

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องการศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทกลุ่ม SET 100 หมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างสำเร็จลุล่วงได้ เนื่องจากได้รับคำปรึกษา แนวคิด และข้อเสนอแนะทางด้านวิชาการ จากผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช อาจารย์ที่ปรึกษาในการศึกษาอิสระครั้งนี้ อีกทั้งยังให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหาตลอดจนช่วยกำกับดูแลกระบวนการจัดทำการศึกษาฉบับนี้ให้สำเร็จตามกำหนดเวลารวมถึงรองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคติภา และผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทองที่ได้ให้คำแนะนำในส่วนของเนื้อหาและแนวทางการจัดทำการศึกษาฉบับนี้ ซึ่งผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

นอกจากนี้ผู้วิจัยต้องขอขอบคุณผู้เอื้อเฟื้อข้อมูลในการศึกษาวิจัยครั้งนี้จากกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ ตลอดจนขอขอบพระคุณคณาจารย์วิทยาลัยจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ และให้คำปรึกษาตลอดระยะเวลาการศึกษาของผู้วิจัย

รวมทั้งผู้วิจัยขอขอบพระคุณบิดา มารดา พี่น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อนๆ ที่ช่วยเหลือสนับสนุน และให้กำลังใจผู้วิจัยมาโดยตลอด สุดท้ายนี้ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจไม่มากนักน้อย และเป็นแนวทางต่อผู้ที่ทำการศึกษาเรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขอรับไว้และขออภัยมา ณ ที่นี้

นางสาวบัณฑิตา แสงมณีเสถียร

สารบัญ

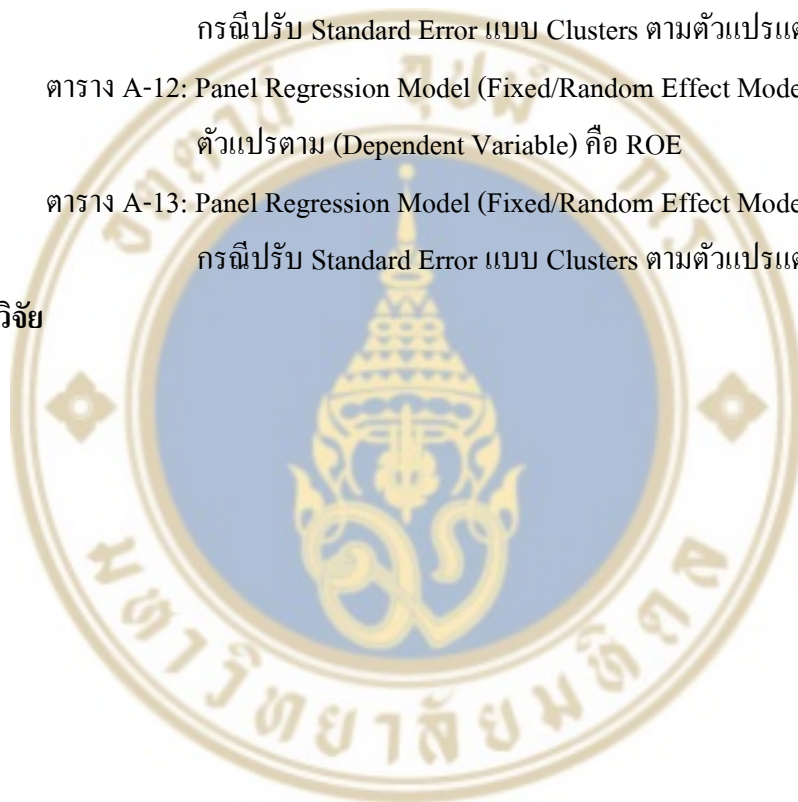
	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ช
สารบัญรูปภาพ	ณ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)	4
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)	8
บทที่ 3 ตัวแปร (Variables)	16
3.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)	16
3.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)	19
3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)	20
บทที่ 4 การจัดทำตัวชี้วัดระดับของการกำกับกิจการ	28
4.1 หลักเกณฑ์การวัดการกำกับดูแลกิจการในระดับสากล	28
4.2 หลักเกณฑ์การวัดการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย	29
4.3 หลักเกณฑ์การวัดการกำกับดูแลกิจการในรายงานการศึกษาวิจัยต่างๆ	31
บทที่ 5 หลักเกณฑ์การจัดทำตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการ	35
บทที่ 6 วิธีการวิจัย (Methodology)	38
6.1 สมมติฐานการวิจัย (Hypothesis)	38
6.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการดูแลกำกับกิจการ (Corporate Governance) และมูลค่ากิจการ (Firm Value)	39
บทที่ 7 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)	44
7.1 กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา	44
7.2 ข้อมูลที่ใช้และช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา	45

สารบัญ (ต่อ)

		หน้า
	7.3 แหล่งข้อมูลที่ใช้ทำการศึกษาและการเก็บรวบรวมข้อมูล	45
บทที่ 8	ผลการวิเคราะห์ข้อมูล (Empirical results)	46
	8.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นทางสถิติ (Descriptive statistics)	46
	8.2 การวิเคราะห์ระดับของการกำกับดูแลกิจการ	47
	8.3 การวิเคราะห์ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแล กิจการ (CG) และมูลค่ากิจการ (Firm Value)	49
บทที่ 9	สรุปผลการศึกษา (Conclusion)	64
บรรณานุกรม		72
ภาคผนวก		75
	ตาราง A-1: คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแล กิจการ (CG Index)	75
	ตาราง A-2: แสดงจำนวนคุณลักษณะ (Attributes) ทั้ง 17 ข้อ ที่จะใช้ในการจัดทำ PCA-based governance index	88
	ตาราง A-3: รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ณ สิ้นปี 2558	91
	ตาราง A-4: ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ	97
	ตาราง A-5: แสดงจำนวนคุณลักษณะ (Attributes) ทั้ง 10 ข้อ ที่จะใช้ในการจัดทำ PCA-based governance index	108
	ตาราง A-6 Correlation Matrix ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม	110
	ตาราง A-7: Correlation Matrix All Attributes	111
	ตาราง A-8: Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROA	112
	ตาราง A-9: Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROE	113

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
ตาราง A-10: Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROA	114
ตาราง A-11: Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) กรณีปรับ Standard Error แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัท	116
ตาราง A-12: Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROE	118
ตาราง A-13: Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) กรณีปรับ Standard Error แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัท	120
ประวัติผู้วิจัย	122



สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
3.1	สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบและทำนายเครื่องหมายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q	22
3.2	สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบและทำนายเครื่องหมายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการที่วัดโดย ROA	25
3.3	สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบและทำนายเครื่องหมายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการที่วัดโดย ROE	26
4.1	หลักเกณฑ์การพิจารณาเพื่อจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Score) ของ IOD ในปี 2558	30
6.1	สรุปตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's Q และ CG Index	41
6.2	สรุปตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ROE และ CG Index	42
6.3	สรุปตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ROE และ CG Index	43
8.1	แสดงการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของตัวแปร	47
8.2	เปรียบเทียบ CGI1/CGI2-index และ IOD Score	49
8.3	Fixed/Random Effect Model กรณีปรับ Standard Errors แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัท	53
8.4	Fixed/Random Effect Model by Dummy as IOD Scores กรณีปรับ Standard Error แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัท	56
8.5	แบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง CG index และ Tax Management	58
8.6	แบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง CG index และ Tax Management	60
8.7	แบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง CG index และ การบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย	61

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง		หน้า
8.8	Random Effect Model กรณีปรับ Standard Errors แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	63
9.1	ตารางสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ กรณี Tobin's Q	66
9.2	ตารางสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับการบริหารจัดการภาษี (Tax Management)	67
9.3	ตารางสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับระดับการบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Earnings Leverage) ของกิจการ	68
9.4	ตารางสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับระดับต้นทุนของหนี้ (Before-tax cost of debt) ของกิจการ	69
9.5	ตารางสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	70

สารบัญรูปภาพ

รูปภาพ	หน้า
4.1 ระดับคะแนนและสัญลักษณ์การจัดอันดับ CG Score โดย IOD	31



ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทในกลุ่ม SET100

หมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM VALUE OF THE TOP 100 COMPANIES
LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
INDUSTRY OF PROPERTY AND CONSTRUCTION

บัณฑิตา แสงมณีเสถียร 5850071

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., ผู้ช่วย
ศาสตราจารย์ นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D., รองศาสตราจารย์ ธาตรี จันทร์โคติกา, Ph.D.,

บทคัดย่อ

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) กับมูลค่ากิจการ (Firm Value) ของบริษัทในกลุ่ม SET100 ในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างโดยใช้แบบจำลองเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการที่ถ่วงด้วย Tobin's Q, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets) และ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) กับระดับของการกำกับดูแลกิจการด้วยเทคนิคแบบจำลองสมการถดถอยสำหรับข้อมูลที่เป็นพาแนล (Panel Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า เมื่อระดับของการกำกับดูแลกิจการสูงขึ้นจะส่งผลให้มูลค่ากิจการปรับสูงขึ้นด้วย

คำสำคัญ : การกำกับดูแลกิจการ/ มูลค่ากิจการ/ Tobin's Q/ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม/
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น/ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บทที่ 1

บทนำ

ในปัจจุบันการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) เป็นประเด็นที่ได้รับความนิยมอย่างกว้างขวางทั้งจากบริษัทจดทะเบียน ผู้ถือหุ้น ตลอดจนนักลงทุนโดยทั่วไป เนื่องจากเป็นที่ยอมรับกันว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ ทั้งในแง่ของการช่วยส่งเสริมประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และสร้างผลตอบแทนที่ดีแก่ผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังเป็นเครื่องมือสำหรับผู้บริหารในการส่งสัญญาณ (Signaling) ไปยังกลุ่มผู้ถือหุ้น นักลงทุน รวมถึงบุคคลภายนอกที่มีข้อมูลน้อยกว่า (Asymmetric Information) ได้รับความประทับใจจากนักลงทุนและช่วยลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ในมุมมองของผู้ถือหุ้น บริษัทจดทะเบียนจำนวนมากจึงให้ความสำคัญกับการพัฒนานโยบายการกำกับดูแลกิจการเพื่อให้ได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ดี ซึ่งถือเป็นมาตรฐานที่ยอมรับทั่วไปในระดับสากล ดังจะเห็นได้ว่าในปัจจุบันมีกองทุนที่ถูกจัดตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์ในการเลือกลงทุนเฉพาะบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการจัดอันดับว่ามีการกำกับกิจการในระดับที่ดีเลิศ จึงแสดงให้เห็นว่าหลักการกำกับดูแลกิจการเป็นเสมือนเครื่องมือสำคัญประการหนึ่งในการเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) กับมูลค่ากิจการ (Firm Value) ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 (ณ สิ้นปี 2558) มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ ทั้งนี้ คณะผู้วิจัยได้ทำการสร้างตัวแปรอิสระ ได้แก่ ดัชนีวัดระดับการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) ขึ้นมาใหม่ โดยใช้วิธีจัดเก็บข้อมูลคุณลักษณะ (Attributes) ของการกำกับดูแลกิจการของแต่ละบริษัทมาสร้างเป็นดัชนีเพื่อนำมาศึกษาความสัมพันธ์กับตัวแปรตามคือมูลค่ากิจการซึ่งในที่นี้จะใช้ตัวชี้วัด คือ Tobin's Q

นอกจากนี้แล้ว คณะผู้วิจัยยังได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของระดับการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการในทางบัญชี โดยใช้ตัวแปรตามอีก 2 ตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets) ผ่านปัจจัยการบริหารจัดการภาษี (Tax

Management) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) ผ่านปัจจัยการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Earning Leverage) โดยรายงานฉบับนี้จะแตกต่างจากรายงานการศึกษาเกี่ยวกับระดับของการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยที่ผ่านมาเช่นงานของนวลนภา อัครพุทธิพร และศิลาพร ศรีจันเพชร (2550), การดา พิศาลปิติ (2558), วรกมล เกษมทรัพย์ (2553) เป็นต้น ซึ่งส่วนใหญ่มักใช้ตัวแปร IOD CG Index โดยอ้างอิงข้อมูลการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Director: IOD) หรือใช้เพียงบางปัจจัยเป็นตัวแทนสะท้อนถึง CG Index เช่น จำนวนกรรมการบริษัท

สำหรับระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG index) ที่คณะผู้วิจัยได้จัดทำขึ้นนี้ อ้างอิงหลักเกณฑ์คุณลักษณะ (Attributes) การกำกับดูแลกิจการ จาก Governance Metrics International (GMI) ซึ่งเป็นองค์กรที่จัดอันดับการกำกับดูแลกิจการที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล ทั้งนี้ ในการจัดทำ CG Index ในที่นี้จะใช้วิธีสร้าง Index ออกมาเป็นร้อยละ (%) โดยกำหนดให้คุณลักษณะของแต่ละข้อที่เก็บข้อมูลมีน้ำหนักเท่ากัน (Equal Weight) ซึ่งจะสามารถสะท้อนผลความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกับมูลค่ากิจการได้ชัดเจนยิ่งขึ้น เมื่อเทียบกับ IOD CG Index ที่มีการแบ่งช่วงการจัดอันดับแบบกว้างเพียง 4 ระดับ (Non-rate, ดี, ดีมาก และ ดีเลิศ) จึงทำให้ช่วงระดับคะแนนของ IOD CG Index กว้างกว่า CG index ซึ่งจัดทำผลเป็นร้อยละ (%) ดังนั้นเมื่อนำ CG Index มาวิเคราะห์ความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ผลจะพบความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกับมูลค่ากิจการได้ชัดเจนกว่า IOD CG Index

รายงานการศึกษานี้ใช้เทคนิคแบบจำลองสมการถดถอยสำหรับข้อมูลที่เป็นภาคตัดขวางทางยาว (Panel Regression Analysis) เป็นแนวทางการศึกษาหลัก โดยข้อมูลที่ใช้ทำการศึกษาได้แก่ กลุ่มบริษัทจดทะเบียน SET100 (ณ สิ้นปี 2558) ในระหว่างปี 2549 ถึง 2558 ผลการศึกษาพบว่า เมื่อระดับของการกำกับดูแลกิจการสูงขึ้นก็จะส่งผลให้มูลค่ากิจการปรับสูงขึ้นด้วย สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ และทฤษฎีตัวแทน เมื่อพิจารณาถึงปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อมูลค่ากิจการพบว่า ปัจจัยสัดส่วนกระแสเงินสด เงินลงทุนระยะสั้น ต่อสินทรัพย์รวม และสัดส่วนงบลงทุนในกิจการ ล้วนเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการโดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีสัดส่วนของกระแสเงินสด เงินลงทุนระยะสั้น ต่อสินทรัพย์รวม และสัดส่วนงบลงทุนในกิจการปรับเพิ่มขึ้นก็จะส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นด้วย

สำหรับการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG index) กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ผ่านปัจจัยการบริหารจัดการภาษี และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นผ่านปัจจัยการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย จะพบว่าระดับการกำกับดูแล

กิจการมีความสัมพันธ์กับการบริหารจัดการภายในและการบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยปัจจัยการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับการกำกับดูแลกิจการ กล่าวคือ เมื่อระดับของการกำกับกิจการดีขึ้นส่งผลให้การบริหารจัดการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยของกิจการดีขึ้น ทำให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นปรับเพิ่มขึ้นด้วย อย่างไรก็ตาม ปัจจัยการบริหารจัดการภายในมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม โดยเมื่อระดับของการกำกับกิจการดีขึ้น ทำให้อัตรารายได้ที่บริษัทจ่ายเพิ่มขึ้นหรือบริษัทมีการจ่ายภาษีถูกต้องตามอัตราที่กฎหมายกำหนดไว้ ส่งผลถึงอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่จะปรับลดลงด้วย

รายงานฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็น 9 ส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review), ตัวแปร (Variables), การจัดทำตัวชี้วัดระดับของการกำกับกิจการ, หลักเกณฑ์การจัดทำตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการ, วิธีการทางสถิติ (Methodology), ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data), ผลการวิเคราะห์ข้อมูล (Empirical Results) และสรุปผลการศึกษา (Conclusion)



บทที่ 2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

ในการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการและมูลค่าของกิจการ กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 (ณ สิ้นปี 2558) มีทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังต่อไปนี้

