

อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของ  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100  
Influence of Corporate Governance on Common Stock Returns of Listed SET100  
Companies on the Stock Exchange of Thailand

มัจจรินทร์ วัฒนะสถิตย์<sup>1\*</sup> และ สุภา ทองคง<sup>2</sup>

Mujjarin Wattanasathit<sup>1\*</sup> and Supa Tongkong<sup>2</sup>

\*Corresponding author, e-mail: mujjarin\_w@mail.rmutt.ac.th

Received: October 21<sup>st</sup>, 2021; Revised: March 8<sup>th</sup>, 2022; Accepted: April 22<sup>th</sup>, 2022

#### บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ตั้งแต่ปี 2560 – 2562 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและรายงานทางการเงินของบริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ ข้อมูลประกอบด้วย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ร้อยละ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มบริษัทตัวอย่างมีการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับดีเลิศมากที่สุด รองลงมาคือระดับดีมาก ระดับดี และต่ำกว่าระดับดีหรือไม่มีคะแนน และมีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเฉลี่ยร้อยละ 3.07 และพบว่ากลุ่มบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ ระดับดีมาก และระดับดี มีอิทธิพลทางบวกต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ โดยกลุ่มบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศมีอิทธิพลทางบวกต่อผลตอบแทนจากการลงทุนมากที่สุด รองลงมาคือ กลุ่มบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการระดับดีมากและกลุ่มบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการระดับดี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ผลการศึกษาเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารกิจการและนักลงทุน โดยผู้บริหารกิจการควรให้ความสำคัญและสนับสนุนให้กิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดียิ่งขึ้นเพื่อให้มูลค่ากิจการและผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น

**คำสำคัญ:** การกำกับดูแลกิจการ ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ หลักทรัพย์กลุ่ม SET100

<sup>1</sup> นักศึกษาหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

Student in Master of Business Administration Program, Faculty of Business Administration,  
Rajamangala University of Technology Thanyaburi

<sup>2</sup> อาจารย์ประจำหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

Instructor in Master of Business Administration Program, Faculty of Business Administration,  
Rajamangala University of Technology Thanyaburi

## Abstract

This paper aimed to investigate the influence of corporate governance on common stock returns of listed SET100 companies on the Stock Exchange of Thailand. The samples used in this study were SET100 companies listed on the Stock Exchange of Thailand from 2017 to 2019. The secondary data were collected from the Stock Exchange of Thailand and companies' financial statements. The statistics used to analyze the data comprised: maximum, minimum, percentage, mean, standard deviation, and multiple regression analysis. The findings revealed that most of the sample companies had a corporate governance rating at the excellent level, followed by the levels labeled very good, good, and lower than good, or no score. The average of common stock returns was 3.07%. Additionally, companies in the sample group with excellent corporate governance, very good level, and good level all had positive influences on the common stock returns. The companies in the sample group with excellent corporate governance had the greatest positive influence on stock returns, followed by the group with very good corporate governance and companies with good corporate governance at a statistically significant level of .05. The results of the study are beneficial to business executives and investors. The business executives should focus on and encourage the company to have better corporate governance in order to increase both the business value and the return on investment in ordinary shares.

**Keywords:** Corporate governance, Common stock returns, SET100 companies

## บทนำ

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance : CG) ซึ่งมีชื่อเรียกอื่นๆ อีก เช่น ธรรมาภิบาลหรือบรรษัทภิบาล หมายถึง การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียในทุกฝ่าย มีระบบจัดการโครงสร้างองค์กรด้านความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์นั้นจะให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการเป็นอย่างมาก เนื่องจากผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัทมีจำนวนมากซึ่งไม่สามารถเข้าไปบริหารจัดการบริษัทได้ทุกคน จึงต้องแต่งตั้งบุคคลที่ไว้วางใจได้ให้เข้าไปควบคุมดูแลการบริหารจัดการและการที่จะให้เกิดความเชื่อมั่นและไว้วางใจได้ กรรมการที่ได้รับคัดเลือกเข้าไปกำกับการบริหารจัดการกิจการจะต้องทำหน้าที่ดูแลและรักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่และดีที่สุด ซึ่งจะต้องไม่ใช่ตำแหน่งเพื่อหาผลประโยชน์จากบริษัทที่เข้าไปบริหาร กรรมการจะต้องดูแลบริหารทุกภาคส่วนอย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุดเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับเงินลงทุน แต่ในขณะเดียวกันก็ต้องให้ผู้ถือหุ้นรับรู้ข้อมูลของบริษัท และมีส่วนในการตัดสินใจในเรื่องที่สำคัญรวมถึงตรวจสอบการทำงานของคณะกรรมการและผู้บริหารด้วย การกำกับดูแลกิจการส่งผลดีต่อบริษัท คือ สามารถระดมทุนได้ด้วยต้นทุนที่เหมาะสม การมีต้นทุนการเงินที่เหมาะสม ช่วยลดต้นทุนการผลิต ทำให้สามารถแข่งขันกับบริษัทอื่นได้ และส่งผลดีต่อตลาดทุน คือ สร้างความเชื่อมั่น เพิ่มความต้องการซื้อ เพิ่มสภาพคล่องและระดับราคาซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการระดมทุนของบริษัท นอกจากนี้ยังส่งผลดีต่อผู้ถือหุ้นสามัญหรือเจ้าของกิจการให้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน

