาความสัมพันธ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแต่ละคู่ พบว่า ตัวแปรอิสระไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ สามารถสังเกตได้จากตัวแปรที่มีความสัมพันธ์สูงสุดคือ ROE และขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (SOA) ซึ่งเท่ากับ 0.369 แสดงว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำ ทำให้ไม่ก่อให้เกิดปัญหาลักษณะ Multicollinearity

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน โดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ  
ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

Model	Coefficients		Std. Error	t-value	Sig.
	B	Beta			
(Constant)	25.119		13.147	1.911	0.060
BSH	- 0.093	- 0.107	0.084	- 1.109	0.271
ONS	- 3.376	- 0.133	2.395	- 1.410	0.163
SOA	15.282	0.390	4.113	3.716	0.000***
RES	- 3.946	- 0.152	2.598	- 1.519	0.133
AOP	- 0.201	- 0.165	0.116	- 1.733	0.087*
SAC	- 23.645	- 0.263	8.508	2.779	0.007**
GRC	1.312	0.387	0.336	3.908	0.000***
AUC	- 8.006	- 0.065	12.570	- 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

จากตารางที่ 3 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการจากกลุ่มตัวอย่าง SET100 พบว่า ตัวแบบมีค่า P-Value อยู่ที่ 0.000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด คือ 0.05 และเมื่อพิจารณา Adjusted  $R^2$  เท่ากับร้อยละ 33.10 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษานั้นสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามหรือมูลค่ากิจการได้ถึงร้อยละ 33.10

เมื่อพิจารณาจากผลการศึกษา พบว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (SOA) และการเจริญเติบโตของบริษัท (GRC) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติอยู่ที่ 0.00 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 15.282 และ 1.312 ตามลำดับ และสัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ (SAC) และอายุของประธานฝ่ายบริหาร (AOP) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติอยู่ที่ 0.01 และ 0.10 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบเท่ากับ -23.645 และ -0.201 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีและการเจริญเติบโตของกิจการมีผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น แต่สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบ และอายุของประธานฝ่ายบริหารสูงขึ้นจะมีผลให้มูลค่าของกิจการลดลง

## 6. สรุปและอภิปรายผล

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา ความสัมพันธ์และอิทธิพลระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้มีกำหนดขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา โดยใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงิน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา เป็นข้อมูลของปี พ.ศ.2561 โดยไม่รวมการศึกษาธุรกิจประเภทการเงินและการธนาคาร บริษัทที่มีการดำเนินงานภายใต้การควบคุมของ พ.ร.บ. ล้มละลาย และบริษัทที่มีข้อมูลที่ต้องใช้ในการศึกษาครั้งนี้ไม่ครบถ้วน ซึ่งจากการวิเคราะห์ และจัดการข้อมูล ทำให้การศึกษานี้มีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 80 บริษัท

ผลการศึกษาเชิงพรรณนาจำแนกเป็นอุตสาหกรรม ซึ่งประกอบด้วย อุตสาหกรรมประเภท อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร, อุตสาหกรรมประเภททรัพยากร, อุตสาหกรรมประเภท เทคโนโลยี, อุตสาหกรรมประเภทบริการ, อุตสาหกรรมประเภทสินค้าอุตสาหกรรม และอุตสาหกรรม ประเภทอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการในกลุ่มอุตสาหกรรม ประเภทเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยของมูลค่ากิจการสูงกว่าอุตสาหกรรมประเภทอื่น รองลงมาคือ อุตสาหกรรม ประเภทสินค้าอุตสาหกรรม และอุตสาหกรรมประเภทอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง ตามลำดับ