2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

Jensen & Meckling (1976) ได้อธิบายถึงปัญหาของความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของเงินทุน (Principal) และฝ่ายจัดการซึ่งเป็นตัวแทน (Agent) ในการบริหารงานของกิจการ ความสัมพันธ์ของตัวแทนจะเกิดขึ้นเมื่อผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของเงินทุนแต่งตั้งฝ่ายจัดการขึ้นมาเป็นตัวแทนในการกระทำการเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ซึ่งตราบใดที่ฝ่ายจัดการสามารถบริหารจัดการกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพพร้อมกับการสร้างประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายจัดการก็จะยังราบรื่น ไม่มีปัญหาขัดแย้งกัน แต่เมื่อใดที่วัตถุประสงค์ในการบริหารจัดการของฝ่ายจัดการไม่ได้ก่อให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น จึงเป็นที่มาของการเกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้น (Conflict of Interest) เนื่องจากฝ่ายจัดการบริหารงานในลักษณะที่เอื้อผลประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าที่จะบริหารงานเพื่อประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น

การที่ผู้ถือหุ้นได้มีการแต่งตั้งฝ่ายบริหารเป็นตัวแทนในการบริหารงาน ทำให้เกิดการแบ่งแยกระหว่างฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นที่มาของปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน (Agency Problem) เนื่องจากการเข้าถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) เพราะฝ่ายจัดการจะรับรู้ข้อมูลข่าวสารและผลการดำเนินงานได้ดีกว่าผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่สามารถมั่นใจได้ว่าฝ่ายจัดการนั้นได้ปฏิบัติงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือไม่ รวมไปถึงในกรณีที่ผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้นไม่สอดคล้องกันก็จะเกิดปัญหาของตัวแทนได้เช่นกัน

ปัญหาที่เกิดจากองค์กรที่มีการแบ่งแยกระหว่างผู้บริหารและเจ้าของ มีดังต่อไปนี้

2.1.1.1 การขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ซึ่งเป็นการเห็นแก่ผลประโยชน์ส่วนตัวจนไปขัดแย้งต่อหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายแล้วทำให้ประโยชน์ของกิจการเสียไป

2.1.1.2 ปัญหา Moral Hazard เป็นปัญหาที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจว่าตัวแทนหรือคณะกรรมการที่เลือกเข้ามาแล้วนั้น ได้ใช้ความพยายามสูงสุดในการทำงานหรือไม่ หรือทำงานเต็มประสิทธิภาพหรือไม่

2.1.1.3 ปัญหา Adverse Selection เป็นปัญหาที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจว่าตัวแทนหรือคณะกรรมการที่เลือกเข้ามาแล้วนั้น จะมีความสามารถในการบริหารงานได้สอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่

2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory)

Michael Spence (1973) ได้กล่าวถึงจุดที่เกิดดุลยภาพของการส่งสัญญาณ (Signaling Equilibrium) กิจการที่ดีสามารถแยกตัวเองออกมาจากกิจการทั้งหมดได้โดยการส่งสัญญาณที่น่าเชื่อถือไปยังนักลงทุน การส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนกิจการจะต้องมีความมั่นใจในระดับหนึ่งว่าผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการจะไปในทิศทางที่ดี กิจการที่ไม่มีความมั่นใจในผลการดำเนินงานจะไม่เลือกที่จะส่งสัญญาณด้วยวิธีนี้ เนื่องจากจะมีความเสี่ยงที่กิจการจะได้รับผลกระทบจากการส่งสัญญาณดังกล่าว เช่น ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อกิจการลดลงเมื่อนักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารว่าผลประโยชน์การไม่ดีอย่างที่คาด จึงไม่คุ้มค่าสำหรับบริษัทที่ไม่ดีที่จะเลือกส่งสัญญาณเพื่อลวงนักลงทุนเพียงแค่ชั่วระยะเวลาหนึ่งด้วยวิธีนี้

ในโลกแห่งความเป็นจริงตลาดไม่ได้มีความสมบูรณ์และนักลงทุนแต่ละคนไม่ได้มีข้อมูลที่เท่าเทียมกัน ผู้บริหารย่อมจะมีข้อมูลข่าวสารมากกว่านักลงทุน ผู้บริหารจึงใช้ผลของการกำกับดูแลกิจการที่กิจการได้รับการจัดอันดับที่ดีเป็นเครื่องมือในการส่งข้อมูลข่าวสารไปยังนักลงทุน เพื่อให้ให้นักลงทุนมีความมั่นใจในระดับหนึ่งว่ากิจการได้มีการบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และในอนาคตของกิจการน่าจะไปในทิศทางที่ดีเช่นกัน เมื่อนักลงทุนเห็นว่ากิจการมีการกำกับดูแลที่ดี ย่อมเปลี่ยนมุมมองที่มีต่อกิจการใหม่ ดังนั้นหากกิจการได้รับการจัดอันดับที่ลดลง นักลงทุนจะยอมเข้าใจว่าความสามารถในการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ รวมไปถึงความโปร่งใสและตรวจสอบได้ของกิจการนั้นลดลงตามอันดับที่ได้รับจากหน่วยงานการจัดอันดับ

2.1.3 แนวคิดของหลักการกำกับดูแลกิจการ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2559) กล่าวว่าแนวคิดของหลักการกำกับดูแลกิจการมาจากกรณีที่ประชาชนส่วนใหญ่ไม่สามารถเข้าร่วมบริหารจัดการบริษัทได้อย่างใกล้ชิด จึงต้องแต่งตั้งบุคคลที่ไว้วางใจให้เป็นกรรมการ เพื่อเข้าไปควบคุมดูแลผู้บริหารบริษัทอีกทอดหนึ่ง การที่จะเกิดความมั่นใจและไว้วางใจกันเป็นทอด ๆ เช่นนี้ได้ ก็จะต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีบริหารจัดการกิจการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย กรรมการต้องทำหน้าที่เพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัท และผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่ ดูแลผู้บริหารและฝ่ายจัดการให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับเงินลงทุนที่ใส่เข้ามาในบริษัท ในขณะเดียวกันก็ต้องให้สิทธิผู้ถือหุ้นรับทราบข้อมูลของบริษัท ตัดสินใจในเรื่องสำคัญ รวมถึงตรวจสอบการทำงานของกรรมการและผู้บริหาร

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนแบ่งออกเป็น 5 หมวด ซึ่งสอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) ดังนี้

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น (Rights of shareholders) ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัทบริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน
2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (Equitable treatment of shareholders) ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย
3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (Role of stakeholders) ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ
4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and transparency) คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ

5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Responsibilities of the Board) คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ

2.1.4 แนวคิดในการประเมินมูลค่ากิจการ สามารถแบ่งออกได้ 3 หลักการตาม Damodaran (2012) ดังนี้

2.1.4.1 การประเมินมูลค่ากิจการจากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ทั้งหมดนำมาหามูลค่าปัจจุบัน (Net Present Value) ของกิจการ โดยปัจจัยสำคัญที่จะส่งผลให้กิจการมีมูลค่าสูง ได้แก่

- การมีต้นทุนทางการเงิน (Cost of Equity และ Cost of Debt) ในระดับต่ำ
- กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ที่กิจการคาดว่าจะได้รับจากการมีผลการดำเนินงาน (Performance) และความสามารถในการทำกำไรที่ดี
- อัตราการเติบโต (g) ของกิจการอยู่ในระดับสูง

2.1.4.2 การประเมินมูลค่ากิจการแบบวิธีสัมพัทธ์ (Relative Valuation) โดยพิจารณาจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ที่มีลักษณะเหมือนกันกับสินทรัพย์ที่ทำการประเมิน วิธีนี้ได้รับความนิยมอย่างแพร่หลาย เนื่องจากเป็นวิธีนี้ได้อ้างอิงจากมูลค่าตลาดทำให้สะท้อนความคิดเห็นเกี่ยวกับมูลค่าของกิจการในตลาดปัจจุบัน ได้แก่

- ตัวทวีคูณกำไร (Earnings Multiples) เช่น อัตราส่วนราคาต่อกำไร (Price/Earnings Ratio) และ มูลค่ากิจการ/กำไรก่อนจ่ายภาษี, ดอกเบี้ย, ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย (Value/EBITDA)
- ตัวทวีคูณมูลค่าทางบัญชี (Book Value Multiple) เช่น มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (Price to Book Value Ratio) และ Tobin's Q
- ตัวทวีคูณรายได้ (Revenue Multiple) เช่น ราคาหุ้นต่อรายได้ต่อหุ้น (Price/Sales Ratio)

2.1.4.3 การประเมินมูลค่ากิจการโดยประยุกต์ใช้หลักการแบบมูลค่าตราสารอนุพันธ์ (Contingent Claim Valuation) โดยมูลค่าของสินทรัพย์ที่มีลักษณะคล้ายกับสัญญาตราสารอนุพันธ์ จะมีมูลค่ามากกว่ามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดการณ์ว่าจะได้รับขึ้นอยู่กับเหตุการณ์ที่ตกลงไว้ในสัญญาตราสารอนุพันธ์ว่าเกิดขึ้นหรือไม่ ซึ่งมูลค่าสัญญาตราสารอนุพันธ์สามารถนำมาประยุกต์ใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการได้

ทั้งนี้งานวิจัยนี้ได้เลือกวิธีการประเมินมูลค่ากิจการด้วยวิธีสัมพัทธ์ (Relative Valuation) โดยใช้ Tobin's Q ซึ่งเป็นตัวชี้วัดมูลค่ากิจการทางการตลาด รวมถึงพิจารณามูลค่ากิจการในทางบัญชี ผ่านตัวชี้วัดอีก 2 ปัจจัย ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity)

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

ที่ผ่านมา มีงานศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับระดับของการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ ตลอดจนผลการดำเนินงานของกิจการทั้งในประเทศและต่างประเทศเป็นจำนวนมาก คณะผู้วิจัยจึงได้รวบรวมผลการศึกษาต่างๆ โดยสามารถแบ่งประเภทของการศึกษาได้เป็น 3 กลุ่ม ดังนี้

2.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการที่อ้างอิงจากมูลค่าทางตลาดกับระดับของการกำกับดูแลกิจการ

ในงานต่างประเทศมีข้อสรุปค่อนข้างสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกันว่า การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ที่ดีจะส่งผลให้บริษัทมีมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่ดีขึ้นด้วย ดังนี้

Gompers, Ishii and Metrick (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ โดยใช้จำนวนกลุ่มตัวอย่าง 1,500 บริษัทในสหรัฐอเมริกาในช่วงระหว่างปี 1991 ถึง 1999 ผู้วิจัยได้ใช้ข้อมูลจาก Responsibility Research Center (IRRC) มาสร้างเป็นดัชนีวัดการกำกับดูแลกิจการ (Governance Index: G Index) 24 ข้อ โดยจะใช้ G Index เป็นตัวแทนของระดับการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งจะแบ่งออกเป็น 5 กลุ่ม ดังนี้ การออกคะแนนเสียง ความคุ้มครอง ข้อกฎหมาย การป้องกันการครอบครองกิจการและการครอบครองกิจการแบบไม่เป็นมิตร โดยงานวิจัยได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง G Index กับมูลค่ากิจการ โดยใช้ Tobin's Q ในการคำนวณมูลค่ากิจการ และตัวแปรควบคุมคือมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์และขนาดของธุรกิจ ซึ่งผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่ให้สิทธิผู้ถือหุ้นน้อย หรือมีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำจะส่งผลให้มีการดำเนินการที่ต่ำตามไปด้วย ในขณะที่บริษัทที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นมากจะมีมูลค่ากิจการสูง ผลกำไรสูง อัตราการเติบโตของยอดขายสูง ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงแต่ไม่ได้เป็นผู้บริหารจะมีมูลค่ากิจการสูง ในขณะที่บริษัทที่เน้นโครงสร้างการบริหารโดยเจ้าของจะมีมูลค่ากิจการต่ำกว่า นอกจากนี้การที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงแต่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร

จำนวนมากนั้น จะทำให้ผู้ลงทุนมีความมั่นใจว่าสิทธิของตนในบริษัทจะได้รับการปกป้องจากบุคคลเหล่านี้เนื่องจากเหตุผลที่ว่าถึงแม้บุคคลเหล่านี้จะไม่ได้เป็นผู้บริหาร แต่พวกเขาก็มีอิทธิพลอย่างมากในการตัดสินใจของบริษัทเนื่องจากมีหุ้นจำนวนมากทำให้มีจำนวนเสียงในการลงมติและมีอิทธิพลในการออกเสียงในการประชุมมาก นอกจากนี้ยังเปรียบเสมือนว่ามีกลไกควบคุมจากภายนอก จึงส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น

Brown and Caylor (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการในประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 1,868 บริษัท สำหรับปี 2003 โดยใช้ผลการกำกับดูแลกิจการจาก Institutional Shareholder Services (ISS) มาจัดทำเกณฑ์กำกับดูแลกิจการ 51 ข้อ โดยคำนึงถึงปัจจัยภายในและภายนอกบริษัทและใช้ Tobin's Q ในการคำนวณมูลค่ากิจการ ซึ่งจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทพบว่าบริษัทที่มีผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะมีผลการดำเนินงานที่ดี ในขณะที่บริษัทที่มีผลการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดีจะมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี นอกจากนี้พบว่าบริษัทที่ตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการทั้งในด้านความเป็นธรรมและความเสมอภาคจะมีมูลค่ากิจการที่ดีขึ้น

Aggarwal, Erel, Stulz and Williamson (2009) ได้ทำการศึกษาการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ โดยได้ทำการศึกษาบริษัทขนาดใหญ่ จำนวน 7,530 บริษัท ใน 23 ประเทศ ในปี 2005 โดยจัดทำเกณฑ์การวัดผลสำหรับการกำกับดูแลกิจการ 44 ข้อ ซึ่งได้อ้างอิงมาจาก Institutional Shareholder Services (ISS) โดยผู้วิจัยได้ใช้ Tobin's Q เป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงมูลค่าของกิจการ ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่ลงทุนและให้ความสนใจในเรื่องการกำกับดูแลกิจการจะมีมูลค่าของกิจการสูงกว่าบริษัทที่ไม่ให้ความสนใจในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ผลการศึกษายังพบว่าผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Minority shareholder) จะได้รับประโยชน์จากการที่บริษัทให้ความสนใจในการกำกับดูแลกิจการเพิ่มมากขึ้น แต่ผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารกิจการ (Controlling shareholder) จะไม่ได้รับประโยชน์จากการที่บริษัทให้ความสนใจในการกำกับดูแลกิจการ

Chhaochharia and Laeven (2009) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่าของกิจการ โดยใช้ข้อมูลของบริษัทขนาดใหญ่ จำนวน 6,134 บริษัท ใน 23 ประเทศ ในช่วงเวลา 3 ปี ระหว่างปี 2003 ถึง 2005 โดยใช้ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการจาก Institutional Shareholder Services (ISS) มาจัดทำเกณฑ์กำกับดูแลกิจการ 17 ข้อและใช้ Tobin's Q เป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงมูลค่าของกิจการ นอกจากนี้งานวิจัยได้ใช้ขนาดของกิจการ การเติบโตของยอดขายในอดีต อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สินและเงินทุนที่ต้องดำรงไว้มาเป็นตัวแปรควบคุม โดยผลศึกษาพบว่าบริษัทที่ปฏิบัติตามแนวทางการกำกับกิจการที่ดีและมีการพัฒนาบริษัทให้เป็นตามแนวทางการกำกับ

กุแลกิจการที่ดีอย่างสม่ำเสมอ จะมีผลทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องตามการพัฒนาในด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี

Ammanna, Oesch and Schmid (2011) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าของกิจการ จำนวน 6,663 บริษัทใน 22 ประเทศ ระหว่างปี 2003 ถึง 2007 เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการกับการกำกับดูแลกิจการ โดยงานวิจัยได้กำหนดหลักเกณฑ์สำหรับดัชนีการกำกับดูแลขึ้นมา 64 ข้อ แบ่งออกได้เป็น 6 หมวดหมู่ ซึ่งได้อ้างอิงตาม Governance Metrics International นอกจากนี้งานวิจัยดังกล่าวได้มีการจัดทำดัชนีแบ่งออกเป็น 3 ดัชนี โดยผู้วิจัยได้ใช้ Tobin's Q ในการวัดมูลค่าของกิจการ นอกจากนี้ผู้วิจัยยังได้มีการหาความสัมพันธ์ระหว่างการรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) และมูลค่าของกิจการเพิ่มเติม จากผลการวิจัยนี้พบถึงความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างมูลค่าของกิจการกับการกำกับดูแลกิจการและความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งแสดงให้เห็นว่าหากบริษัทใดที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีความรับผิดชอบต่อสังคมจะส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าของกิจการที่ดีเช่นกัน