สูงขึ้น ซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนประกอบด้วยเงินปันผล (dividend) และกำไรจากการขายหลักทรัพย์ (capital gain) ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นสามัญได้รับจากการลงทุนจะมากหรือน้อยนั้น ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ นโยบายการจ่ายเงินปันผล และมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์นั้นๆ หากกิจการมีแนวโน้มความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น ณ ระดับความเสี่ยงที่เหมาะสม ราคาตลาดของหุ้นสามัญก็จะเพิ่มขึ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นสามัญได้รับผลตอบแทนจากกำไรจากการขายหลักทรัพย์ การกำกับดูแลกิจการที่ดีนับเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร ในอนาคตและความเสี่ยงของกิจการ

มาตรฐานสากลด้านการกำกับดูแลกิจการมีบรรทัดฐานที่ใช้ในหลายประเทศ ได้แก่ หลักการกำกับดูแลกิจการของ OECD (OECD Principles of Corporate Governance) ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ได้ตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการ โดยในปี 2549 ได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ซึ่งเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ OECD และได้มีการปรับปรุงในปี 2555 เพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของอาเซียน (ASEAN Corporate Governance Scorecard) โดยแบ่งออกเป็น 5 หมวด ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส และความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ (AMT Solution, 2564) นอกจากนี้ หลังจากมีการจัดตั้งประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (Asean Economic Community : AEC) ซึ่งก่อให้เกิดความร่วมมือในด้านต่าง ๆ รวมถึงด้านตลาดทุน หน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนอาเซียน หรือ ASEAN Capital Market Forum เรียกกันสั้น ๆ ว่า ACMF ได้จัดทำแผนปฏิบัติการเพื่อเชื่อมโยงตลาดทุนอาเซียน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อร่วมกันกำหนดกฎเกณฑ์ ระเบียบและมาตรฐานกลางของตลาดทุนในกลุ่มอาเซียน ซึ่งรวมถึงการยกระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในอาเซียนให้ทัดเทียมกับสากลด้วย ดังนั้น ACMF จึงได้เริ่มดำเนินโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคอาเซียนหรือ ASEAN CG Scorecard เพื่อให้ผู้ลงทุนต่างประเทศมีข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในอาเซียนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน

ในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการจัดอันดับ 100 หลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (market capitalization) มีสภาพคล่องในการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอและมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่ผ่านเกณฑ์ที่ดี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด และมีการรายงานคะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors : Thai IOD) ได้ประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีตาม หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ OECD และของประเทศไทย ทั้ง 5 หมวด ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส และความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ โดยให้คะแนนประเมินแบ่งตามช่วงคะแนน ดังนี้ คะแนน CG ช่วง 90-100 คะแนน หมายถึง ผลการประเมินระดับดีเลิศ รองลงมา ช่วง 80-89 หมายถึงผลการประเมินระดับดีมาก ช่วงคะแนน 70-79 หมายถึงผลการประเมินระดับดี ช่วงคะแนน 60-69 หมายถึงผลการประเมินระดับดีพอใช้ ช่วงคะแนน 50-59 หมายถึงผลการประเมินผ่าน และคะแนนต่ำกว่า 50 คะแนน หมายถึงไม่มีคะแนน (Thai Institute of Directors, 2564) ซึ่งคะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาแบ่งเป็น 4 กลุ่ม คือ ระดับ 5 สัญลักษณ์ หมายถึง ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการดีเลิศ, ระดับ 4 สัญลักษณ์ หมายถึง ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการดีมาก, ระดับ 3 สัญลักษณ์ หมายถึง ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการดี และกลุ่มที่มีผลการประเมินต่ำกว่าระดับดีซึ่งคือกลุ่มที่ไม่มีรายงานผลการประเมิน ประกอบด้วยกลุ่ม 2 สัญลักษณ์ กลุ่ม 1 สัญลักษณ์ และกลุ่มไม่มีสัญลักษณ์