ผลการศึกษาโดยใช้ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่า ปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ โดยวัดจากอัตรา ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ได้แก่ สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ (SAC) สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Saha (2018) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง จาก การสื่อสารที่ไม่มีประสิทธิภาพ ความลังเล และไม่เด็ดขาดของกลุ่มคณะกรรมการตรวจสอบขนาดใหญ่ อาจเนื่องจากสัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบที่เพิ่มมากขึ้นทำให้เกิดการสื่อสารที่ไม่มีประสิทธิภาพในการ ดำเนินงานร่วมกัน รวมถึงมีการปฏิบัติงานได้ไม่เต็มที่ หรือการไม่ได้รับมอบอำนาจในการตัดสินใจ และ อายุของประธานฝ่ายบริหาร (AOP) สอดคล้องกับผลการศึกษาของ เอกวิทย์ (2555) พบว่า ประธานฝ่าย บริหารที่มีอายุน้อยมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจใช้กลยุทธ์ที่มีความเสี่ยงเพื่อแสวงหาผลกำไร ซึ่งส่งผลให้บริษัท ที่มีอายุของประธานฝ่ายบริหารที่มีอายุน้อย จะมีการเติบโตที่สูงและสามารถทำกำไรในอัตราที่สูงขึ้นเมื่อ เปรียบเทียบกับบริษัทที่มีประธานฝ่ายบริหารที่มีช่วงอายุสูงกว่า อาจเนื่องจากประธานฝ่ายบริหารที่มีอายุ มากมีระดับการศึกษาและประสบการณ์ที่จะรับความเสี่ยงจากภาวะหนี้สินได้มาก เป็นเหตุให้มีการใช้จ่าย การลงทุนและการกู้ยืมเงินของบริษัทที่สูงขึ้น ทำให้อัตราผลตอบแทนของผู้ลงทุนต่ำลง จากภาวะการจ่าย ชำระหนี้สินของบริษัท ส่วนปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ โดยวัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ได้แก่ การเจริญเติบโตของบริษัท (GRC) สอดคล้องกับผล การศึกษาของ อุบลวรรณ และ โสวัตรธนา พบว่า อัตราการเจริญเติบโต มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) สามารถอธิบาย ได้ว่าเมื่อบริษัทมียอดขายที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง ในทุก ๆ ปี ประกอบกันกับการใช้กำลังการผลิตขนาดประหยัดจึงมี ส่วนประหยัดต้นทุนในการผลิตส่งผล ให้บริษัทมีผลประกอบการที่เป็นกำไรสุทธิที่สูงขึ้น ซึ่งมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีมากขึ้น และส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วย และขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (SOA) สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Matoke & Omwenga (2016) พบว่า การตรวจสอบที่มีคุณภาพส่งผลให้ การดำเนินงานทางการเงินสูงขึ้น และระดับของความเป็นอิสระของผู้สอบบัญชีที่มากขึ้น ทำให้อัตรากำไร สุทธิสูงขึ้น อาจเนื่องจากผู้สอบบัญชีที่มาจากสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่มีความเป็นอิสระและมีการ ตรวจสอบที่ครบถ้วนมากกว่า ผู้สอบบัญชีสามารถแสดงความเห็นเกี่ยวกับปัญหาการดำเนินงานของกิจการ ได้อย่างตรงไปตรงมา ทำให้กิจการทราบปัญหาและแก้ไขได้ตรงจุด ดังนั้นการตรวจสอบที่มีคุณภาพส่งผล ให้การดำเนินงานทางการเงินสูงขึ้น

## 7. ข้อเสนอแนะ

### ข้อเสนอแนะสำหรับการนำผลการวิจัยไปใช้

จากผลการวิจัยที่พบว่าปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการด้าน สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ และด้านอายุของประธานฝ่ายบริหารส่งผลต่อมูลค่าของกิจการในทิศทางตรงกันข้าม ดังนั้น บริษัทจึงไม่ ควรมีคณะกรรมการตรวจสอบภายในมากเกินไป เพราะอาจเกิดการสร้างความคิดเห็นที่ ขัดแย้งและทำให้แนวทางการการกำกับดูแลกิจการที่ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ขณะเดียวกันบริษัทต้อง

ระมัดระวังในการคัดเลือกผู้ดำรงตำแหน่งประธานฝ่ายบริหาร โดยควรให้ความสำคัญกับอายุการทำงาน ควบคู่ไปกับความรู้ความสามารถ เพราะเมื่อบริษัทมีผู้บริหารที่มีอายุการทำงานน้อย ย่อมแสดงถึงข้อจำกัด ในประสบการณ์การทำงาน และความสามารถในการตัดสินใจ ด้วยเหตุนี้บริษัทจึงไม่สามารถสร้างความเชื่อมั่นต่อกักลงทุนและมูลค่าให้กับกิจการได้

นอกจากนี้ การเลือกสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่มาเป็นผู้ตรวจสอบรายงานทางการเงินย่อมช่วยสนับสนุนความน่าเชื่อถือของผลการดำเนินงานต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เนื่องจากสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่แสดงถึงความเป็นมืออาชีพและนำเสนอผลการตรวจสอบที่ถูกต้อง แต่อย่างไรก็ตามจากผลการวิจัยครั้งนี้จะเห็นได้ว่า แนวคิดบริษัทภิบาลในหลายๆ ด้านกลับไม่ส่งผลต่อการเพิ่มมูลค่าให้กิจการ ดังนั้น บริษัทต่างๆ จึงควรเลือกพิจารณาในการนำหลักเกณฑ์บริษัทภิบาลมาปรับใช้อย่างระมัดระวัง โดยควรเลือกเกณฑ์ที่เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมของธุรกิจ เพื่อให้การมีกลไกบริษัทภิบาลสามารถเข้ามาช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของบริษัทให้เพิ่มมากยิ่งขึ้นได้อย่างแท้จริง

### ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

การศึกษาในครั้งนี้อาจมีการเก็บข้อมูลช่วงปี พ.ศ. 2561 ซึ่งอาจเป็นเพียงระยะเวลาสั้น ๆ ดังนั้น ในการศึกษาครั้งต่อไปควรขยายขอบเขตระยะเวลาของการศึกษาให้มากขึ้น เพื่อให้เห็นถึงปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการได้อย่างชัดเจนมากยิ่งขึ้น