ทั้งนี้เป็นที่น่าสังเกตว่ามีบางงานวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ เช่น Beiner, Drobetz, Schmid and Zimmermann (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในปี 2002 จำนวน 235 บริษัท โดยเกณฑ์การพิจารณาการกำกับดูแลกิจการอ้างอิงจาก The Swiss Performance Index มี 5 กลไก ได้แก่ ความมุ่งมั่นในการกำกับดูแลกิจการ สิทธิของผู้ถือหุ้น ความโปร่งใส คณะกรรมการและผู้บริหาร และการตรวจสอบและการรายงาน โดยใช้ค่า Tobin's Q เป็นตัววัดมูลค่าของกิจการ การศึกษาพบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ กล่าวคือกิจการใดที่มีขนาดของคณะกรรมการตามเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการจะมีมูลค่ากิจการสูงกว่ากิจการที่ไม่เป็นไปตามเกณฑ์ของการกำกับดูแลกิจการ สำหรับตัวแปรอื่นๆ พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าของกิจการ

Pham, Suchard and Zein (2007) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทในประเทศออสเตรเลีย จำนวน 150 บริษัทที่มีจำนวนเงินทุนมากที่สุด ตั้งแต่ปี 1994 ถึง 2003 เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการโดยดูจาก Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) กับการกำกับดูแลกิจการโดยใช้ตัวแปรในการวัดผล 3 ตัวคือ สัดส่วนความเป็นอิสระของกรรมการและขนาดของคณะกรรมการ จำนวนผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลภายใน และจำนวนผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลภายนอก ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการและกลไกการกำกับดูแลกิจการ อีกทั้ง Tobin's Q และ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ยังไม่สามารถเชื่อมโยง หรือหาผลกระทบไปยังกลไกของการกำกับ

ดูแลกิจการได้ สาเหตุของความไม่สัมพันธ์ครั้งนี้ ผู้วิจัยได้อธิบายว่าในการทำวิจัยประเภทนี้ การควบคุมปัจจัยภายในที่มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการนั้นทำได้ยากเนื่องจากมีปัจจัยหลายตัวและยากต่อการควบคุม และปัจจัยเหล่านั้นถูกทำนายว่าเกิดมาจากตัวแปรสาเหตุอื่น ๆ ซึ่งไม่สามารถนำมาวิเคราะห์ได้ทั้งหมดอย่างธุรกิจบางประเภทมีลักษณะเฉพาะ เช่น สถาบันการเงินหรือบริษัทเงินทุน ประกอบกับทั้ง Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์นั้น ล้วนแล้วแต่เป็นตัวแปรที่แปรผันตามปัจจัยภายนอกทั้งสิ้น ซึ่งแม้จะทำการปรับเพื่อลดปัจจัยภายนอกออกไปก็ไม่สามารถทำได้ทั้งหมด

งานศึกษาในประเทศไทย ได้แก่นงานของ นวลนภา อัครพุทธิพร และศิลปพร ศรีจันทเพชร (2550) ศึกษาว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประเมินว่ามีการกำกับดูแลกิจการอยู่ในช่วงคะแนนที่สูง จะส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าของกิจการที่สูงกว่ากิจการที่ได้รับผลการประเมินในช่วงที่ต่ำกว่าหรือไม่ โดยใช้ข้อมูลปี 2549 จากผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากทางสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) มาใช้ในการประมวลผลสำหรับการกำกับดูแลกิจการ โดยที่ผู้วิจัยได้นำ Tobin's Q มาเป็นเครื่องมือในการหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าของกิจการ ผลงานวิจัยพบว่าบริษัทที่ได้รับการประเมินให้มีช่วงคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สูงกว่าจะมีค่าเฉลี่ย Tobin's Q สูงกว่าบริษัทในกลุ่มที่ได้คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำกว่า

2.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกิจการกับระดับของการกำกับดูแลกิจการ

สำหรับงานศึกษาโดยส่วนใหญ่พบว่ามีบางปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการเท่านั้น ที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) ของบริษัท ดังนี้

Lehman and Weigand (2000) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเหมาะสมของโครงสร้างขนาดองค์กรและจำนวนคณะกรรมการเป็นตัวแทนของการมีการกำกับดูแลกิจการ กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ของบริษัทในกลุ่มธุรกิจเหมืองแร่และอุตสาหกรรมการผลิตประเทศเยอรมัน จำนวน 361 บริษัท ระหว่างปี 1991 – 1996 โดยพบว่าหากบริษัทมีขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่เหมาะสมกับขนาดของกิจการแล้วย่อมส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น

ฉินนันท์ จันทรเขตต์ (2554) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 รวมระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี 2551 ถึง 2553 มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 80 บริษัท

โดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (Return on Asset: ROA) แทนผลการดำเนินงานของบริษัท โดยตัวแปรสำหรับการกำกับดูแลกิจการที่ใช้ในการศึกษามี 5 ตัวแปร ประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริหารและการควบตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการในคนเดียวกัน การศึกษาพบว่า มีเพียง 3 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกและการควบตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการในคนเดียวกัน มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการดำเนินงาน สำหรับตัวแปรอื่น ๆ พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ศศิวิมล มีอำพล และศรายุทธ เรืองสุวรรณ (2553) ได้ทำการศึกษาว่าบรรษัทภิบาลจะช่วยยกระดับผลการดำเนินงานของกิจการได้จริงหรือไม่ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนหมวดอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 25 บริษัท โดยผู้วิจัยจัดเก็บข้อมูล ณ สิ้นงวดปี 2550 ถึง 2552 โดยตัวแปรอิสระคือระดับของบรรษัทภิบาลของกิจการตามกรอบแนวคิดขององค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (OECD) ซึ่งเป็นต้นแบบสากลสำหรับการยึดเป็นแนวในการพิจารณาบรรษัทภิบาลของกิจการ ประกอบด้วย สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อย อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด จำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัท และตัวแปรตามคือผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยใช้วิธีการทางสถิติประเภทการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ผลการทดสอบแสดงให้เห็นว่าการที่กิจการนำหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการตามหลักการบรรษัทภิบาลของ OECD มาใช้นั้นกลับไม่ส่งเสริมผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยเฉพาะอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแม้แต่น้อย

2.2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการในทางตลาด และผลการดำเนินงานของกิจการกับระดับของการกำกับดูแลกิจการ

สำหรับงานศึกษาค้นคว้าก่อนข้างสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกันว่า การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะส่งผลให้บริษัทมีมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่ดีขึ้นด้วย

Klapper and Love (2004) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศกำลังพัฒนา จำนวนบริษัททั้งสิ้น 374 บริษัทใน 14 ประเทศทั่วโลก ในปี 2000 โดยใช้ผลการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการ ที่จัดทำโดย สถาบัน Credit Lyonnais

Securities Asia (CLSA) ซึ่งประกอบด้วย 7 ส่วน ดังนี้ ลักษณะของคณะกรรมการ ระเบียบของฝ่ายบริหาร ความโปร่งใส ความอิสระ ความรับผิดชอบ ความเสมอภาค และความตระหนักทางสังคม ในส่วนของผลการดำเนินงานของบริษัทคำนวณโดยใช้ค่า Tobin's Q และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (Return on Assets) ซึ่งผลการศึกษาค้นคว้าพบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกของการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นแสดงให้เห็นว่าการที่บริษัทจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น

Kyereboach and Beikpe (2002) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กานาจำนวน 16 บริษัท ระหว่างปี 1990 – 2001 โดยงานวิจัยได้กำหนดหลักเกณฑ์สำหรับดัชนีการกำกับดูแลขึ้นมา 3 หมวดหมู่ ดังนี้ (1) ขนาดคณะกรรมการในบริษัท (2) สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (3) การรวบรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในคนเดียวกัน ในส่วนของผลการดำเนินงานของบริษัทคำนวณโดยใช้ค่า Tobin's Q, อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sale Growth Rate) ผลการศึกษาค้นคว้าพบว่ามีบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นด้วย

Haniffa and Hudaib (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กัวลาลัมเปอร์ (The Kuala Lumpur Stock Exchange) จำนวน 347 บริษัท ระหว่างปี 1996-2000 โดยงานวิจัยได้กำหนดหลักเกณฑ์สำหรับดัชนีการกำกับดูแลขึ้นมา 6 หมวดหมู่ ดังนี้ (1) ขนาดคณะกรรมการในบริษัท (2) สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (3) การรวบรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในคนเดียวกัน (4) สัดส่วนของกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการบริษัทมากกว่าหนึ่งแห่ง (5) สัดส่วนของจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นใหญ่ 5 อันดับแรก และ (6) สัดส่วนของจำนวนหุ้นที่ถือโดยกรรมการบริหารของบริษัท ในส่วนของผลการดำเนินงานของบริษัทคำนวณโดยใช้ค่า Tobin's Q และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (Return on Assets) ผลการศึกษาค้นคว้า พบว่า ขนาดคณะกรรมการในบริษัท และสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นใหญ่ 5 อันดับแรก มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงาน ส่วนการรวบรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในคนเดียวกัน มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดโดย Tobin's Q โดยสัดส่วนของกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งกรรมการบริษัทมากกว่าหนึ่งแห่ง และสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่ถือโดยกรรมการบริหารของบริษัท มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด ทั้งนี้ สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

Bhagat และ Black (2002) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทมหาชนในประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 934 บริษัท ระหว่างปี 1985 - 1995 โดยใช้ข้อมูลโครงสร้างของคณะกรรมการ (Board Composition) จาก Institutional Shareholder Services (ISS) มาสร้างเป็นดัชนีวัดการกำกับดูแลกิจการ ในส่วนของผลการดำเนินงานของบริษัทคำนวณโดยใช้ค่า Tobin's Q, อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (Return on Assets), อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Ratio of sales to assets), และอัตราผลตอบแทนของหุ้น (Market adjusted stock price returns) ซึ่งผลการศึกษพบว่ามีความสัมพันธ์กันในเชิงลบ ดังนั้นแสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่มากกว่าไม่ได้ทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีกว่ากิจการอื่นๆ

วรกมล เกษมทรัพย์ (2553) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้รับการเสนอไว้ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CRG) ซึ่งมีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในปี พ.ศ.2551 และ 2552 จำนวน 293 บริษัท และได้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณในการทดสอบโดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวชี้วัดในมุมมองบัญชี และ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดในมุมมองของตลาด โดยตัวแปรอิสระประกอบด้วยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระจากภายนอกในคณะกรรมการบริษัท ขนาดของคณะกรรมการบริษัท จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทต่อปี การควมรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่ และประธานกรรมการในคนเดียวกัน และระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากรายงาน CRG ผลการศึกษาพบว่าผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการนั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งวัดโดย Tobin's Q และ ROE

การดา พิศาลปิติ (2558) ได้ทำการศึกษาผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ในปีพ.ศ. 2549, 2551, 2552, 2553 และ 2554 โดยศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีคะแนนอยู่ในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” ในส่วนของการคำนวณหาอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการศึกษาคือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (ROA), อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE), และอัตราหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROA มีทั้งสิ้น 3 ตัวแปร คือ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ และจำนวนครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการของบริษัท และวัดโดย ROE มีทั้งสิ้น 4 ตัวแปร นั่นคือ คะแนนการประเมินการกำกับดูแล กิจการที่ดี สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ การควมรวม

ตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ และจำนวนครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการของ บริษัท นอกจากนี้ ยังพบอีกว่าถ้าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้รับคะแนนการประเมิน การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้มีผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROA และ ROE มีค่าที่ สูงกว่าบริษัทที่ได้รับคะแนนการประเมินในระดับที่ต่ำกว่า

ทั้งนี้ จากการศึกษาเชิงประจักษ์ (Emperical Studies) เกี่ยวกับความสัมพันธ์ของมูลค่า กิจการและระดับของการกำกับดูแลกิจการข้างต้น โดยเฉพาะในต่างประเทศมีข้อสรุปค่อนข้าง สอดคล้องไปในทิศทางเดียวกันว่า การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ที่ดี จะส่งผลให้บริษัทมีมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่ถูกวัดโดย Tobin's Q, อัตราผลตอบแทนจาก สินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ดีขึ้นด้วย



บทที่ 3

ตัวแปร

ในการศึกษาได้แบ่งตัวแปรหลักออกเป็น 3 กลุ่มได้แก่ ตัวแปรตาม (Dependent Variables) ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) และตัวแปรควบคุม (Control Variables) โดยมีรายละเอียด ดังนี้

3.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

ตัวแปรตามหรือ Dependent Variables ในรายงานการศึกษานี้จะหมายถึงตัวแปรซึ่งใช้ในการชี้วัดมูลค่ากิจการ (Firm Value) ได้แก่

3.1.1 Market-based Measurement ประกอบด้วย Tobin's Q

3.1.1.1 Tobin Q มีวิธีการคำนวณ ดังนี้

Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย James T. Tobin นักเศรษฐศาสตร์ชาวอเมริกัน เจ้าของรางวัลโนเบลในปี ค.ศ. 1981 ซึ่งทฤษฎี Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานทางการตลาดที่เป็นที่ยอมรับในระดับสากล เนื่องจากเป็นอัตราส่วนที่มีการผสมผสานกันระหว่างมูลค่าทางบัญชีและมูลค่าทางการตลาดขององค์กรซึ่งจะสะท้อนสภาพการณ์ในปัจจุบันของบริษัทได้เป็นอย่างดี โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$Tobin\ Q = \frac{\text{Market Value of Asset}}{\text{Replacement Cost of Asset}}$$

ซึ่งการคำนวณต้นทุนทดแทน (Replacement Cost) นั้นมีความยุ่งยากในการประมาณการ ดังนั้นนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่จึงนิยมใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Book Value of Asset) แทนการใช้มูลค่าสินทรัพย์ที่คำนวณด้วยต้นทุนทดแทน ดังนั้นงานศึกษานี้จึงใช้สูตรของ Damodaran (2012) ในการคำนวณ Tobin's Q ซึ่งมีการคำนวณดังนี้

$$\text{Tobin } Q = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Book Value of Debt}}{\text{Book Value of Asset}}$$

3.1.2 Accounting-based Measurement ประกอบด้วย ROA และ ROE ซึ่งวิเคราะห์ผ่านองค์ประกอบตามหลักการของ Dupont Analysis (Brigham & Ehrhardt, 2009, p. 107).