จากแนวคิดที่ว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานที่ดีและมีความเสี่ยงจากการบริหารงานต่ำ ผู้ศึกษาจึงมีคำถามวิจัยว่า บริษัทที่มีผลการประเมินคะแนนกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างกันจะมีผลต่อผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจากการลงทุนในหุ้นสามัญแตกต่างกันหรือไม่อย่างไร และจากผลการวิจัยที่ผ่านมาของ Alanazi และ Alhoqail (2019) พบว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ซาอุดีอาระเบียที่ประกอบด้วยบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้ผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนที่ประกอบด้วยกลุ่มบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดี แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดด้วยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (stock returns) ผลการศึกษาของ Turnacigil, Guler และ Dogukanli (2019) พบว่า ในประเทศตุรกี การกำกับดูแลกิจการที่ดีวัดด้วยคะแนนการกำกับดูแลกิจการทั้ง 5 หมวด ไม่มีผลต่อการลงทุนซื้อหุ้นของนักลงทุน และการกำกับดูแลกิจการส่งผลทางลบต่อผลตอบแทนในระยะยาว และผลการศึกษาของ Owala (2010) พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น คือ บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่ามีผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นที่สูงกว่า แต่ระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่สามารถพยากรณ์ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับผลการศึกษาในประเทศไทยเรื่องผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มดัชนี SET50 ประเด็นบทบาทและความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2559) พบว่า ธุรกิจที่มีผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีผ่านสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรก ในบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมากจะมีแนวโน้มความสัมพันธ์กับมูลค่าธุรกิจที่วัดจากอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน ยกเว้น ด้านผลการดำเนินงานและด้านมูลค่ากิจการไม่พบความสัมพันธ์กับผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และบุญญฉัตร บุญญาลัย (2559) ศึกษาผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการกรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า กลุ่มหุ้นสามัญที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีแนวโน้มอัตราผลตอบแทนเกินปกติต่ำกว่ากลุ่มหุ้นสามัญที่ขาดการกำกับดูแลกิจการ และพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (abnormal return) มีค่าติดลบสำหรับกลุ่มหุ้นสามัญที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี แต่มีค่าเป็นบวกสำหรับกลุ่มหุ้นสามัญที่ขาดการกำกับดูแลกิจการ และภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2560) ศึกษาคะแนนการกำกับดูแลกิจการและปัจจัยที่มีบทบาทต่อมูลค่าธุรกิจบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการสามารถอธิบายมูลค่าธุรกิจได้และทุนจดทะเบียนเป็นปัจจัยที่มีบทบาทต่อมูลค่าธุรกิจมากกว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และสัดส่วนกรรมการอิสระ นันทวรา ปันชนาธรณ และพรทิวา แสงเขียว (2564) ศึกษาอิทธิพลระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดธุรกิจอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค โดยศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัท 3 ด้าน ได้แก่ ด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และด้านอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาบัญชี พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้านผลอันดับโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีและขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวก ส่วนการควบรวมตำแหน่งประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และไม่พบอิทธิพลระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาบัญชีซึ่งเป็นผลการดำเนินงานที่ผู้ลงทุนได้รับจากการลงทุนในหุ้นสามัญของกิจการโดยตรง หากกิจการมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อ

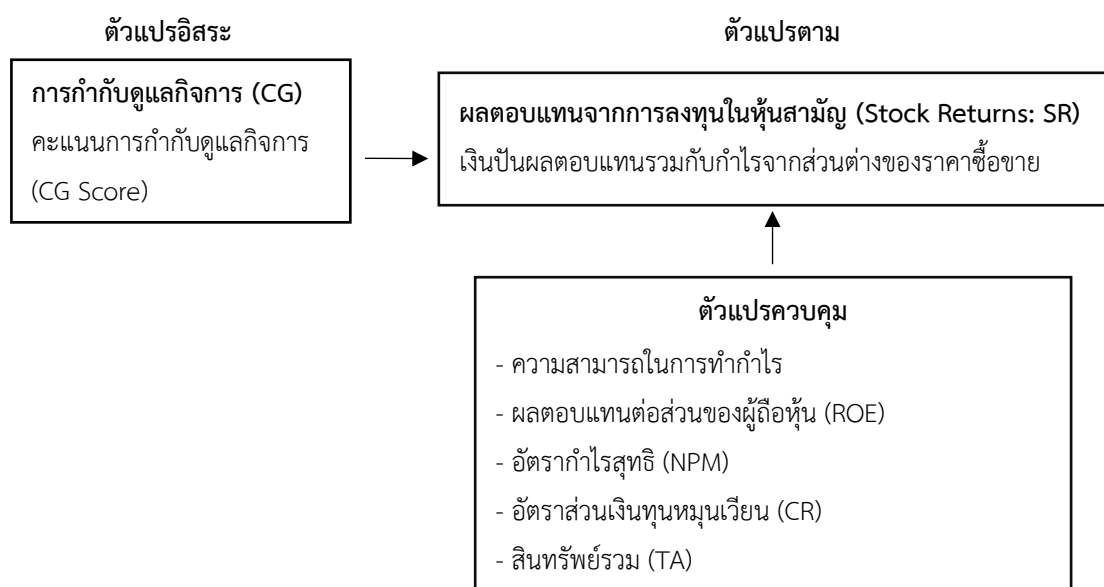
ส่วนของเจ้าของที่ดี ราคาตลาดหุ้นสามัญของกิจการนั้นก็เพิ่มสูงขึ้น ทำให้ผู้ลงทุนหรือเจ้าของกิจการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสูงขึ้น

จากการทบทวนวรรณกรรมดังกล่าว จะเห็นได้ว่า ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของกิจการยังมีความขัดแย้งกัน กล่าวคือ บางงานวิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Alanazi และ Alhoqail, 2019; Turnacigil, Guler และ Dogukanli, 2019; นันทรา ปิ่นชนาธรณ และพรทิวา แสงเขียว, 2564) แต่ผลการวิจัยของ Owala (2010) และภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2560) กลับพบว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น สามารถอธิบายมูลค่าธุรกิจได้ ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงสนใจศึกษาเพื่อยืนยันว่าการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญหรือไม่ โดยวัดการกำกับดูแลกิจการด้วยคะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่รายงานโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย และวัดผลการดำเนินงานของกิจการด้วยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญซึ่งเป็นผลตอบแทนของนักลงทุนหรือเจ้าของกิจการ ทั้งนี้ เพื่อนำผลการศึกษาไปใช้เป็นแนวทางในการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ลงทุนสำหรับนักลงทุนและเป็นประโยชน์ต่อคณะกรรมการบริษัทตลอดจนผู้มีส่วนได้เสียของกิจการในการให้ความสำคัญกับบทบาทของคณะกรรมการบริษัทในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์และความยั่งยืนของกิจการต่อไป

### วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของคณะกรรมการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

### กรอบแนวคิดในการวิจัย



รูปที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

## ระเบียบวิธีวิจัย

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564) บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 คือกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าการซื้อขายสูงสุด 100 อันดับแรก จำนวนปีละ 100 บริษัท โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ทุกบริษัทที่นำส่งงบการเงินและมีผลคะแนนการประเมินด้านการกำกับดูแลกิจการ ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2562 ได้จำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 300 ตัวอย่าง ซึ่งเป็นขนาดตัวอย่างที่เพียงพอสำหรับการทดสอบสมมติฐานด้วยความถดถอยเชิงพหุ คือจำนวนตัวอย่างไม่ควรน้อยกว่า 20 เท่าของจำนวนตัวแปร

### เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยและการเก็บรวบรวมข้อมูล

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย ใช้ข้อมูลทุติยภูมิซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียนของกลุ่มตัวอย่างตั้งแต่ปี 2560 – 2562 เป็นรายบริษัทจากระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์บนอินเทอร์เน็ต (SET Market analysis and reporting tool: SETSMART) และฐานข้อมูลจากเว็บไซต์ [www.set.or.th](http://www.set.or.th) และ [www.settrade.com](http://www.settrade.com) ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ความหมายและวิธีการวัดค่าของตัวแปรเหล่านี้ แสดงในตารางที่ 1

### การวิเคราะห์ข้อมูล

ข้อมูลที่เก็บรวบรวมข้อมูลและทำการตรวจสอบความถูกต้องของข้อมูลแล้ว นำไปประมวลผลด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางคอมพิวเตอร์ โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าต่ำสุด (min) ค่าสูงสุด (max) ความถี่ ร้อยละ ค่าเฉลี่ย (mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation) เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปข้อมูล ตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุมและผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ และใช้สถิติอนุมานในการทดสอบสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ซึ่งประกอบด้วย

(1) การวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-way ANOVA) เพื่อทดสอบสมมติฐานว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนการกำกับกิจการที่แตกต่างกัน มีผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญแตกต่างกัน

(2) ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัวแปรของตัวแปรต่างๆ ที่ศึกษา และแปลความหมายความสัมพันธ์จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ( $r$ ) (Hinkle, 1998) ดังนี้

$r = 0$  ถึง  $0.29$  มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำมาก

$r = 0.30$  ถึง  $0.49$  มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำ

$r = 0.50$  ถึง  $0.69$  มีความสัมพันธ์กันในระดับปานกลาง

$r = 0.70$  ถึง  $0.89$  มีความสัมพันธ์กันในระดับสูง

$r = 0.90$  ถึง  $1.00$  มีความสัมพันธ์กันในระดับสูงมาก

และถ้าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่ามากกว่า  $0.75$  แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันมากทำให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองหรือปัญหา Multicollinearity ร่วมกับค่าสถิติ Tolerance และค่า VIF โดยค่า Tolerance มีค่ามากกว่า  $0.200$  และ VIF มีค่าน้อยกว่า  $10$  แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างรุนแรง หรือไม่มีปัญหาความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรทำนาย และใช้สถิติ Durbin Watson ทดสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน ซึ่งถ้ามีค่าอยู่ในช่วง  $1.5 - 2.5$  แสดงว่าค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกันหรือไม่เกิด

ปัญหา Autocorrelation (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2555) ซึ่งเป็นเงื่อนไขสำคัญของวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

(3) การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) โดยใช้วิธี Enter ในการเลือกตัวแปรอิสระเข้าสมการถดถอย เพื่อทดสอบสมมติฐาน อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการและตัวแปรควบคุมที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์หลักของการศึกษาครั้งนี้

ตารางที่ 1 ตัวแปร ความหมายและวิธีการวัดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

| ตัวแปร                                                            | สัญลักษณ์ | ความหมายและการวัดค่าตัวแปร                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------------------------------------------------------------------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ตัวแปรตาม</b>                                                  |           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ, (หน่วย: ร้อยละ) (Stock returns)   | SR        | ผลรวมระหว่างเงินปันผลตอบแทน (Dividend yield) กับผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหุ้นหรือกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ (Capital gain yield)<br>$\text{เงินปันผลตอบแทน} = (\text{เงินปันผลต่อหุ้นสำหรับผลการดำเนินงานในปีที่ } t \text{หารด้วยราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปีที่ } t-1) \times 100$ $\text{ผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหุ้น} = [(\text{ราคาปิดสิ้นปีที่ } t - \text{ราคาปิดสิ้นปีที่ } t-1) \text{หารด้วยราคาปิดสิ้นปีที่ } t-1] \times 100$ |
| <b>ตัวแปรอิสระ</b>                                                |           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| การกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance)                         |           | คะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG score) รายงานโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ได้แก่                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|                                                                   | CG5       | ผลการประเมินระดับ 5 หมายถึง ดีเลิศ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|                                                                   | CG4       | ผลการประเมินระดับ 4 หมายถึง ดีมาก                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|                                                                   | CG3       | ผลการประเมินระดับ 3 หมายถึง ดี                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|                                                                   | CG0       | ผลการประเมินระดับ 0 หมายถึง กลุ่มที่ไม่มีรายงานผลการประเมิน หรือกลุ่มที่มีผลการประเมินต่ำกว่าระดับดี                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>ตัวแปรควบคุม</b>                                               |           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| ความสามารถในการทำกำไร (Profitability ratio)                       |           | ความสามารถในการทำกำไรของกิจการวัดด้วย (1) ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ (2) อัตรากำไรสุทธิ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| - ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (หน่วย: ร้อยละ) (Return on equity) | ROE       | ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น = (กำไรสุทธิส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ/ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ) $\times 100$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| - อัตรากำไรสุทธิ (หน่วย: ร้อยละ) (Net profit margin)              | NPM       | อัตรากำไรสุทธิ = (กำไรสุทธิหลังภาษี/ยอดขาย) $\times 100$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