### ข้อจำกัดในการวิจัย

1. ในการศึกษาครั้งนี้ไม่รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธนาคาร รวมทั้งบริษัทที่มีการดำเนินงานภายใต้การควบคุมของ พ.ร.บ. ล้มละลาย และบริษัทที่มีข้อมูลที่ต้องใช้ในการศึกษาครั้งนี้ไม่ครบถ้วน เนื่องจากบริษัทดังกล่าวมีโครงสร้างรายงานทางการเงินที่แตกต่างจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป และยังมีข้อบังคับที่ต้องปฏิบัติตามหน่วยงานกำกับดูแลอื่นกำหนด ผลการศึกษาที่ได้จึงไม่สามารถนำไปเป็นผลสรุปสำหรับกลุ่มบริษัทดังกล่าวได้

2. ในการศึกษาครั้งนี้มีการจำกัดขอบเขตของตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็นปี พ.ศ. 2561 ซึ่งเป็นข้อมูลของปีปัจจุบันที่ทำการศึกษา หากมีการใช้ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างในปีที่แตกต่างจากปี พ.ศ. 2561 หรือเพิ่มจำนวนปีที่ใช้ในการศึกษา อาจทำให้ผลลัพธ์ที่ได้แตกต่างจากการศึกษาในครั้งนี้

## 8. เอกสารและอ้างอิง

กองยุทธศาสตร์และการวางแผนเศรษฐกิจมหภาค. (2562). *ภาวะเศรษฐกิจไทยไตรมาสแรกของปี 2562*

*และแนวโน้มปี 2562*. สืบค้นจาก <https://www.nesdb.go.th>

เกศรา มัญชุศรี. (2560). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี? (CG Code) ฉบับใหม่ ก้าวอย่าง*

*สำคัญ* ของตลาดทุนไทยสู่ความยั่งยืน. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th>

จุฑามาน สิทธิผลวนิชกุล. (2553). วิวัฒนาการของการบัญชีบริหารสู่การเปลี่ยนแปลงในมุมมองสำหรับ

ผู้บริหาร. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 6(17), 90-97.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน*

2560. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th>.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). *การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการพัฒนากิจการเพื่อความยั่งยืน*

2562. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th>.

- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2562). *เศรษฐกิจไทยปี 2562: ชะลอลงแต่ยังเติบโตดี*. สืบค้นจาก <https://www.bot.or.th>.
- นภดล ร่มโพธิ์. (2546). แนวคิดการประเมินผลการปฏิบัติงานองค์กรสมัยใหม่. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 100, 26-36.
- นภาพรณ ลิมตั่ง. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100)*. การศึกษาค้นคว้าอิสระ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นิธิภัคดี ปินตา. (2559). ผลกระทบของรายงานความยั่งยืนต่อผลการดำเนินงานขององค์กรสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน. *วารสารวิจัยเพื่อพัฒนาและชุมชน*, 2(6), 112-126.
- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร และสุรน้อย ช่วยเรือง. (2559). โครงสร้างองค์กรและผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมกับผลการดำเนินงานเพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันในอาเซียน. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 38(147), 64-79.
- สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ. (2562). *รายงานภาวะสังคมไทยไตรมาสหนึ่งปี 2562*. สืบค้นจาก <https://www.nesdb.go.th>.
- อุบลวรรณ ขุนทอง และ โสวัตรธนา ธารา. (2560). ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกของกลุ่มครอบครัวกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI). *วารสารเศรษฐศาสตร์รามคำแหง*, 240-255.
- เอกวิทย์ โพธิ์กลางวงศ์. (2555). *คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) การศึกษาเฉพาะบุคคล*. (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- Bouwens, J., & Van Lent, L. (2007). Assessing the performance of business unit managers. *Journal of Accounting research*, 45(4), 667-697.
- Gumbus, A., & Lussier, R. N. (2006). Entrepreneurs use a balanced scorecard to translate strategy into performance measures. *Journal of Small Business Management*, 44(3), 407-425.
- Hoque, Z. (2005). Linking environmental uncertainty to non-financial performance measures and performance: a research note. *The British Accounting Review*, 37(4), 471-481.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 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. (1992). The balanced scorecard-measures that drive performance. *Harvard Business Review*, 71-79.
- 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.

- Matoke, V. N., & Omwenga, J. (2016). Audit Quality and Financial Performance of Companies Listed in Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 6(11), 372-381.
- Al Ani, M. K., & Mohammed, Z. O. (2015). Auditor Quality and Firm Performance: Omani Experience. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 15(74), 13-23.
- 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.
- Schulz, A. K., Wu, A., & Chow, C. W. (2010). Environmental uncertainty, comprehensive performance measurement systems, performance-based compensation, and organizational performance. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 17(1), 17-39.
- Thanatawee, Y. (2014). Institutional ownership and firm value in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting*, 7(2), 1-22.