3.1.2.1 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ซึ่งปัจจัยย่อยเหล่านั้นประกอบด้วย อัตรากำไร (Profit Margin), การเปลี่ยนแปลงอัตราภาษี (Tax Change), ความสามารถในการบริหารจัดการภาษี (Tax Management) และ อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover) มีรูปสมการ ดังนี้

$$\text{ROA} = \text{Profit Margin} \times \text{Tax Change} \times \text{Tax Management} \times \text{Total Assets Turnover}$$

โดยที่

<i>Profit Margin</i>	คำนวณจาก $\frac{\text{EBIT}(1-T_S)}{\text{Sales}}$
<i>Tax Change</i>	คำนวณจาก $\frac{\text{EBIT}(1-T_S)}{\text{EBIT}(1-T_B)}$
<i>Tax Management</i>	คำนวณจาก $\frac{\text{EBIT}(1-T_A)}{\text{EBIT}(1-T_S)}$
<i>Total Assets Turnover</i>	คำนวณจาก $\frac{\text{Sales}}{\text{Average Total Assets}}$

ROA คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

T_A คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่กิจการจ่ายจริง

T_B คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในกฎหมายภาษีอากร ณ ปีฐาน

T_S คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในกฎหมายภาษีอากร ณ ปีนั้นๆ

จากการถอดรูป Dupont Analysis ของสมการ ROA จะพบว่า 4 องค์ประกอบข้างต้นคือปัจจัยที่ส่งผลต่อ ROA ของกิจการ ซึ่งคณะผู้วิจัยได้เลือกเฉพาะปัจจัยความสามารถในการบริหารจัดการภาษี (**Tax Management**) มาเป็นตัวแทนเพื่อสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงของ ROA กล่าวคือใช้เฉพาะองค์ประกอบทางด้าน Tax Management เป็นตัวแปรตามเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ROA และ CG Index ทั้งนี้ เนื่องจากองค์ประกอบของ ROA อีก 2 ปัจจัย ได้แก่ ระดับของ Profit

Margin และ Total Assets Turnover ของกิจการนั้นเกิดจากองค์ประกอบย่อยอีกหลายๆ ปัจจัยซึ่งต้องทำการศึกษาโดยละเอียดต่อไป

พิจารณาผ่านองค์ประกอบ **Tax Management** โดยเป็นค่า Tax Management ซึ่งมีวิธีการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Tax Management} = \left(\frac{(1-T_A)}{(1-T_S)} \right)$$

โดยที่

T_A คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่กิจการจ่ายจริง

T_S คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในกฎหมายภาษีอากร

3.1.2.2 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งปัจจัยย่อยเหล่านั้นประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA), การบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Earning Leverage) และ โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Leverage) มีรูปสมการ ดังนี้

$$\text{ROE} = \text{ROA} \times \text{Earning Leverage} \times \text{Capital Structure Leverage}$$

โดยที่

ROA คำนวณจาก $\frac{\text{Net Operating Profit After Tax}}{\text{Average total Assets}}$

Earning Leverage คำนวณจาก $\left(\frac{\text{Net Income}}{\text{EBIT}(1-T)} \right)$

Capital Structure Leverage คำนวณจาก $\frac{\text{Average total Assets}}{\text{Average Equity}}$

จากการถอดรูป Dupont Analysis ของสมการ ROE จะพบว่า 3 องค์ประกอบข้างต้นคือ ปัจจัยที่ส่งผลต่อ ROE ของกิจการ ซึ่งคณะผู้วิจัยได้เลือกเฉพาะปัจจัยความสามารถในการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Earning Leverage) และต้นทุนของหนี้ (Before-Tax Cost of Debt) ของกิจการ มาเป็นตัวแทนเพื่อสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงของ ROE กล่าวคือ ใช้เฉพาะองค์ประกอบ การบริหารจัดการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและต้นทุนของหนี้เป็นตัวแปรตามในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ROE และ CG Index สำหรับปัจจัย Capital Structure Leverage ของกิจการนั้นเกิดจากองค์ประกอบย่อยอีกหลายๆ ปัจจัยซึ่งต้องทำการศึกษาโดยละเอียดต่อไป

พิจารณาผ่านองค์ประกอบ **Earning Leverage** โดยใช้เป็นการบริหารค่าใช้จ่าย ดอกเบี้ย (Earning Leverage) และค่าต้นทุนของหนี้ (Before-tax cost of debt) ซึ่งมีวิธีการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Earning Leverage} \text{ คำนวณจาก } \left(\frac{\text{Net Income}}{\text{EBIT}(1-T_A)} \right)$$

$$\text{ค่าต้นทุนของหนี้} = \left(\frac{\text{Interest expense}}{\text{Average Debt}} \right)$$

โดยที่

T_A คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่กิจการจ่ายจริง

ทั้งนี้ คณะผู้วิจัยจะทำการรวบรวมข้อมูลตัวแปรดังกล่าวข้างต้นจากระบบฐานข้อมูล SETSMART และ Reuters

3.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

ตัวแปรอิสระที่ใช้ในรายงานการศึกษามีเพียง 1 ปัจจัย ได้แก่ ดัชนีชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Index: CG Index) ซึ่งทีมผู้วิจัยได้ทำการสร้าง CG Index เอง ประกอบด้วย CGI1, CGI2 และ CGI3 ซึ่งเก็บรวบรวมจากทั้งหมด 64 คุณลักษณะ โดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ Governance Metrics International (GMI) สำหรับวิธีการสร้างจะได้นำเสนอในข้อ 4 ต่อไป

ทั้งนี้ คณะผู้วิจัยมีสมมติฐานว่าระดับของ CG ของกิจการไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงมากนัก ดังนั้น จึงกำหนดรูปแบบการเก็บข้อมูลในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา (ปี 2549 ถึง ปี 2558) แบบปีเว้นปี กล่าวคือ ทำการเก็บข้อมูลจริงในปี 2550, 2552, 2554, 2556 และ 2558 ส่วนในปีที่ไม่ได้เก็บข้อมูลจะใช้วิธีประมาณการจากข้อมูลของปีที่เก็บค่าจริง ดังนี้

CGI1 และ CGI 2 ในปี 2550, 2552, 2554, 2556 และ 2558 จะใช้สัดส่วนหรือ % จากข้อมูลจริงที่จัดเก็บได้ สำหรับในปี 2549 ใช้ข้อมูลปี 2550 เป็นตัวแทน ส่วนปี 2551, 2553, 2555 และ 2557 ใช้เป็นค่าเฉลี่ยหรือค่ากลางระหว่างปีที่จัดเก็บจริงเป็นตัวแทน เช่น ปี 2551 จะใช้ค่าเฉลี่ยระหว่างปี 2550 และปี 2552 เป็นตัวแทน เป็นต้น

CGI3 หรือ PCA index ในปี 2550, 2552, 2554, 2556 และ 2558 จะใช้ข้อมูลจริงที่จัดเก็บได้ สำหรับปี 2549, 2551, 2553, 2555 และ 2557 จะใช้ข้อมูลจริงของปีถัดไปเป็นตัวแทน

3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

3.3.1 ตัวแปรควบคุมที่วัดโดย Tobin's Q ซึ่งใช้ตามการศึกษาของ **Ammann, Oesch and Schmid (2011)** ที่เป็นต้นแบบของรายงานการศึกษานี้ ประกอบด้วย

3.3.1.1 ขนาดของกิจการ (Firm Size จาก logarithm of total assets: LNTA)

3.3.1.2 อัตราการเติบโตของยอดขายย้อนหลัง 2 ปี (Past growth in sales over the last two years: PGSALES)

3.3.1.3 สัดส่วนของงบการศึกษาวิจัยและพัฒนาต่อยอดขาย (Ratio of research and development expenditures to sales: RD/SALES)

3.3.1.4 สัดส่วนของเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (Ratio of cash and Marketable Securities to total assets: CASH and Marketable Securities/ASSETS)

3.3.1.5 สัดส่วนเงินลงทุนต่อสินทรัพย์รวม (ratio of capital expenditures to assets: CAPEX/ASSETS)

3.3.1.6 สัดส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ต่อยอดขาย (ratio of property-plants-equipment to sales: PPE/SALES)

3.3.1.7 สัดส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขาย (ratio of earnings before interest and taxes to sales: EBIT/SALES)

3.3.1.8 อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สินหรือ Debt Ratio (leverage or ratio of total debt to total assets: LEVERAGE)

3.3.2 ตัวแปรควบคุมสำหรับ ROE ซึ่งศึกษาผ่านปัจจัย Earnings Leverage และ Before-tax Cost of Debt กำหนดตัวแปรควบคุม ดังนี้

3.3.2.1 Earnings Leverage กำหนดตัวแปรควบคุม ได้แก่

- ต้นทุนของหนี้ (Before-tax cost of debt)

3.3.2.2 Before-Tax Cost of Debt กำหนดตัวแปรควบคุม ได้แก่

- อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)
- อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สิน หรือ Debt Ratio (leverage or ratio of total debt to total assets: LEVERAGE)
- อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (PPE/Total Assets)

สำหรับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและ ROA ซึ่งศึกษาผ่านปัจจัยความสามารถในการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายภาษีไม่มีตัวแปรควบคุม

ทั้งนี้ สามารถสรุปตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาในรายงานฉบับนี้ได้ ดังตารางที่ 3.1



ตารางที่ 3.1 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบและทำนายเครื่องหมายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q

กลุ่มตัวแปร	ตัวแปร	ตัวย่อ	คาดการณ์เครื่องหมาย	คำอธิบาย	งานอ้างอิง
ตัวแปรอิสระ	Corporate Governance Index 1	CGI1	(+)	บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าของกิจการที่เพิ่มขึ้น	Klapper and Love (2004) และ Ammann, Oesch, et al. (2011)
	Corporate Governance Index 2	CGI2	(+)		
	Corporate Governance Index 3	CGI3	(+)		
ตัวแปรควบคุม	ขนาดของกิจการ (Log ของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด)	LNTA	(-)	ขนาดของกิจการที่สูงขึ้นจะทำให้มูลค่าของกิจการต่ำลง เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะมีการระดมทุนในการดำเนินธุรกิจและการบริหารงานที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก	Chhaochharia and Laeven (2009) และ Ammann, Oesch, et al. (2011)
	อัตราการเติบโตของยอดขาย ย้อนหลัง 2 ปี (รายได้ปีก่อนลบด้วยรายได้สองปีก่อนหารด้วยรายได้สองปีก่อน)	PG SALES	(+)	ยอดขายของกิจการที่เพิ่มขึ้นย่อมทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น	Damodaran (2012)

ตารางที่ 3.1 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบและทำนายเครื่องหมายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q (ต่อ)

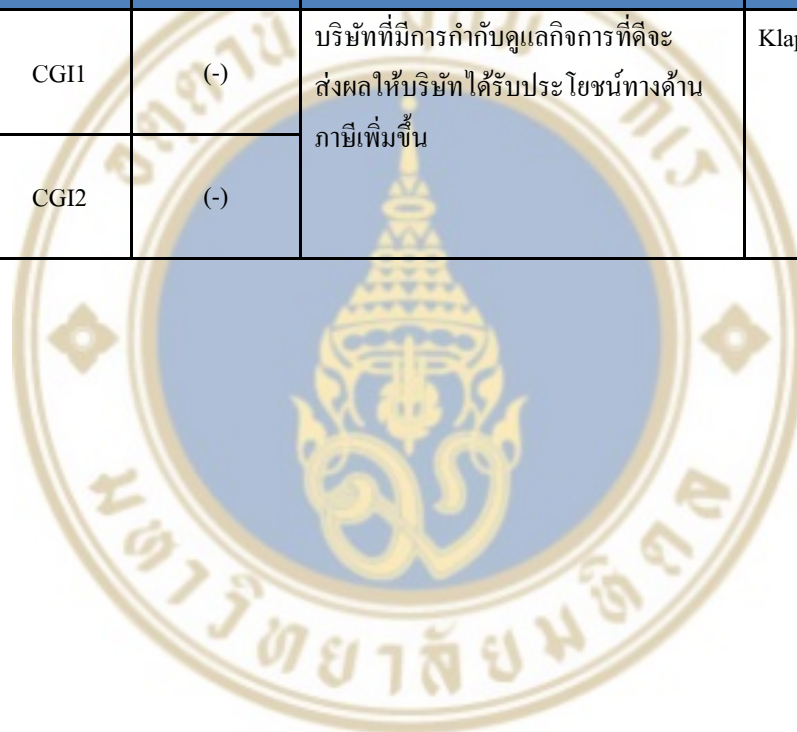
กลุ่มตัวแปร	ตัวแปร	ตัวย่อ	คาดการณ์เครื่องหมาย	คำอธิบาย	งานอ้างอิง
	สัดส่วนงบ R&D ต่อยอดขาย (ค่าใช้จ่ายศึกษาวิจัยและพัฒนา / ส่วนของยอดขาย)	RD/SALES	(+)	กิจการที่ให้ความสำคัญกับการศึกษาวิจัยและพัฒนาย่อมมีมูลค่าเพิ่มของสินค้าและบริการที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากสินค้าและบริการที่แตกต่างของกิจการอื่นมักมีอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่สูง จึงทำให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น	Damodaran (2012)
	สัดส่วนของเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (เงินสดและเงินลงทุนระยะสั้น / สินทรัพย์รวม)	CASH and Mkt Sct/ASSET S	(+)	กิจการที่มีสัดส่วนของเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นสูงแสดงถึงกิจการมีสภาพคล่องกระแสเงินสดที่ดี และมีความสามารถในการชำระเงินให้แก่เจ้าหนี้ ย่อมทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น	Ammann, Oesch, et al. (2011)
	สัดส่วนเงินลงทุนต่อสินทรัพย์รวม (เงินลงทุน / สินทรัพย์รวม)	CAPEX/ASSETS	(+)	กิจการที่มีสัดส่วนของเงินลงทุนต่อสินทรัพย์รวมสูง แสดงถึงการที่กิจการมีการลงทุนเพื่อให้กิจการดำเนินต่อไปหรือขยายต่อไปได้ ดังนั้นกิจการที่มีเงินลงทุนสูง ย่อมทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น	Ammann, Oesch, et al. (2011)

ตารางที่ 3.1 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบและทำนายเครื่องหมายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q (ต่อ)

กลุ่มตัวแปร	ตัวแปร	ตัวย่อ	คาดการณ์เครื่องหมาย	คำอธิบาย	งานอ้างอิง
	สัดส่วนที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ ต่อยอดขาย (ที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ / ยอดขาย)	PPE/ SALES	(-)	สินทรัพย์ถาวรเพิ่มขึ้น จะทำให้มูลค่ากิจการลดลง เป็นตัววัดที่จะสะท้อนถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ถาวรของบริษัทเพื่อก่อให้เกิดรายได้	Ammann, Oesch, et al. (2011)
	สัดส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขาย (กำไรจากการดำเนินงาน / ยอดขาย)	EBIT/ SALES	(+)	สัดส่วนกำไรที่เพิ่มขึ้น จะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มมากยิ่งขึ้น	Ammann, Oesch, et al. (2011)
	อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สิน (หนี้สิน / ทรัพย์สิน)	LEVERAGE	(-)	บริษัทที่มีหนี้สินเยอะ จะทำให้มีต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้น จึงทำให้มูลค่าของกิจการลดลง	Chhaochharia and Laeven (2009) และ Ammann, Oesch, et al. (2011)

ตารางที่ 3.2 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบและทำนายเครื่องหมายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการที่วัดโดย ROA

กลุ่มตัวแปร	ตัวแปร	ตัวย่อ	คาดการณ์เครื่องหมาย	คำอธิบาย	งานอ้างอิง
<u>ตัวแปรอิสระ</u>	Corporate Governance Index 1	CGI1	(-)	บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้บริษัทได้รับประโยชน์ทางด้านภาษีเพิ่มขึ้น	Klapper and Love (2004)
	Corporate Governance Index 2	CGI2	(-)		



ตารางที่ 3.3 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบและทำนายเครื่องหมายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการที่วัดโดย ROE

กลุ่มตัวแปร	ตัวแปร	ตัวย่อ	คาดการณ์เครื่องหมาย	คำอธิบาย	งานอ้างอิง
ตัวแปรอิสระ	Corporate Governance Index 1	CGI1	(-)	บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้บริษัทได้รับประโยชน์ทางด้านต้นทุนทางการเงินที่ต่ำลง ย่อมจะทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น	วรกมล เกษมทรัพย์ (2553)
	Corporate Governance Index 2	CGI2	(-)		
ตัวแปรควบคุม	ต้นทุนของหนี้ (ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย / หนี้สินเฉลี่ย)	I/AvgDebt	(-)	กิจการที่มีต้นทุนของหนี้ในระดับต่ำสะท้อนถึงมูลค่าของกิจการอยู่ในระดับที่สูง เนื่องมาจากการกู้ยืมทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่ากิจการที่ไม่มีหนี้สินระยะยาว	
	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี / สินทรัพย์รวมเฉลี่ย)	ROA	(-)	กิจการที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูง แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์ ช่วยลดความเสี่ยงจากการปล่อยกู้ของสถาบันการเงิน ทำให้กิจการได้รับอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ	

ตารางที่ 3.3 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบและทำนายเครื่องหมายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการที่วัดโดย ROE (ต่อ)

กลุ่มตัวแปร	ตัวแปร	ตัวย่อ	คาดการณ์เครื่องหมาย	คำอธิบาย	งานอ้างอิง
	อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สิน (หนี้สิน / ทรัพย์สิน)	LEVERAGE	(+)	บริษัทที่มีหนี้สินเยอะ จะทำให้มีต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้น จึงทำให้มูลค่าของกิจการลดลง	
	อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (ที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ / สินทรัพย์รวม)	PPE/ Total Assets	(-)	อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรที่สูง ช่วยลดความเสี่ยงจากการปล่อยกู้ เนื่องจากสถาบันการเงินมองว่าบริษัทมีหลักประกันสำหรับการกู้ยืมเงิน ทำให้กิจการได้รับอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ	

บทที่ 4

การจัดทำตัวชี้วัดระดับของการกำกับกิจการ

4.1 หลักเกณฑ์การวัดการกำกับดูแลกิจการในระดับสากล

หลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ที่มีใช้กันอยู่ทั่วไปในปัจจุบันและกลายมาเป็นมาตรฐานสากลสำหรับผู้กำหนดนโยบายของแต่ละองค์กรในประเทศต่างๆ ส่วนใหญ่จะอ้างอิงจากหลักเกณฑ์ OECD Principles of Corporate Governance ที่กำหนดโดยองค์การเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ หรือ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) ซึ่งจะประกอบด้วยหลักการพิจารณา 6 หมวดหลัก ดังนี้