ตารางที่ 1 ตัวแปร ความหมายและวิธีการวัดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา (ต่อ)

| ตัวแปร                                                    | สัญลักษณ์ | ความหมายและการวัดค่าตัวแปร                                                                       |
|-----------------------------------------------------------|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| สภาพคล่อง (Liquidity ratio)                               |           |                                                                                                  |
| - อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (หน่วย: เท่า) (Current ratio) | CR        | อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน = สินทรัพย์หมุนเวียน/หนี้สินหมุนเวียน                                  |
| ขนาดของกิจการ (Size)                                      |           |                                                                                                  |
| - สินทรัพย์รวม (Total assets) (หน่วย: ล้านบาท)            | TA        | สินทรัพย์รวมหน่วยเป็นล้านบาท ในการวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐาน ปรับ scale เป็น log (สินทรัพย์รวม) |

## ผลการวิจัย

## 1. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics)

1.1 ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการด้านความรับผิดชอบต่อของคณะกรรมการของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาในช่วงปี พ.ศ.2560-2562 โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ตารางที่ 2 ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการด้านความรับผิดชอบต่อของคณะกรรมการของกลุ่มตัวอย่าง

| ปี   | ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (จำนวนบริษัท) |             |          |                    | รวม |
|------|----------------------------------------------|-------------|----------|--------------------|-----|
|      | ดีเลิศ (CG5)                                 | ดีมาก (CG4) | ดี (CG3) | ไม่มีรายงานผล CG0) |     |
| 2560 | 48                                           | 30          | 10       | 12                 | 100 |
| 2561 | 58                                           | 31          | 9        | 2                  | 100 |
| 2562 | 67                                           | 24          | 8        | 1                  | 100 |
| รวม  | 173                                          | 85          | 27       | 15                 | 300 |

จากตารางที่ 2 พบว่า บริษัทในกลุ่ม SET 100 มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการด้านความรับผิดชอบต่อของคณะกรรมการมีแนวโน้มดีขึ้น กล่าวคือ บริษัทที่มีผลการประเมินระดับดีเลิศมีจำนวนเพิ่มขึ้นทุกปี คือ ผลการประเมินดีเลิศเพิ่มขึ้นจาก 48 บริษัทในปี 2560 เป็น 58 บริษัทในปี 2561 และ 67 บริษัทในปี 2562 ส่วนบริษัทที่ไม่มีรายงานผลการประเมินลดลงจาก 12 บริษัท ในปี 2560 เป็น 2 บริษัทในปี 2561 และ 1 บริษัทในปี 2562 และบริษัทที่มีผลการประเมินระดับดีมาก และดี ก็มีแนวโน้มลดลงเช่นกัน ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทเหล่านี้ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการดีขึ้นจากปีก่อนหน้า เช่น จากไม่มีรายงานผล เป็น ระดับดี จากระดับดีเพิ่มขึ้นเป็นระดับดีมาก และระดับดีมากเพิ่มขึ้นเป็นระดับดีเลิศ เป็นต้น



## 1.2 ผลการวิเคราะห์สถิติพรรณนาของตัวแปรที่ศึกษา

ตารางที่ 3 สถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ศึกษา

| ตัวแปร       | ความถี่ | ค่าเฉลี่ย | ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน | ค่าสูงสุด | ค่าต่ำสุด |
|--------------|---------|-----------|---------------------|-----------|-----------|
| ตัวแปรตาม    |         |           |                     |           |           |
| SR (%)       |         | 3.07      | 2.58                | 14.49     | -0.55     |
| ตัวแปรอิสระ  |         |           |                     |           |           |
| CG5          | 173     |           |                     |           |           |
| CG4          | 85      |           |                     |           |           |
| CG3          | 27      |           |                     |           |           |
| CG0          | 15      |           |                     |           |           |
| ตัวแปรควบคุม |         |           |                     |           |           |
| ROE (%)      |         | 14.47     | 12.84               | 64.76     | -75.29    |
| NPM (%)      |         | 15.34     | 14.35               | 128.17    | -10.40    |
| CR (เท่า)    |         | 1.70      | 1.11                | 7.15      | 0.12      |
| TA (ล้านบาท) |         | 270,656   | 646,938             | 3,293,889 | 3,206     |
| Log (TA)     |         | 5.43      | 5.81                | 6.52      | 3.51      |