- การสร้างความมั่นใจในการมีกรอบโครงสร้างของการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิผล
(Ensuring the basis for an effective corporate governance framework)
- สิทธิของผู้ถือหุ้นและบทบาทหน้าที่ที่สำคัญของผู้เป็นเจ้าของ
(The rights of shareholders and key ownership functions)
- การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน
(The equitable treatment of shareholders)
- บทบาทของผู้มีส่วนได้เสียในการกำกับดูแลกิจการ (The role of stakeholders)
- การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and Transparency)
- ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท (The responsibilities of the board)

จากหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการจะช่วยแก้ปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของ **ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)** การแยกการเป็นเจ้าของจากการบริหารอาจนำไปสู่ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ อย่างไรก็ตาม การกำกับดูแลกิจการจึงเป็นทางเลือกหนึ่งซึ่งเจ้าของกิจการอาจเลือกใช้ เพื่อให้ผู้บริหารงานปฏิบัติงานให้เกิดมูลค่าสูงสุดต่อกิจการ โดยมีกลไกผลการปฏิบัติงาน (Performance) และกลไกความรับผิดชอบต่อการปฏิบัติตามหน้าที่ (Accountability) ซึ่งจะช่วยให้ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ลดลง เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการมีวัตถุประสงค์และหน้าที่หลักคือ การกำกับ การติดตาม การควบคุม และการดูแลตัวแทน

เพื่อให้ทรัพยากรของกิจการได้นำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิภาพ ตรงตามเป้าหมาย ทั้งนี้ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดตอบแทนกลับไปยังผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่ายอย่างเป็นธรรม

บริษัทจดทะเบียนจำนวนมากให้ความสำคัญกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการให้ได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ดี เพื่อเป็นเครื่องมือในการส่งข้อมูลข่าวสารไปยังนักลงทุน เพื่อให้ให้นักลงทุนมีความมั่นใจในระดับหนึ่งว่ากิจการได้มีการบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และในอนาคตของกิจการน่าจะไปในทิศทางที่ดี

นอกจากนี้ ปัจจุบันยังมีหน่วยงานอิสระที่ทำหน้าที่ในการจัดอันดับบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Rating Agencies) ในระดับสากล ซึ่งส่วนใหญ่คือนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) ต่างๆ ที่จะต้องรับผิดชอบต่อเงินของผู้อื่นที่นำมาลงทุน ได้แก่¹

4.1.1 Institutional Shareholders Service (ISS) ซึ่งได้สร้าง ISS governance scoring tools ขึ้นมาเพื่อใช้ในการจัดอันดับ CG Rating เช่น

- ISS Corporate Governance Quotient, 2002
- Government Risk Indicator (GRID), 2010
- ISS QuickScore, 2013 ถึง ปัจจุบัน โดยจะแบ่งออกเป็น 4 หมวดหลักได้แก่ Board Structure , Compensation/Remuneration, Shareholder Rights และ Audit Practices

4.1.2 Governance Metrics International (GMI) สร้างตัวชี้วัดหรือ Measure ในการจัดอันดับ CG Rating ได้แก่

- GMI Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings
- GMI Accounting and Governance Risk (AGR) ratings
- Forensic Alpha Model (FAM)

4.2 หลักเกณฑ์การวัดการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย

ตั้งแต่ปี 2554 เป็นต้นมา สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) โดยการสนับสนุนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) และสำนักงาน

¹ อ้างอิงจาก <http://docplayer.net/39149514-Corporate-governance-rating-by-dario-lo-turco-and-karina-katrysh.html>

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้ทำการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน รวมทั้งมีการเผยแพร่ผลการสำรวจและการจัดอันดับบริษัทที่มีการกำกับกิจการที่ดีในรูปแบบของรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ซึ่งในรายงานดังกล่าวได้อธิบายเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การพิจารณาเพื่อจัดอันดับบริษัทที่มีหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยอ้างอิงจากหลักเกณฑ์ OECD Principles of Corporate Governance และหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะมีการประชุมเพื่อพิจารณาปรับปรุงหลักเกณฑ์ทุกปี ซึ่งในปี 2558 คณะกรรมการโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR Steering Committee) ของ IOD ได้ปรับหลักเกณฑ์ที่ใช้พิจารณาจากปี 2557 เล็กน้อย เพื่อให้มีความสอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN CG Scorecard โดยมีจำนวน 235 ข้อ แบ่งออกเป็น 5 หมวดหลักดังตาราง

ตารางที่ 4.1 หลักเกณฑ์การพิจารณาเพื่อจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Score) ของ IOD² ในปี 2558

หมวด	จำนวนข้อ	น้ำหนัก
สิทธิของผู้ถือหุ้น (Rights of Shareholders)	32	15%
การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันต่อผู้ถือหุ้น (Equitable Treatment of Shareholders)	19	10%
บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (Role of Stakeholders)	28	20%
การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and Transparency)	50	20%
ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Board Responsibilities)	106	35%
รวม	235	100%

² ที่มา: Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) 2015

โดยแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการประเมินได้แก่ รายงานประจำปีของบริษัท, แบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1), หนังสือนัดประชุมและรายงานการประชุมผู้ถือหุ้น, เว็บไซต์ของบริษัท, ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่เผยแพร่ผ่าน ตลท. และ ก.ล.ต. และข้อมูลอื่น ๆ ที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้ ข้อสังเกตที่คณะผู้วิจัยพบคือ IOD ก็ใช้เกณฑ์การพิจารณาบริษัทจดทะเบียน โดยอาศัยข้อมูลที่เปิดเผยเป็นการทั่วไป และจะทำการพิจารณาและให้คะแนนตามหลักเกณฑ์ข้างต้น และจะประกาศรายชื่อบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ“ดี” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” ดังรูป

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 4.1: ระดับคะแนนและสัญลักษณ์การจัดอันดับ CG Score โดย IOD

สถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) มีหลักเกณฑ์การพิจารณาเพื่อจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี 5 หมวด จำนวน 235 ข้อ และใช้วิธีนำเสนอแบบแสดงข้อมูลตามหลักเกณฑ์ Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ให้กับบริษัทจดทะเบียนเพื่อกรอกข้อมูลตามหลักเกณฑ์ในแต่ละข้อ จากนั้นให้ส่งกลับมายัง IOD เพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาเกี่ยวกับการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยต่อไป

4.3 หลักเกณฑ์การวัดการกำกับดูแลกิจการในรายงานการศึกษาวิจัยต่างๆ

ทั้งนี้ สำหรับในรายงานการศึกษาและวิจัยต่าง ๆ เช่น Brown and Caylor (2006), Aggarwal, Erel, Stulz and Williamson (2009), Chhaochharia and Laeven (2009), Maneesawang (2006), นวฉนวน อัครพุทธิพร และศิลปพร ศรีจันเพชร (2550) เป็นต้น คณะผู้วิจัยพบว่า การวัดการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Measurement) มีลักษณะที่คล้ายคลึงกัน ซึ่งจากการ

รวบรวมข้อมูล พบว่าส่วนใหญ่มีลักษณะที่ออกเป็นหมวดหมู่และมีตัวชี้วัดย่อยในแต่ละหมวด ตัวอย่างหมวดหมู่ที่ใช้ในการชี้วัด ได้แก่

1. ความมีวินัยของฝ่ายบริหาร (Management discipline)
2. ความโปร่งใส (Transparency) ในการบริหารงานของฝ่ายบริหาร
3. ค่าตอบแทนฝ่ายบริหาร (Compensation)
4. การต่อต้านการเข้าควบคุมกิจการ (Anti-takeover)
5. สิทธิของผู้ถือหุ้น (Shareholders Right)
6. คุณสมบัติของคณะกรรมการบริษัท
7. กระบวนการตรวจสอบภายใน เป็นต้น

จากหมวดหมู่ข้างต้นจะเห็นว่า โดยส่วนใหญ่อ้างอิงจากหลักการกำกับดูแลกิจการจาก Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) โดยคำนึงถึงความโปร่งใสในการบริหารงานของฝ่ายจัดการ สิทธิของผู้ถือหุ้น เป็นต้น ซึ่งเป็นหลักการสากลโดยทั่วไป อย่างไรก็ตาม ยังเป็นประเด็นที่ไม่มีข้อสรุปชัดเจนว่าตัวชี้วัดที่ดีในการใช้เป็นตัวแทนของ CG Index คือหลักเกณฑ์ใด โดยในแต่ละรายงานการศึกษาต่างก็พยายามสร้างตัวชี้วัดที่จะนำมาใช้ในการศึกษาที่แตกต่างกันออกไป โดยคณะผู้วิจัยได้รวบรวมตัวอย่างตัวชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Measurement) ในรายงานการศึกษาต่าง ๆ แสดงดังนี้

Brown and Caylor (2006) ศึกษาเรื่องการกำกับดูแลกิจการและการประเมินมูลค่าบริษัท โดยที่ใช้ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการจาก Institutional Shareholder Services (ISS) ซึ่ง ISS เก็บข้อมูลจำนวน 64 ข้อ อย่างไรก็ตามงานศึกษานี้ได้จัดทำดัชนี 51 ข้อ แบ่งได้เป็น 8 หมวด ดังนี้ การตรวจสอบบัญชี (4 ข้อ) คณะกรรมการผู้บริหาร (17 ข้อ) กฎบัตร / ข้อบังคับ (7 ข้อ) ระดับการศึกษาของผู้บริหาร (1 ข้อ) กรรมการบริหารและกรรมการค่าตอบแทน (10 ข้อ) ความเป็นเจ้าของ (4 ข้อ) การปฏิบัติก้าวหน้า (7 ข้อ) และสถานะของการรวมตัวกันของกิจการ (1 ข้อ) เป็นดัชนีชี้วัดระดับการดูแลกำกับกิจการ

Aggarwal, Erel, Stulz and Williamson (2009) ศึกษาความแตกต่างในการปฏิบัติในเรื่องการกำกับดูแลกิจการระหว่างสหรัฐอเมริกาและบริษัทในต่างประเทศ โดยงานศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลดัชนีชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการจาก Institutional Shareholder Services (ISS) โดย ISS ได้เก็บข้อมูลแต่ละบริษัทจากรายงานประจำปี, ข้อบังคับบริษัท และเว็บไซต์บริษัท โดยดัชนีสำหรับประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 64 ข้อ และ 55 ข้อสำหรับบริษัทต่างชาติ ทั้งนี้ผู้จัดทำได้จัดทำดัชนีประกอบไปด้วย 44 ข้อ แบ่งได้เป็น 4 หมวด ดังนี้ คณะกรรมการ (25 ข้อ) พิจารณาในแง่ของการทำงานคณะกรรมการที่เกี่ยวข้องกับคณะกรรมการอิสระ องค์กรประกอบของคณะกรรมการ ขนาดของ

คณะกรรมการ ความโปร่งใส และวิธีการทำงาน การตรวจสอบบัญชี (3 ข้อ) พิจารณาเกี่ยวกับความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบและบทบาทของผู้สอบบัญชี ต่อด้านการครอบครองกิจการ (6 ข้อ) พิจารณาจากกฎบัตรและข้อบังคับขององค์กร อ้างอิงไปถึงบทบาทของผู้ถือหุ้น การวางยาพิษในกิจการ (poison pill) และสิทธิของกรรมการในการออกหุ้นบุริมสิทธิโดยไม่ต้องผ่านการอนุมัติจากผู้ถือหุ้น (blank check preferred) ค่าตอบแทนและการเป็นเจ้าของ (10 ข้อ) พิจารณาจากกรรมการบริหารและกรรมการค่าตอบแทน รวมไปถึงสิทธิ์ที่จะซื้อหุ้น ความเป็นเจ้าของหุ้น เงินกู้ และวิธีการกำหนดและตรวจสอบ เป็นดัชนีชี้วัดระดับการดูแลกำกับกิจการ

Chhaochharia and Laeven (2009) ศึกษาเรื่องบรรทัดฐานและการปฏิบัติของการกำกับดูแลกิจการ โดยใช้ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการจาก Institutional Shareholder Services (ISS) โดย ISS จัดทำดัชนีสำหรับประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 64 ข้อ และ 55 ข้อสำหรับบริษัทต่างชาติ งานศึกษานี้ได้จัดทำดัชนี โดยเน้นถึงเรื่องบทบัญญัติการกำกับดูแล อ้างอิงจาก Gompers et al. (2003) และ Bebchuk et al. (2004) ซึ่งมีจำนวน 17 ข้อ ดังนี้ ผู้ถือหุ้นมีสิทธิโหวตเท่าเทียมกัน สามารถรวมคะแนนโหวตได้ ไม่ต้องอาศัยเสียงโหวตข้างมากเป็นพิเศษ (supermajority) ในการควมรวมกิจการ ไม่มีการใช้คะแนนเสียงข้างมากเป็นพิเศษนอกเหนือจากที่กฎหมายกำหนด บริษัทไม่มีการกำหนดลำดับชั้นของอำนาจกรรมการบริษัท ผู้ถือหุ้นสามารถเรียกประชุมนัดพิเศษ ผู้ถือหุ้นสามารถใช้สิทธิผ่านลายลักษณ์อักษร บริษัทไม่มีการใช้นโยบายเกี่ยวกับการป้องกันการเข้าครอบครองกิจการ (Anti-Takeover ("shareholder rights plan" or poison pill)) ผู้บริหารห้ามอยู่ในคณะกรรมการย่อยเกิน 2 ชุด บริษัทมีประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการเป็นคนละคนกัน คณะกรรมการส่วนใหญ่เป็นคณะกรรมการอิสระ คณะกรรมการตรวจสอบอิสระ ค่าตอบแทนคณะกรรมการอิสระ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการสรรหา มีคณะกรรมการกำกับดูแล ไม่มีกรรมการที่ดำรงตำแหน่งกรรมการที่องค์กรอื่น และนโยบายเกี่ยวกับการมีกรรมการภายนอก เป็นดัชนีชี้วัดระดับการดูแลกำกับกิจการ โดยให้น้ำหนักสำหรับแต่ละข้อเท่ากัน (Equal Weight)

สำหรับงานศึกษาในประเทศไทย ได้แก่ Maneesawang (2006) ศึกษาในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ ความเสี่ยงและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศไทย โดยที่ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการมาจากรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์โดยใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy) และจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ โดยมีองค์ประกอบ ดังนี้

- CEO Duality (CEO ควบตำแหน่งประธานกรรมการ) ซึ่งจะ เป็น 1 เมื่อบริษัทมีประธานบริหารควบตำแหน่งกับประธานกรรมการ
- ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งจำนวนขั้นต่ำที่กฎหมายในประเทศไทยกำหนดไว้คือ 5 คน ซึ่งจะ เป็น 1 เมื่อบริษัทมีกรรมการมากกว่าหรือเท่ากับ 5 คน

- สัดส่วนการถือครองหุ้น โดยกรรมการบริษัท ซึ่งจะเป็น 1 เมื่อกรรมการบริษัทถือหุ้นเกินค่าเฉลี่ยของกรรมการทั้งหมด

- รวมผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทที่ถือหุ้นในสัดส่วนไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 (Block Shareholders' Holdings) จะเป็น 1 เมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 5 ทั้งหมด ถือหุ้นมากกว่าค่าเฉลี่ยต่อปีของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 5

นวนลภา อัครพุทธิพร และศิลาพร ศรีจันเพชร (2550) ศึกษาในเรื่องคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่ โดยใช้ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการจากผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นดัชนีชี้วัดระดับการดูแลกำกับกิจการ ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 ช่วง ดังนี้ CG3 เท่ากับบริษัทที่ได้รับผลการประเมินอยู่ในช่วงคะแนน 70-79 (ดี), CG4 เท่ากับบริษัทที่ได้รับผลการประเมินอยู่ในช่วงคะแนน 80-89 (ดีมาก) และ CG5 เท่ากับบริษัทที่ได้รับผลการประเมินอยู่ในช่วงคะแนน 90 ขึ้นไป (ดีเลิศ)

วรกมล เกษมทรัพย์ (2553) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ตัวแปรอิสระจำนวน 5 ปัจจัย ดังนี้ สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท ขนาดของคณะกรรมการบริษัท จำนวนครั้งของการประชุมกรรมการบริษัทใน 1 ปี CEO Duality (CEO ควบตำแหน่งประธานกรรมการ โดยเป็น dummy variable) และผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ของบริษัทจดทะเบียนที่เสนอไว้ในรายงานจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) โดยมีคะแนนอยู่ในระดับต่าง ๆ เป็นดัชนีชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการ โดยข้อมูลในส่วนการกำกับดูแลกิจการนั้นรวบรวมมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนประจำปี

บทที่ 5

หลักเกณฑ์การจัดทำตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการ (CG Index)

ในรายงานการศึกษานี้ได้จัดทำตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) ขึ้นมาใหม่เพื่อใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG) กับมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยอ้างอิงการจัดทำดัชนีจากการศึกษาของ **Ammann, Oesch and Schmid (2011)** ซึ่งได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของระดับ CG และ Firm Value ของบริษัทต่างๆ ทั่วโลกในประเทศพัฒนาแล้วกว่า 20 ประเทศ รวมกว่า 6,600 บริษัท ในช่วงปี 2003 ถึง 2007

ในรายงานฉบับดังกล่าว ได้อ้างอิงหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ Governance Metrics International (GMI) รวมจำนวน 64 ข้อ โดยแบ่งได้เป็น 6 หมวดประกอบด้วย

- ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท (Board Accountability)
- การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินและการตรวจสอบควบคุมภายใน (Financial Disclosure and Internal Control)
- สิทธิของผู้ถือหุ้น (Shareholders Right)
- ค่าตอบแทน (Remuneration)
- สถานะตลาดในการควบคุมกิจการ (Market for Control)
- พฤติกรรมองค์กร (Corporate Behavior)

โดยมีรายละเอียดของแต่ละคุณลักษณะ (Attributes) ทั้ง 64 คุณลักษณะแสดงดังในภาคผนวกที่ตาราง ตาราง A-1 ทั้งนี้คุณลักษณะ ทั้งหมด 6 หมวด ข้างต้น ได้ถูกนำมาสร้างเป็นดัชนีชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) จำนวน 3 ดัชนี ได้แก่ CGI1, CGI2 และ CGI3 โดย 2 ดัชนีแรก คือ CGI1 และ CGI2 เป็นดัชนีที่สร้างขึ้นโดยให้น้ำหนักสำหรับแต่ละคุณลักษณะเท่ากัน (Equal Weight) ในขณะที่ดัชนีตัวที่ 3 หรือ CGI3 เป็นดัชนีที่วิเคราะห์โดยอาศัยรูปแบบการวิเคราะห์องค์ประกอบหลัก (Principal Component Analysis: PCA)

วิธีการจัดทำดัชนีชี้วัดการกำกับดูแลกิจการมีรายละเอียด ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1: การเก็บรวบรวมข้อมูล

กำหนดค่าที่ใช้ในการเก็บข้อมูลสำหรับแต่ละคุณลักษณะ เป็นแบบ 0 และ 1 โดยกรณี
ที่บริษัทนั้นมีคุณสมบัติตามคุณลักษณะข้อนั้น ให้มีค่าเท่ากับ 1 และถ้าไม่มีคุณสมบัติตาม
คุณลักษณะให้เท่ากับ 0

ขั้นตอนที่ 2: การสร้างตัวชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการ

สร้างตัวชี้วัดในการกำกับดูแลกิจการรวม 3 ตัว แบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่

(1) ตัวชี้วัดที่กำหนดน้ำหนักของแต่ละคุณลักษณะเท่ากัน (Equal Weight) แบ่งเป็น 2
ตัวชี้วัด ดังนี้

- CGI1-index เท่ากับร้อยละของจำนวนคุณลักษณะ ที่บริษัทดำเนินการได้หรือมี
คุณสมบัติตามคุณลักษณะนั้น หาค่าด้วยจำนวนคุณลักษณะทั้งหมดที่หาข้อมูลได้ (ข้อที่มีค่าเป็น 0
และ 1)

- CGI2-index เท่ากับร้อยละของจำนวนคุณลักษณะ ที่บริษัทดำเนินการได้หรือมี
คุณสมบัติตามคุณลักษณะนั้น หาค่าด้วยจำนวนคุณลักษณะทั้งหมด 64 ข้อ โดยมีสมมติฐานว่าบริษัทที่
มี CG ที่ดี ย่อมจะเปิดเผยแนวทางการกำกับดูแลกิจการให้สาธารณชนรับทราบ ดังนั้น หากไม่มีการ
รายงานจึงถือเสมือนว่าบริษัทไม่ได้ดำเนินการตามเกณฑ์ในข้อนั้นๆ

(2) ตัวชี้วัดโดยใช้หลักการของ PCA การวิเคราะห์องค์ประกอบหลัก ซึ่งมีหลักการคือ
การลดหรือย่อตัวแปรที่มีเป็นจำนวนมากให้เหลือน้อยลงเพื่อใช้เป็นตัวแทนของกลุ่มตัวแปรนั้น
หลักการสร้างตัวแปรจาก PCA จะอาศัยการดึงเอาค่าความสัมพันธ์ (Correlation) ของแต่ละตัวแปร
เดิมที่มีอยู่เป็นจำนวนมากมาสร้างเป็นตัวแปรใหม่ ซึ่งตัวแปรที่ถูกสร้างขึ้นจะมีน้ำหนักหรือ
องค์ประกอบของแต่ละตัวแปรเดิมที่นำมาใช้ (Factor Loading) ไม่เท่ากัน

ผู้วิจัยใช้หลักการเลือกข้อที่นำมาสร้างเป็น PCA โดยอ้างอิงจากรายงานการศึกษาของ
Ammann, Oesch and Schmid (2011) ซึ่งได้เลือกคุณลักษณะ จำนวน 17 ข้อมาสร้างเป็น CGI3-
index หรือ PCA-based governance index นอกเหนือจากการถ่วงน้ำหนักแบบปกติตามหัวข้อก่อน
หน้า โดยจะได้ตัวแปรใหม่ที่เป็น PCA index หรือ CGI3-index ซึ่งเป็นค่าๆ หนึ่ง ซึ่งจะเป็นตัวแทน
ของคุณลักษณะ ทั้ง 17 ข้อ แสดงดังในภาคผนวกที่ตาราง A-2

สำหรับระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG index) ที่คณะผู้วิจัยได้จัดทำขึ้น
โดยเฉพาะอย่างยิ่งตัวชี้วัดที่กำหนดน้ำหนักของแต่ละคุณลักษณะเท่ากันซึ่งจะได้ค่าออกมาเป็นร้อย
ละ (%) จะสามารถสะท้อนผลความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกับมูลค่ากิจการได้ชัดเจน

กว่า IOD CG Index เนื่องจาก IOD จัดทำผลคะแนนแบ่งเป็นเพียง 4 ระดับ (Non-rate, ดี, ดีมาก และ ดีเลิศ) จึงทำให้ช่วงระดับคะแนนของ IOD CG Index กว้างกว่า CG index ซึ่งมีหน่วยเป็น เปอร์เซ็นต์ ดังนั้นเมื่อนำ CG Index ที่คณะผู้วิจัยจัดทำขึ้นมาวิเคราะห์ความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ จึงพบความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกับมูลค่ากิจการได้ชัดเจนกว่ากรณีใช้คะแนนจาก IOD CG Index



บทที่ 6

วิธีการวิจัย

(Methodology)

รายงานการศึกษานี้เป็นการศึกษาวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative) เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) กับมูลค่ากิจการ (Firm Value) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 ด้วยวิธีการทางสถิติ โดยอาศัยข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ในรูปแบบของข้อมูลตัดภาคขวางทางยาว (Panel Data) กล่าวคือ มีลักษณะทั้งแบบ ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross Sectional Data) และข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) จากแหล่งข้อมูลต่างๆ อาทิเช่น รายงานประจำปี (Annual Report) และแบบรายงานข้อมูลประจำปี (56-1) ของบริษัท ข้อมูลที่เผยแพร่โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฐานข้อมูล SETSMART ข้อมูลจากกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ ข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยต่อสาธารณะ เป็นต้น

ส่วนวิธีการวิจัยนี้ จะประกอบด้วย

- การกำหนดสมมติฐานการวิจัย
- การจัดทำตัวชี้วัดระดับของการกำกับกิจการ (CG-index)
- การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการ

โดยมีรายละเอียด ดังนี้

6.1 สมมติฐานการวิจัย (Hypothesis)

การวัดมูลค่ากิจการที่นำมาใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) และมูลค่ากิจการ (Firm Value) ได้แก่ ค่า **Tobin's Q** ซึ่งคำนวณจากสัดส่วนระหว่างมูลค่าทางการตลาด (Market Value) กับมูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาดกรณีมีการซื้อทดแทน (Replacement Cost) โดยที่

- ในกรณีที่ Tobin's Q มีค่าสูง (มากกว่า 1) สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทมีมูลค่าทางการตลาดสูงกว่าสินทรัพย์ที่มีอยู่ และแสดงถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุน
- ในกรณีที่ Tobin's Q มีค่าต่ำ (น้อยกว่า 1) สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทมีมูลค่าทางการตลาดต่ำกว่าสินทรัพย์ที่มีอยู่ และแสดงถึงการที่นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในบริษัท

ในรายงานการศึกษานี้ก็ใช้ Tobin's Q เป็นตัวแปรหลักเพื่อเป็นตัวแทนของมูลค่ากิจการ (Firm Value) นอกจากนี้แล้ว คณะผู้วิจัยได้เพิ่มการศึกษาโดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio) ที่สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรอีก 2 ปัจจัย ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่นักลงทุนโดยทั่วไปนิยมใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานของกิจการมาเป็นส่วนเสริมในการประเมินมูลค่ากิจการ (Firm Value) เพื่อศึกษาว่านอกเหนือจากการให้ส่วนเพิ่มของมูลค่ากิจการในมุมมองของตลาดแล้ว ระดับการกำกับกิจการที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรหรือมูลค่ากิจการในทางบัญชีด้วยหรือไม่

6.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการดูแลกำกับกิจการ (Corporate Governance) และมูลค่ากิจการ (Firm Value)

จากดัชนีชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) คณะผู้วิจัยจะทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง CG Index ข้างต้น กับมูลค่ากิจการ (Firm Value) ตามที่กำหนดไว้ในสมมติฐาน (Hypothesis) โดยใช้วิธีวิเคราะห์แบบจำลองสมการถดถอยสำหรับข้อมูลภาคตัดขวางทางยาว (Panel Regression Analysis) ซึ่งจะประกอบด้วยตัวแปรตาม (Dependent Variables) ได้แก่ ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ (Firm Value) ซึ่งในที่นี้จะใช้ตัวชี้วัด คือ Tobin's Q เป็นหลัก และตัวแปรอิสระคือ CG Index รวมถึงตัวแปรควบคุม (Control Variables)

นอกจากการใช้ตัวแทนมูลค่ากิจการที่เป็น Market-based Measurement โดยอาศัย Tobin's Q แล้ว คณะผู้วิจัยยังเพิ่มเติมการศึกษาโดยใช้ตัวแทนมูลค่ากิจการที่เป็น Performance-based Measurement ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งจะใช้วิธีการศึกษาโดยพิจารณาถึงความสัมพันธ์ของระดับการกำกับดูแลกิจการกับปัจจัยต่างๆ ที่ส่งผ่านไปยังอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นผ่านการถอดรูปสมการตาม Dupont Analysis

ทั้งนี้ รูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการแสดง
ได้ดังนี้

$$Firm Value (FV) = f (X_{CGI}, X_{Control})$$

โดยที่

Firm Value (FV) คือ มูลค่ากิจการซึ่งพิจารณาจาก Accounting-based Measurement และ Market-based Measurement

X_{CGI} คือ ดัชนีชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ *CGI1*, *CGI2* หรือ *CGI3*

$X_{Control}$ คือ ตัวแปรควบคุมต่างๆ

โดยสามารถแบ่งออกเป็นแบบจำลองย่อยได้ 3 แบบจำลอง ดังนี้

6.2.1 แบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's Q และ CG Index

$$Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่

Tobin's Q คือ มูลค่ากิจการที่อ้างอิงจากตลาดหุ้นกับต้นทุนของสินทรัพย์

CG คือ เมตริกซ์ของตัวแปรอิสระซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการ
ที่ดี โดยประมาณค่าด้วย 3 วิธี ได้แก่ *CGI1*, *CGI2* และ *CGI3*

i แสดงถึง Cross Sectional Data หรือบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 แต่ละ
บริษัทที่ทำการศึกษา

t แสดงถึง Time Series Data หรือช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ได้แก่ ในช่วงปี 2549-
2558

CG_{it} คือ ตัวแปร CG Index ที่ทำการศึกษา ประกอบด้วย *CGI1*, *CGI2*, *CGI3*

X_{it} คือ เมตริกซ์ของตัวแปรควบคุม แสดงดังตารางที่ 5

ε_{it} คือ Error Term หรือค่าความผิดพลาดทางสถิติ โดยมีสมมติฐานให้มี
ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0

ตารางที่ 6.1 สรุปตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's Q และ CG Index

ตัวแปรควบคุม	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการที่ดี
ขนาดของกิจการ	LNTA	(-)
อัตราการเติบโตของยอดขายย้อนหลัง 2 ปี	PGSALES	(+)
สัดส่วนงบ R&D ต่อยอดขาย	RD/SALES	(+)
สัดส่วนของเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม	CASH and Mkt Sct/ASSETS	(+)
สัดส่วนเงินลงทุนต่อสินทรัพย์รวม	CAPEX/ASSETS	(+)
สัดส่วนที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ต่อยอดขาย	PPE/SALES	(-)
สัดส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขาย	EBIT/SALES	(+)
อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สิน	LEVERAGE	(-)

6.2.2 แบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets) (ผ่านปัจจัย Tax Management) และ CG Index

คณะผู้วิจัยเขียนแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่าง Tax Management และ CG Index ในรูปสมการ ได้ดังนี้

$$\ln(\text{Tax Management}_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \text{CG}_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่

$\ln(\text{Tax Management}_{it})$ คือ เมทริกซ์ Ln ของการบริหารจัดการภาษีของกิจการ

Tax Management คำนวณจาก $\frac{(1-T_A)}{(1-T_S)}$

CG คือ เมทริกซ์ของตัวแปรอิสระซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยประมาณค่าด้วย 3 วิธี ได้แก่ CGI1 , CGI2 และ CGI3

T_A คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่กิจการจ่ายจริง

T_S คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในกฎหมายภาษีอากร

6.2.3 แบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) (ผ่าน ปัจจัย Earnings Leverage และ Before-tax Cost of Debt) และ CG Index

คณะผู้วิจัยสามารถเขียนแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและ CG Index ในรูปสมการได้ดังนี้

$$\ln(\text{Earning Leverage}) = \beta_0 + \beta_1 CG + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่

Earning Leverage คำนวณจาก $\left(\frac{\text{Net Income}}{\text{EBIT}(1-T_A)}\right)$

CG คือ เมตริกซ์ของตัวแปรอิสระซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยประมาณค่าด้วย 3 วิธี ได้แก่ CGI1, CGI2 และ CGI3

X_{it} คือ เมตริกซ์ของตัวแปรควบคุม แสดงดังตารางที่ 6.2

ตารางที่ 6.2 สรุปตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ROE และ CG Index

ตัวแปรควบคุม	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการที่ดี
ค่าต้นทุนของหนี้	I/AvgDebt	(-)

ทั้งนี้ คณะผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมเรื่องปัจจัยต้นทุนของหนี้ ซึ่งเป็นปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่อระดับของการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย โดยมีแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนของหนี้และ CG Index ในรูปสมการได้ดังนี้

$$\ln\left(\frac{\text{Interest exp.}}{\text{Average Debt}_{it}}\right) = \beta_0 + \beta_1 CG + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่

$\frac{\text{Interest exp.}}{\text{Average Debt}_{it}}$ = ต้นทุนของหนี้ (Before-tax cost of debt)

CG คือ เมทริกซ์ของตัวแปรอิสระซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยประมาณค่าด้วย 3 วิธี ได้แก่ $CGI1$, $CGI2$ และ $CGI3$

X_{it} คือ คือ เมทริกซ์ของตัวแปรควบคุม แสดงดังตารางที่ 6.3

ตารางที่ 6.3 สรุปตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ROE และ CG Index

ตัวแปรควบคุม	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการที่ดี
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม	ROA	(-)
อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สิน	LEVERAGE	(+)
อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม	PPE/Total Assets	(-)



บทที่ 7

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

(Data)

7.1 กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษาได้แก่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 (ณ สิ้นปี 2558) ทั้งนี้ กลุ่มบริษัทตัวอย่างดังกล่าวข้างต้นจะไม่รวมถึง

กลุ่มบริษัทประเภทสถาบันการเงิน บริษัทประกัน และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ รวม 12 บริษัท ซึ่งมีกฎหมายควบคุม รวมถึงหน่วยงานกำกับดูแลเป็นการเฉพาะซึ่งแตกต่างจากบริษัทประเภทอื่นๆ ได้แก่ ASP, BBL, KBANK, KKP, KTB, KTC, LHBANK, SAWAD, SCB, TCAP, TISCO และ TMB

กลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หลังปี พ.ศ. 2550 ซึ่งอาจมีข้อมูลหรือตัวแปรต่างๆ ที่ไม่ครบถ้วนรวม 23 บริษัท ได้แก่ AAV, ANAN, BA, BEAUTY, BJCHI, CBG, CKP, GLOBAL, GUNKUL, ICHI, IVL, JAS, M, MC, MONO, PTTGC, SAPPE, SGP, TTCL, TTW, TUF, VGI, WHA

กลุ่มบริษัทที่มีการควบรวมกิจการ ซึ่งส่งผลให้มีข้อมูลหรือตัวแปรต่างๆ ไม่ครบถ้วน 2 บริษัท ได้แก่ BECL และ BMCL

กลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนโดยอ้อม (Backdoor Listing) มีผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างและลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัท รวมถึงมีการเปลี่ยนแปลงของผลประกอบการของบริษัทซึ่งแตกต่างจากเดิมอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งส่งผลให้ข้อมูลหรือตัวแปรต่างๆ มีไม่ครบถ้วนและไม่สอดคล้องกันจำนวน 1 บริษัท ได้แก่ EARTH

กลุ่มบริษัทที่ข้อมูลมีความผิดปกติ มี outliers คือมีค่า Tobin Q = 39.24 ซึ่งสูงผิดปกติจำนวน 1 บริษัท ได้แก่ BANPU

ทั้งนี้คงเหลือรายชื่อบริษัทจดทะเบียน SET100 ณ สิ้นปี 2558 รวม 61 บริษัท ดังในภาคผนวกตาราง A-3

7.2 ข้อมูลที่ใช้และช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา

รายงานฉบับนี้ ได้กำหนดช่วงเวลาที่ทำการศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2549 ถึง 2558 โดยจะเก็บข้อมูล ตลอดจนตัวแปรต่าง ๆ ได้แก่ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม ที่เกี่ยวข้องของทุกบริษัทในกลุ่ม SET 100 เป็นรายปี ยกเว้นข้อมูลสำหรับการจัดทำ CG Index ซึ่งจะเก็บทุก 2 ปี (ปีเว้นปี) ได้แก่ ข้อมูลปี พ.ศ. 2550, พ.ศ. 2552, พ.ศ. 2554, พ.ศ. 2556 และ พ.ศ. 2558 โดยใช้ข้อมูลที่เก็บได้ในแต่ละปี เป็นตัวแทนของปีก่อนหน้า เนื่องจากคณะผู้วิจัยมีสมมติฐานว่า การเปลี่ยนแปลงรูปแบบการบริหารจัดการด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงเป็นประจำทุกปี ดังนั้น การเก็บข้อมูลแบบทุก 2 ปี จะทำให้มีช่วงระยะเวลาการศึกษาที่ยาวนาน ซึ่งจะให้เห็นพัฒนาการเกี่ยวกับนโยบายการกำกับดูแลกิจการของแต่ละบริษัทชัดเจนมากยิ่งขึ้น

7.3 แหล่งข้อมูลที่ใช้ทำการศึกษาและการเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการทำการศึกษาเป็นข้อมูลประเภททุติยภูมิ (Secondary) ซึ่งรวบรวมจากแหล่งข้อมูลต่าง ๆ ได้แก่

- รายงานประจำปีของบริษัท (Annual Report)
- แบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1)
- หนังสือนัดประชุมและรายงานการประชุมผู้ถือหุ้น
- ข้อมูลจาก Website ของบริษัท
- ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่เผยแพร่ผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)
- ฐานข้อมูลของ SETSMART และ Reuters
- ข้อมูลอื่น ๆ ที่เปิดเผยต่อสาธารณชน
- ข้อมูลจากกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

บทที่ 8

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

(Empirical results)

8.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นทางสถิติ (Descriptive statistics)

ผลการศึกษาดังกล่าวในตารางที่ 8 แสดงค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรทั้งหมดจากข้อมูล 610 ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ที่มีผลการดำเนินงานย้อนหลัง 10 ปี คือ ปี พ.ศ. 2549 ถึง พ.ศ. 2558 โดยเป็นการแสดงค่าสูงสุด ต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ค่ากลางและการกระจายตัวของข้อมูล นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้จัดกลุ่มค่าเฉลี่ยของแต่ละตัวแปรตาม IOD Score (Non-rate, 3 ดาว, 4 ดาว และ 5 ดาว) และทดสอบความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ ในแบบจำลองและระดับการกำกับดูแลกิจการตามหลักเกณฑ์ของ IOD ซึ่งผลการทดสอบจากค่า F-Test ของการทดสอบความแปรปรวนทางเดียวพบว่า CG Index ที่คณะผู้วิจัยจัดทำขึ้นสอดคล้องหรือมีความสัมพันธ์กับ IOD Score อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเมื่อพิจารณาจากค่าเฉลี่ยของ CGI1 และ CGI2 ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่ม Non-rate ตามเกณฑ์ของ IOD จะมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 55.83 และร้อยละ 33.31 ตามลำดับ

นอกจากนี้ จากตารางที่ 8 จะพบว่า ตัวแปรอื่นๆ ที่มีความสัมพันธ์หรือมีความแปรปรวนร่วมกับระดับการกำกับดูแลกิจการของ IOD Score อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกับ CG Index จะได้แก่ ROE, LNTA, RDSales เป็นต้น

ในส่วนของมูลค่ากิจการในมุมมองทางตลาด ซึ่งวัดจากค่า Tobin's Q พบว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทในกลุ่ม SET 100 เท่ากับ 1.40 เท่า แสดงถึงบริษัทส่วนใหญ่ใน SET 100 มีอัตราการเติบโตอย่างรวดเร็วและมีผลการดำเนินงานดี จึงสะท้อนไปถึงมูลค่ากิจการที่สูง (มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1) อีกทั้งเมื่อพิจารณาในมุมมองทางบัญชี ซึ่งวัดมูลค่ากิจการจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) พบว่าบริษัทส่วนใหญ่ใน SET 100 มีค่าเฉลี่ยของมูลค่ากิจการสูงเช่นเดียวกัน ซึ่งจะสะท้อนถึงกิจการมีความสามารถในการทำกำไรกับเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นของบริษัทและใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ

สำหรับในภาพรวมของข้อมูลแสดงให้เห็นว่าผลของการกำกับดูแลกิจการเมื่อพิจารณาจากค่าเฉลี่ยของ CG1 และ CG2 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ที่นำมาศึกษานี้ยังอยู่ในระดับที่ไม่สูงมากนัก

ตารางที่ 8.1 แสดงการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของตัวแปร

Variable	Obs		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Median	Mean				One-Way ANOVA
								Non-	3 stars	4 stars	5 stars	F-Test
Obs	610							103	105	242	160	
Panel A: CG indices												
CG1index	610	%	59.70	7.37	39.47	75.61	60.00	55.83	57.49	58.87	64.87	49.40 ***
CG2index	610	%	36.90	5.95	23.44	51.56	37.50	33.31	34.72	36.17	41.75	72.94 ***
Panel B: Financial data												
TobinQ	610	เท่า	1.40	1.09	0.00	10.21	1.08	1.22	1.41	1.45	1.44	1.15
ROE	610	%	16.41	35.52	-602.45	85.20	18.34	4.94	18.60	18.57	19.10	4.39 **
ROA	610	%	8.27	8.91	-43.59	46.78	7.26	6.91	8.13	8.78	8.46	1.10
LNTA	610		10.47	0.63	8.21	12.35	10.45	10.02	10.32	10.47	10.85	48.63 ***
PGSALES	610	%	16.51	44.99	-95.81	465.75	10.29	21.47	21.23	16.66	9.97	1.94
RDSALES	610	%	0.14	0.78	0.00	6.18	0.00	0.00	0.04	0.16	0.26	3.01 **
CASHandMkt-S	610	%	10.84	10.99	0.49	61.57	7.16	7.88	10.08	12.14	11.28	3.94 ***
CAPEXASSETS	610	%	6.97	6.93	-7.22	46.43	5.10	5.45	7.38	7.58	6.75	2.48 *
PPESALES	610	%	95.34	159.06	0.47	1,291.43	34.86	188.68	92.39	67.39	79.44	15.95 ***
EBITSALES	610	%	17.43	65.38	-1,035.34	513.09	13.54	12.89	20.95	15.00	21.71	0.61
DebtRatio	610	%	30.98	26.41	0.00	518.08	31.43	29.76	29.75	31.96	31.08	0.26
TaxEfficiency	610	%	110.78	80.07	-824.60	1,117.62	108.62	106.11	106.43	115.52	109.48	0.52
InterestAvgDebt	610		1.09	0.47	1.00	9.95	1.05	1.12	1.21	1.06	1.05	3.29 **
PPETotalAssets	610	%	33.60	25.51	0.24	93.47	29.85	33.85	31.25	33.62	34.95	0.45
EarningLeverage	610		98.31	147.29	-1,518.26	1,618.79	97.26	115.80	108.85	86.09	98.62	1.22
LNTaxManagement	597		4.70	0.35	1.83	7.02	4.69	4.74	4.71	4.70	4.67	0.74
LN EarningLeverage	573		4.61	0.58	-0.23	7.39	4.58	4.56	4.67	4.62	4.60	0.61
LNInterestAvgDebt	610		0.07	0.15	0.00	2.30	0.05	0.09	0.10	0.05	0.05	4.14 ***

หมายเหตุ : นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(*), 5%(**) และ 1%(***)

8.2 การวิเคราะห์ระดับของการกำกับดูแลกิจการ

ทั้งนี้จากการเก็บรวบรวมคุณลักษณะของการกำกับดูแลกิจการรวม 64 คุณลักษณะของบริษัทในกลุ่ม SET100 ณ สิ้นปี 2558 ในปี พ.ศ. 2550, 2552, 2554, 2556 และ 2558 สามารถเก็บ

ข้อมูลได้รวม 46 ข้อ และไม่สามารถเก็บข้อมูลได้รวม 18 ข้อ โดยพบว่าใน 15 ข้อไม่มีฐานข้อมูลที่ สามารถหาได้ และอีก 2 ข้อ ประกอบด้วยข้อ 47 และข้อ 50 พบว่าจากฐานข้อมูลใน Reuters ประเทศไทย ยังไม่มีข้อมูล

หากพิจารณาค่าเฉลี่ยของคุณลักษณะในทุกปี พบว่ามี ข้อ 22 และข้อ 51 ค่าเฉลี่ยของคุณ ลักษณะเท่ากับร้อยละ 100 และข้อ 31, ข้อ 32, ข้อ 37, ข้อ 48, ข้อ 55 ค่าเฉลี่ยของคุณลักษณะ เท่ากับร้อยละ 0 เนื่องจากเป็นไปตามพระราชบัญญัติ บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 ที่กำหนดให้ บริษัทต้องปฏิบัติตามคุณลักษณะนั้น

โดยคณะผู้วิจัยได้ค่าเฉลี่ยของคุณลักษณะของบริษัทในกลุ่ม SET100 ณ สิ้นปี 2558 ที่ ทำการศึกษาตั้งในภาคผนวกตาราง A-4

หลังจากนั้นนำมาสร้างเป็น CGI1, CGI2 และ CGI3 ซึ่งเก็บรวบรวมจากทั้งหมด 64 คุณลักษณะ

CGI1-index เท่ากับร้อยละของจำนวนคุณลักษณะที่บริษัทดำเนินการได้หรือ มี คุณสมบัติตามคุณลักษณะนั้น หาค่าด้วยจำนวนคุณลักษณะทั้งหมดที่หาข้อมูลได้ (ข้อที่มีค่าเป็น 0 และ 1)




CGI2-index เท่ากับร้อยละของจำนวนคุณลักษณะที่บริษัทดำเนินการได้หรือ มี คุณสมบัติตามคุณลักษณะนั้น หาค่าด้วยจำนวนคุณลักษณะทั้งหมด 64 ข้อ

CGI3-index คือ PCA เดิมอ้างอิงจาก 17 ข้อ พบว่า เกิด Zero Variance ในข้อ 1, ข้อ 5, ข้อ 12, ข้อ 32, ข้อ 48, และ ข้อ 55 คงเหลือ 10 ข้อ ดังในภาคผนวกที่ตาราง A-5

ผลจากการเก็บข้อมูล IOD Score และ CGI1/ CGI2-index ตามตารางที่ 8.2 พบว่า CGI1/ CGI2-index ช่วงของคะแนนที่ได้ (%) มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตาม IOD Score ที่เพิ่มขึ้น

หากพิจารณารายบริษัท ยกตัวอย่างเช่น บริษัท บางจากปิโตรเลียม (มหาชน) (BCP) ระหว่างปี พ.ศ. 2549 ถึง 2558 มี IOD Score = ดีเลิศ (5 ดาว) มีค่า CGI1/CGI2-index อยู่ระหว่าง 65.00% - 75.61%, 40.63% - 48.44% ตามลำดับ ขณะที่บริษัท ระบบขนส่งมวลชนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) (BTS) มี IOD Score = ดีมาก (4 ดาว) และดีเลิศ (5 ดาว) แต่มีค่า CGI1/ CGI2-index อยู่ ระหว่าง 67.50% - 70.00%, 42.19% - 43.75% ตามลำดับ ซึ่งพบว่า IOD Score ที่ได้มีความสอดคล้อง กับค่า CGI1/CGI2-index

ตารางที่ 8.2 เปรียบเทียบ CGI1/CGI2-index และ IOD Score

	Non rate	IOD Score = ดี 	IOD Score = ดีมาก 	IOD Score = ดีเลิศ 
CGI1-index	39.47% - 70.73%	39.47% - 73.68%	42.50% - 73.17%	48.78% - 75.61%
CGI2-index	23.44% - 45.01%	23.44% - 48.44%	23.44% - 50.00%	30.47% - 51.56%

8.3 การวิเคราะห์ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG) และมูลค่ากิจการ (Firm Value)

8.3.1 การวิเคราะห์ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่ากิจการวัดโดย Tobin's Q

จากการนำข้อมูลและตัวแปรที่กำหนดข้างต้นมาหาความสัมพันธ์ตามวิธีการทางสถิติ และแบบจำลองที่กำหนดไว้ด้วยวิธีเทคนิคแบบจำลองสมการถดถอยสำหรับข้อมูลภาคตัดขวางทางยาว (Panel Regression Analysis) เพื่ออธิบายถึงระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) ที่มีผลต่อมูลค่าตลาดของกิจการ (Tobin's Q) ซึ่งคณะผู้วิจัยได้ทำการทดสอบทั้ง Fixed/ Random Effect Models

ทั้งนี้ Fixed Effect Model มีข้อสมมติฐานว่ามีปัจจัยคงที่หรือลักษณะเฉพาะบางอย่าง ซึ่งแตกต่างกันไปในแต่ละบริษัท (α_i) ที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามช่วงเวลา มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ที่ทำการศึกษา (X_{it}) โดยใน Fixed Effect Model จะใช้ค่า F-test เป็นค่าสถิติที่ทดสอบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมต่างๆ ทั้งหมดในแบบจำลองสามารถอธิบายตัวแปรตามหรือมูลค่ากิจการ (Firm Value) ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่

ในขณะที่ Random Effect Model มีสมมติฐานว่าปัจจัยคงที่หรือลักษณะเฉพาะ บางอย่างซึ่งแตกต่างกันไปในแต่ละบริษัท (α_i) เหล่านั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ (X_{it}) โดยใน Random Effect Model จะใช้ค่า Wald Chi2 เป็นค่าสถิติที่ทดสอบว่าตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุมต่างๆ ทั้งหมดในแบบจำลองสามารถอธิบายตัวแปรตามหรือมูลค่ากิจการ (Firm Value) ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่

การทดสอบสมมติฐานข้างต้นสามารถทำได้โดยใช้ Hausman Test ซึ่งมีสมมติฐานหลัก (Null Hypothesis) ว่าลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ ผล