จากตารางที่ 3 พบว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญกลุ่ม SET100 ในช่วงเวลาที่ศึกษามีค่าเฉลี่ย 3.07% มีค่าสูงสุด 14.49% และค่าต่ำสุดคือขาดทุน 0.55% กลุ่มตัวอย่างมีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการด้านความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการระดับดีเลิศจำนวน 173 ข้อมูล รองลงมาคือระดับดีมากจำนวน 85 ข้อมูล ระดับดีจำนวน 27 ข้อมูล และไม่มีรายงานผลการประเมินจำนวน 15 ข้อมูล ตามลำดับ ส่วนความสามารถในการทำกำไรวัดด้วยผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ย 14.47% ค่าสูงสุด 64.76% และค่าต่ำสุด -75.29% ความสามารถในการทำกำไรวัดจากอัตรากำไรสุทธิมีค่าเฉลี่ย 15.34% ค่าสูงสุด 128.17% และค่าต่ำสุด -10.40% สภาพคล่องวัดจากอัตรารส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีค่าเฉลี่ย 1.70 เท่า ค่าสูงสุด 7.15 เท่า และค่าต่ำสุด 0.12 เท่า ขนาดบริษัทวัดด้วยสินทรัพย์รวมสุทธิมีค่าเฉลี่ย 270,656 ล้านบาท ค่าสูงสุด 3,293,889 ล้านบาท และค่าต่ำสุด 3,206 ล้านบาท

## 2. ผลการทดสอบสมมติฐาน

2.1 ผลการทดสอบสมมติฐานกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนการกำกับกิจการที่แตกต่างกัน มีผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญแตกต่าง โดยใช้สถิติการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-way ANOVA) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ได้ผลแสดงดังตารางที่ 4 และ 5

**ตารางที่ 4** ผลการทดสอบผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญจำแนกตามที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน

|                                          | แหล่งความแปรปรวน | SS      | df  | MS    | F     | p      |
|------------------------------------------|------------------|---------|-----|-------|-------|--------|
| อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (SR) | ระหว่างกลุ่ม     | 91.01   | 3   | 30.34 | 4.747 | .003** |
|                                          | ภายในกลุ่ม       | 1891.34 | 296 | 6.39  |       |        |
|                                          | รวม              | 1982.35 | 299 |       |       |        |

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

**ตารางที่ 5** การเปรียบเทียบความแตกต่างรายคู่ของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ จำแนกตามคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

| คะแนนการกำกับดูแลกิจการ | CG3                | CG4                | CG5                |
|-------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| CG0                     | -2.110**<br>(.010) | -1.867**<br>(.009) | -2.444**<br>(.000) |
| CG3                     |                    | 0.246<br>(.660)    | -0.332<br>(.526)   |
| CG4                     |                    |                    | -0.577<br>(.086)   |

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

จากตารางที่ 4 พบว่า กลุ่มบริษัทที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการด้านความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการแตกต่างกัน มีผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 เมื่อทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญรายคู่ด้วยสถิติ LSD (Least Significant Difference) ดังตารางที่ 5 พบว่า (1) กลุ่มที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสูงกว่ากลุ่มที่ไม่มีรายงานผลการประเมิน 2.444% (2) กลุ่มที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับดีมาก มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสูงกว่ากลุ่มที่ไม่มีรายงานผลการประเมิน 1.867% และ (3) กลุ่มที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับดี มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสูงกว่ากลุ่มที่ไม่มีรายงานผลการประเมิน 2.110% ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05

2.2 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสองตัวแปร โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation) เพื่อทดสอบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมไม่เกิดปัญหามีความสัมพันธ์กันเองหรือไม่เกิดปัญหา Multicollinearity แสดงดังตารางที่ 6 และค่า Tolerance และค่า VIF แสดงดังตารางที่ 7

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

| ตัวแปร   | SR   | ROE            | NPM              | CR               | Log (TA)         |
|----------|------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| SR       | 1.00 | .061<br>(.299) | .067<br>(.254)   | .157**<br>(.007) | .184**<br>(.001) |
| ROE      |      | 1.00           | .407**<br>(.000) | .070<br>(.230)   | .147**<br>(.011) |
| NPM      |      |                | 1.00             | .143**<br>(.014) | .034<br>(.557)   |
| CR       |      |                |                  | 1.00             | -.044<br>(.452)  |
| Log (TA) |      |                |                  |                  | 1.00             |

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

จากตารางที่ 6 พบว่า ตัวแปรทำนายซึ่งได้แก่ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม ที่มีความสัมพันธ์กันมากที่สุด คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์กับอัตรากำไรสุทธิ (NPM) โดยมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันในระดับต่ำด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ .407 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 รองลงมา ได้แก่ ROE มีความสัมพันธ์กับ TA และ NPM มีความสัมพันธ์กับ CR โดยมีความสัมพันธ์ในระดับต่ำมาก และมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ .147 และ .143 ตามลำดับ ซึ่งพบว่า ไม่มีตัวแปรทำนายคู่ใดมีความสัมพันธ์ตั้งแต่ .75 ขึ้นไป และในตารางที่ 7 พบว่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.200 และ VIF มีค่าน้อยกว่า 10 ดังนั้น จึงไม่มีปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรทำนาย หรือไม่มีปัญหา Multicollinearity

2.3 ผลการทดสอบสมมติฐาน อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการและตัวแปรควบคุมที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression)

จากตารางที่ 7 พบว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ 6.30% ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 โดยระดับดีเลิศมีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุน 2.378% หรือเพิ่มขึ้น 45.8% รองลงมาได้แก่ระดับดีมาก และระดับดี โดยส่งผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ 2.028% และ 2.087% หรือเพิ่มขึ้น 35.8% และ 23.6% ตามลำดับ และยังพบว่าสภาพคล่องของกิจการที่วัดด้วยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนและขนาดของกิจการที่วัดด้วยสินทรัพย์รวมมีอิทธิพลทางบวกต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ถ้าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มขึ้น 1 เท่า จะส่งผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น 16.0% และถ้าสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 10 ล้านบาท (หรือ log TA เพิ่มขึ้น 1 หน่วย) ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น 15.1% และสามารถเขียนสมการถดถอย ได้ดังนี้

$$SR = -2.841 + 2.376CG5 + 2.028CG4 + 2.087CG3 + 0.373CR + 0.582\log(TA)$$

**ตารางที่ 7** ผลการทดสอบสมมติฐาน อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการและตัวแปรควบคุมที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

| ตัวแปร   | Unstandardized |           | Standardized | t      | sig  |
|----------|----------------|-----------|--------------|--------|------|
|          | coefficient    | Std.Error | coefficient  |        |      |
|          | B              |           | $\beta$      |        |      |
| ค่าคงที่ | -2.841**       | 1.435     |              | -1.980 | .049 |
| CG5      | 2.376**        | 0.754     | 0.458**      | 3.152  | .002 |
| CG4      | 2.028**        | 0.780     | 0.358**      | 2.601  | .010 |
| CG3      | 2.087**        | 0.864     | 0.236**      | 2.415  | .016 |
| ROE      | 0.017          | 0.013     | 0.087        | 1.373  | .171 |
| NPM      | 0.004          | 0.011     | 0.020        | 0.314  | .754 |
| CR       | 0.373**        | 0.139     | 0.160**      | 2.686  | .008 |
| Log (TA) | 0.582**        | 0.241     | 0.151**      | 2.419  | .016 |

Tolerance = 0.843 – 0.973, VIF = 1.028 – 1.186  
Durbin Watson = 1.987  
F = 3.785\*\*, sig .001;  
R = 0.292; R<sup>2</sup> = 0.085; Adjust R<sup>2</sup> = 0.063

ตัวแปรตาม คือผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (SR)

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

### สรุปและอภิปรายผล

จากการวิเคราะห์อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 มีประเด็นสำคัญในการอภิปรายผลการวิจัยดังนี้

กลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีผลการประเมินการกำกับกิจการอยู่ในระดับดีเลิศ รองลงมาเป็นระดับดีมาก ระดับดี และไม่มีผลคะแนนซึ่งมีน้อยที่สุด ทั้งนี้เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ซึ่งเป็นกลุ่มกิจการที่มีมูลค่าการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 100 ลำดับแรก ย่อมเป็นกิจการที่ได้รับการยอมรับและเป็นที่สนใจลงทุนของนักลงทุน ดังนั้น จึงเป็นบริษัทที่ผ่านการพิจารณาลั่นกรองเพื่อเลือกลงทุนของนักลงทุน ซึ่งย่อมจะต้องเป็นกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีความโปร่งใส ตรวจสอบได้ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยที่พบว่าหากกิจการมีปัญหาด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมไม่เป็นที่สนใจลงทุนของนักลงทุน จึงไม่สามารถมีมูลค่าซื้อขายมากในลำดับต้นๆ ได้

จากผลการวิจัยที่พบว่ากลุ่มบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ ระดับดีมากและระดับดี มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ ระดับดีมาก และระดับดี มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 นั้น สอดคล้องแนวคิดที่ว่ากิจการที่มีการกำกับดูแล

กิจการที่ดีหรือมีการรายงานคะแนนการประเมินย่อมมีผลการดำเนินงานที่ดีและยั่งยืนในระยะยาว จึงส่งผลให้ผู้ถือหุ้นสามัญหรือเจ้าของกิจการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่ากลุ่มที่ไม่มีคะแนนรายงานการกำกับดูแลกิจการ

จากผลการศึกษาที่พบว่าสภาพคล่องของกิจการและขนาดกิจการ มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่ย่อมเป็นกิจการที่มีความมั่นคงสูง ทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นในการลงทุน ส่วนกิจการที่มีสภาพคล่องสูง จะมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำ และสามารถจ่ายปันผลได้มาก ซึ่งทั้งสองปัจจัยเป็นผลให้ความต้องการลงทุนในหุ้นสามัญของกิจการเพิ่มขึ้น ทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น นักลงทุนจึงได้รับผลตอบแทนในรูปกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ และเงินปันผลตอบแทน จึงส่งผลให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น

ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการทั้ง 3 กลุ่ม มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น โดยกลุ่มที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น มากกว่ากลุ่มที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีมาก และมีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นมากกว่ากลุ่มที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดี ตามลำดับ ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับแนวคิดการนำรายงานการกำกับดูแลกิจการมาใช้กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สูง จะทำให้นักลงทุนมั่นใจขึ้นว่าได้ลงทุนในธุรกิจที่มีการบริหารงานอย่างเป็นธรรม มีความโปร่งใส ดังนั้น บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงกว่าจึงมีผลต่อผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจากการลงทุนมากกว่าด้วย ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งขึ้นว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Owala (2010) ซึ่งพบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่า มีผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นที่สูงกว่า และสอดคล้องกับผลการวิจัยของภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2560) ที่พบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการสามารถอธิบายมูลค่าธุรกิจได้

จากผลการศึกษาที่พบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและตัวแปรควบคุมมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญได้เพียง 6.30% ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผลการศึกษาของ Owala (2010) ที่พบว่าระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่สามารถพยากรณ์ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้มุ่งเน้นศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นเท่านั้น ยังมีปัจจัยอื่นที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญซึ่งไม่ได้นำมาศึกษาในงานวิจัยนี้ ได้แก่ ภาวะเศรษฐกิจ ภาวะอุตสาหกรรม และภาวะตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ตามแนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยวิธีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน และการวิเคราะห์เทคนิค

## ข้อเสนอแนะ

### ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

1. จากผลการศึกษาที่พบว่า บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ อยู่ในระดับยิ่งสูง จะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญยิ่งมาก ดังนั้น ในการวิเคราะห์เพื่อตัดสินใจเลือกลงทุนในหุ้นสามัญ นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับผลการประเมินระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการประกอบการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ลงทุนด้วย โดยควรเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ รองลงมาเป็นระดับดีมาก และระดับดี และไม่ควรลงทุนในกิจการที่ไม่มีคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ทั้งนี้เนื่องจากพบว่า

กิจการที่ไม่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการจะให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญต่ำกว่ากลุ่มที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการทุกระดับ และกิจการที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศจะให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญสูงที่สุด รองลงมาคือกลุ่มที่มีคะแนนระดับดีมาก และระดับดี ตามลำดับ

2. ผู้บริหารของกิจการควรส่งเสริมและสนับสนุนให้องค์กรมีการดำเนินการเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ดีขึ้น ทั้งนี้เพื่อให้กิจการบรรลุเป้าหมายของการประกอบธุรกิจ กล่าวคือ ให้องค์กรมีมูลค่าสูงขึ้น และทำให้ผู้ลงทุนหรือเจ้าของกิจการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นด้วย

3. ผู้ที่มีความสนใจในการลงทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์สามารถนำผลการวิจัยไปช่วยในการพิจารณาและตัดสินใจเลือกบริษัทที่จะทำการลงทุน

4. นิสิต นักศึกษาสามารถหาองค์ความรู้จากงานวิจัยเพื่อไปปรับประยุกต์ใช้ในการเรียน

#### ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. ควรขยายขอบเขตการศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อเปรียบเทียบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในหุ้นสามัญของแต่ละอุตสาหกรรม

2. ควรศึกษาเพิ่มเติมในประเด็นการกำกับดูแลกิจการว่าส่งผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญผ่านผลการดำเนินงานของกิจการหรือไม่

3. ควรศึกษาเพิ่มเติมปัจจัยอื่นๆ เช่น ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญร่วมกับอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มาจากหน่วยงานภายนอกองค์กร เช่น บทบาทของผู้สอบบัญชีหรือคุณภาพการตรวจสอบ เพื่อให้สามารถอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญได้เพิ่มขึ้น

#### เอกสารอ้างอิง

- กัลยา วาณิชยปัญญา. (2555). *การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล*. (พิมพ์ครั้งที่ 20). กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. 524 หน้า.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). *ข้อมูลบริษัทในกลุ่ม SET100* [ออนไลน์]. ค้นเมื่อ 14 มกราคม 2564, จาก :<https://www.set.or.th/coverage.html>.
- นันทวรา ปันชนาธรณ และพรทิวา แสงเขียว. (2564). อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความรับผิดชอบต่อสังคม ที่มีต่อผลการดำเนินงานธุรกิจหมวดอุตสาหกรรมกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภคของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมหาวิทยาลัยมหาสารคาม*, 8(8), 77-89.
- บุญญนิตร์ บุญญาลย์. (2559). *ผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ: กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร. (2559). ผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน กลุ่มดัชนี SET 50 : บทบาทและความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่. *วารสารวิทยาการจัดการสมัยใหม่*, 9(1), 31-45.
- \_\_\_\_\_. (2560). คะแนนการกำกับดูแลกิจการและปัจจัยที่มีบทบาทต่อมูลค่าธุรกิจบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจเทคโนโลยีมหานคร*, 14(1), 1-24.
- Alanazi, A.S. and Alhoqail, S.A. (2019). Corporate governance and firms stock returns in the emerging market. *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions*, 9(3), 66-73.

- AMT Solution. (2564). *การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance : CG)* [ออนไลน์]. ค้นเมื่อ 12 มกราคม 2564, จาก : <https://www.amtsolution.co.th/2019/01/05/>
- Owala, A.C. (2010). *Corporate governance and stock returns: Evidence from the S&P 500*. Master of science in economics and business administration. University of VAASA.
- Thai Institute of Directors. (2564). *ข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ* [ออนไลน์]. ค้นเมื่อ 12 มกราคม 2564, จาก : <https://www.thai-iod.com/th/index.asp>
- Turnacigil, S., Guler, H. and 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.