การทดสอบพบว่าค่าสถิติ Chi² ของ Hausman Test มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% เราจึงปฏิเสธสมมติฐานหลักตาม Hausman Test ได้ ดังนั้น ค่าประมาณที่ได้จาก Fixed Effects Model จะมีความเหมาะสมมากกว่า อีกทั้งเมื่อพิจารณาจากคุณลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทจะพบว่าค่า F-test ของ Specific Test มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% กล่าวคือ แต่ละบริษัทมีคุณลักษณะเฉพาะซึ่งแตกต่างกันออกไป วิธีการศึกษาในรูปแบบการวิเคราะห์สมการถดถอยโดยตรง (Pooled OLS Regression) จึงไม่เหมาะสม ในรายงานการศึกษานี้ คณะผู้วิจัยจึงจะใช้ผลที่ได้จาก Fixed Effect เป็นผลการศึกษาหลัก

ทั้งนี้ เนื่องจากข้อมูลตัดภาคขวางทางยาว (Panel Data) มีลักษณะเป็นข้อมูลภาคตัดขวางเป็นหลัก (Cross Sectional Oriented) กล่าวคือ มีความเป็นข้อมูลภาคตัดขวางมากกว่าความเป็นข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) จึงมีโอกาสเกิดปัญหาค่าความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroscedasticity Problem) หรือปัญหาเรื่องความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน (Error Terms) มีค่าไม่คงที่ โดยแตกต่างกันไปในแต่ละรายบริษัท ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานของวิธีการประมาณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) ทำให้แบบจำลองประมาณค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Errors) ไม่ถูกต้อง ส่งผลให้ค่า F-test และ t-test ไม่มีความแม่นยำ (Inaccurate Result)

ดังนั้น ในการประมาณการเพื่อหาความสัมพันธ์ตามแบบจำลองในรายงานการศึกษานี้ จึงทำการแก้ไขปัญหาค่าความแปรปรวนไม่คงที่ โดยให้แบบจำลองเปลี่ยนแปลงวิธีคำนวณค่าความคลาดเคลื่อน (Standard Error) ใหม่สำหรับกรณีข้อมูลเป็นข้อมูลภาคตัดขวางทางยาว ซึ่งความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนมีค่าไม่คงที่ ซึ่งจะได้ค่าที่เรียกว่า Heteroscedasticity-robust standard error ซึ่งเป็นการปรับวิธีคำนวณ Standard Errors (SE) แบบแบ่งกลุ่ม (Clusters) ตามตัวแปรแต่ละบริษัท โดยผลลัพธ์ที่ได้จะยังคงให้ค่า R^2 และค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ตามแบบจำลองเดิม แต่จะได้ค่า Standard Errors, F-test, t-test และ P-value ใหม่

ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์จากทั้ง 3 แบบจำลอง จะเห็นได้ว่า ระดับของการกำกับดูแลกิจการตามแบบจำลองที่ 1 (CGI1) และแบบจำลองที่ 2 (CGI2) ซึ่งสร้างตัวชี้วัดโดยอาศัยหลักการวิธีถ่วงน้ำหนักเท่ากัน (Equal Weight) จะได้ตัวแปร CG index ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่แบบจำลองที่ 3 (CGI3) ซึ่งใช้การสร้างตัวชี้วัดระดับของการกำกับดูแลกิจการหรือ CG index ด้วยวิธี PCA (Principal Component Analysis) จะได้ตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

คณะผู้วิจัยเห็นว่าวิธีการ PCA ที่ใช้หลักการลดกลุ่มตัวแปรที่สนใจทำการศึกษาเพื่อเหลือตัวแทนเป็นจำนวนตัวแปรที่น้อยลง (ซึ่งในรายงานการศึกษานี้ลดเหลือตัวแปรเพียงตัว

เดียว) โดยอาศัยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation) ในการสร้างตัวแปรใหม่ที่ใช้แทนกลุ่มตัวแปรเดิมนั้น อาจเป็นข้อจำกัดสำหรับนำมาใช้ในกรณีศึกษาในครั้งนี้ เนื่องจากการรูปแบบการจัดเก็บข้อมูลเริ่มแรกที่นำมาใช้ในการสร้างตัวแปร CG Index หรือข้อมูลทั้ง 64 Attributes เป็นการเก็บผลลัพธ์เพียง 0 และ 1 ซึ่งไม่มีความละเอียดเพียงพอทำให้ข้อมูลที่ได้มีความสัมพันธ์กันต่ำ ในขณะที่การสร้างตัวแปรด้วยหลักการ PCA ที่ดีจะต้องอาศัยตัวแปรเดิมที่มีค่า Correlation ระหว่างกันในระดับสูง ดังนั้น ค่า PCA ที่ถูกใช้เป็นตัวแทนในแบบจำลองที่ 3 (CGI3) จึงไม่สามารถเป็นตัวแทนของ CG Index ได้ดีเท่ากับ CGI1 และ CGI2 ซึ่งใช้หลักการ Equal Weight

อย่างไรก็ตาม คณะผู้วิจัยได้นำ CGI2 มาเป็นตัวแทนหลักในการวิเคราะห์ผลการศึกษาค่าความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจาก CGI2 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation) ที่สูงกว่า CGI1 กล่าวคือ CGI2 สามารถสะท้อนถึงขนาดของผลกระทบของผลความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการได้ดีกว่า CGI1

ทั้งนี้ ผลการศึกษาค่าความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการ (Firm Value) และระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) ให้ผลลัพธ์ ดังนี้

ระดับการกำกับดูแลกิจการจากเกณฑ์ CGI2 (สัดส่วนระหว่างคุณลักษณะ ข้อที่เป็น 1 กับจำนวนคุณลักษณะทั้งหมด 64 ข้อ) โดยผลที่ได้จาก Fixed Effect Model with robust SE พบว่า **CGI2 มีนัยสำคัญทางสถิติในระดับที่ 1%** โดยมีเครื่องหมายเป็นบวกสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) และทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และผลการศึกษาของ Ammann, Oesch and Schmid (2011)

โดยเมื่อพิจารณาถึงขนาดของผลกระทบจะพบว่า หาก CGI2 ปรับเพิ่มขึ้น 1% จากค่าเฉลี่ย จะทำให้บริษัทมีมูลค่ากิจการ (ในที่นี้ คือ ค่า Tobin's Q) เพิ่มขึ้น 0.05 เท่า จึงอาจกล่าวได้ว่าระดับการกำกับดูแลกิจการที่สูงขึ้นจะส่งผลบวกต่อมูลค่ากิจการ

ยกตัวอย่างเช่น บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (TRUE) ในปี 2558 บริษัทมีค่าเฉลี่ย CGI2 เท่ากับ 37.50% และอยู่ใน IOD Scores ที่ระดับ 4 ดาว ราคาหุ้นเฉลี่ย ณ ปีนั้นเท่ากับ 10.56 บาทต่อหุ้น มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนเงิน 264,640.44 ล้านบาท และ Tobin's Q เท่ากับ 1.28 เท่า ทั้งนี้ถ้าบริษัทสามารถยกระดับ CG ตาม IOD Scores จากระดับ 4 ดาว เป็นระดับ 5 ดาว จะต้องมียกระดับ CGI2 ปรับเพิ่มขึ้นถึง 41.75% (ค่าเฉลี่ย CGI2 ของกลุ่มบริษัทที่มีระดับ IOD Scores ที่ 5 ดาว) หรือจะต้องมี CGI2 เพิ่มขึ้นอีก 4.25%

โดยหาก TRUE มีระดับ CGI2 เพิ่มขึ้น 4.25% จะช่วยทำให้ Tobin's Q ของบริษัทเพิ่มขึ้นเท่ากับ $4.25 \times 0.05 = 0.21$ เท่า หรือ Tobin's Q ใหม่จะเท่ากับ 1.49 เท่า หรือคิดเป็นราคาต่อหุ้นที่เพิ่มขึ้นเท่ากับ 12.91 บาท หรือราคาหุ้นจะปรับเพิ่มขึ้นคิดเป็น 22.25% เมื่อกำหนดให้ปัจจัย

ต่างๆ ที่ใช้คำนวณ Tobin's Q ซึ่งได้แก่ จำนวนหุ้น, หนี้สิน และมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชีของบริษัท มีค่าคงที่

ดังนั้น ระดับการกำกับดูแลกิจการที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ammann, Oesch and Schmid (2011)

ตัวแปรควบคุม ผลที่ได้จากแบบจำลอง Fixed Effects Model with robust SE พบว่า มีเฉพาะ CASH, CAPEX/ASSETS และ Debt Ratio ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

- CASH และ CAPEX/ASSETS เป็นตัวแปรควบคุมที่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับที่คาดการณ์และสอดคล้องกับการศึกษาของ Ammann, Oesch and Schmid (2011) ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาถึงขนาดของผลกระทบจะพบว่า หาก CASH เพิ่มขึ้น 1% จากค่าเฉลี่ย มูลค่ากิจการ โดย Tobin's Q จะเพิ่มขึ้น 0.02 เท่า ในขณะที่ CAPEX/ASSETS เพิ่มขึ้น 1% จากค่าเฉลี่ย จะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น 0.02 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับกรณีแบบจำลองที่ 1 (CGI1)

- Debt Ratio เป็นตัวแปรควบคุมที่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับมูลค่ากิจการ โดยไม่สอดคล้องกับที่คาดการณ์และการศึกษาของ Ammann, Oesch and Schmid (2011) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาพบว่า Debt Ratio มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Aggarwal, Erel, Stulz and Williamson (2009) สำหรับผลกระทบพบว่า หาก Debt Ratio เพิ่มขึ้น 1% จากค่าเฉลี่ย มูลค่ากิจการจะเพิ่มขึ้น 0.01 เท่า

ทั้งนี้ สำหรับระดับการกำกับดูแลกิจการจากเกณฑ์ CGI1 มีผลในทิศทางเดียวกันกับ CGI2 แต่จะมีขนาดของผลกระทบที่ต่ำกว่า CGI2 อยู่ที่ 0.01 เท่า

ผลที่ได้จากแบบจำลอง Fixed Effect Model และ Pooled OLS Regression ดังกล่าว แสดงดังตารางที่ 8.3

ตารางที่ 8.3 Fixed/Random Effect Model กรณีปรับ Standard Errors แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัท

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	แบบจำลอง CGI1		แบบจำลอง CGI2	
		FE adj SE	Pooled	FE adj SE	Pooled
CGI1index	+	0.037 *** (0.012)	0.003 (0.005)		
CGI2index	+			0.054 *** (0.017)	0.013 * (0.007)
LNTA	-	0.181 (0.163)	-0.015 (0.062)	0.177 (0.158)	-0.044 (0.064)
PGSALES	+	-0.000 (0)	-0.002 ** (0.001)	-0.000 (0)	-0.002 ** (0.001)
RDSALES	+	-0.016 (0.056)	-0.179 *** (0.05)	-0.005 (0.058)	-0.182 *** (0.05)
CASHandMkt~S	+	0.025 *** (0.006)	0.044 *** (0.004)	0.025 *** (0.006)	0.044 *** (0.004)
CAPEXASSETS	+	0.024 ** (0.009)	0.058 *** (0.006)	0.023 *** (0.009)	0.057 *** (0.006)
PPSALES	-	-0.000 (0)	-0.001 *** (0)	-0.000 (0)	-0.001 *** (0)
EBITSALES	+	0.000 (0)	0.001 ** (0.001)	0.000 (0)	0.001 ** (0.001)
DebtRatio	-	0.008 *** (0.002)	0.006 *** (0.002)	0.008 *** (0.002)	0.006 *** (0.002)
Constant		-3.372 ** (1.455)	0.418 (0.664)	-3.067 ** (1.437)	0.427 (0.637)
N		610	610	610	610
Number of Company		61		61	
F/Wald chi2		8.060 ***	29.020 ***	9.130 ***	29.560 ***
R-sq:					
R-squared			0.303		0.307
Adj R-squared			0.293		0.297
Root MSE			0.917		0.914
R-sq: overall		0.136		0.138	
Sigma_u		0.868		0.873	
Sigma_e		0.572		0.569	
corr(u_i,Xb)		-0.088		-0.130	
Chi2 of Hausman Test		56.580 ***		54.860 ***	
F/Chi2 of Specific Effects		16.660 ***		16.830 ***	

หมายเหตุ : นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(*), 5%(**) และ 1%(***)

ค่าใน () คือ ค่า Standard Errors

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกรณีอ้างอิงจาก IOD Score กับมูลค่ากิจการ

นอกจากนี้ คณะผู้วิจัยยังได้ทำการศึกษามูลค่ากิจการ (Firm Value) กับระดับการกำกับดูแลกิจการที่จัดอันดับโดย IOD ซึ่งใช้วิธีการศึกษาโดยอาศัยเทคนิคการใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) เป็นตัวแทน ทั้งนี้ คณะผู้วิจัยได้แบ่งการสร้าง Dummy Variables ออกเป็น 2 กรณี ได้แก่

กรณีที่ 1 สร้าง Dummy Variables จำนวน 3 ตัว ได้แก่ D3, D4 และ D5 เพื่อเป็นตัวแทนของระดับ CG Scores ต่างๆ ได้แก่

- (1) D3=1 (D4 และ D5 = 0) แทนบริษัทที่ได้ Score จาก IOD = 3 ดาว
- (2) D4 = 1 (D3 และ D5 = 0) แทนบริษัทที่ได้ Score จาก IOD = 4 ดาว
- (3) D5 = 1 (D3 และ D4 = 0) แทนบริษัทที่ได้ Score จาก IOD = 5 ดาว
- (4) D3, D4 และ D5 = 0 บริษัทในกลุ่ม Non-rate

กรณีที่ 2 สร้าง Dummy Variable เพียงตัวเดียว เพื่อเป็นตัวแทนการวิเคราะห์ใน 3 แบบจำลองย่อย ดังนี้

แบบจำลองย่อยที่ 1 สร้าง Dummy Variable 1 ตัว เพื่อเป็นตัวแทนสำหรับบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับทั้งหมด (3-5 ดาว) โดยให้ Diod345 = 1 เมื่อบริษัทนั้นได้รับการจัดอันดับโดย IOD ที่ระดับ 3-5 ดาว

แบบจำลองย่อยที่ 2 สร้าง Dummy Variable 1 ตัว เพื่อเป็นตัวแทนสำหรับบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับ 4-5 ดาว โดยให้ Diod45 = 1 เมื่อบริษัทนั้นได้รับการจัดอันดับโดย IOD ที่ระดับ 4-5 ดาว

แบบจำลองย่อยที่ 3 สร้าง Dummy Variable 1 ตัว เพื่อเป็นตัวแทนสำหรับบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับเฉพาะ 5 ดาว โดยให้ Diod5 = 1 เมื่อบริษัทนั้นได้รับการจัดอันดับโดย IOD ที่ระดับ 5 ดาว

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกรณีอ้างอิงจาก IOD Score กับมูลค่ากิจการ จากทั้ง 2 กรณีข้างต้น (ใช้ Fixed Effect Model ในการอธิบาย) จะพบว่าระดับของการกำกับดูแลกิจการกรณีอ้างอิงจาก IOD Score กับมูลค่ากิจการไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ รายละเอียดดังตารางที่ 8.4

ทั้งนี้ ดังที่ได้กล่าวมาข้างแล้วในบทที่ 4 เรื่องการจัดทำ CG index โดยจากผลการศึกษาพบว่าในกรณีใช้ CG Index ที่จัดทำขึ้นจะพบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่ากิจการ ในขณะที่กรณีใช้ IOD CG Index กลับไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่ากิจการ เนื่องจาก IOD CG Index แบ่งการจัดอันดับออกเป็นช่วงกว้างๆ เพียง 4 ระดับ (Non-rate, ตี, ตีมาก และ ตีเลิศ) ในขณะที่ CG Index ซึ่งจัดทำผลเป็นร้อยละ (%) มีช่วงระดับคะแนนดีกว่า ดังนั้น เมื่อนำระดับของการกำกับดูแลกิจการที่คณะผู้วิจัยจัดทำขึ้นมาวิเคราะห์ความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ จึงมีโอกาสพบความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลและมูลค่ากิจการได้ชัดเจนกว่าแบบ IOD CG Index



ตารางที่ 8.4 Fixed/Random Effect Model by Dummy as IOD Scores กรณีปรับ Standard Error

แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัท

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	แบบจำลอง D3,4,5		แบบจำลอง D345		แบบจำลอง D45		แบบจำลอง D5	
		FE adj SE	Pooled	FE adj SE	Pooled	FE adj SE	Pooled	FE adj SE	Pooled
D3	+	0.075 (0.193)	-0.111 (0.133)						
D4	+	0.034 (0.225)	-0.196 (0.12)						
D5	+	0.202 (0.27)	-0.113 (0.135)						
Diod345	+			0.080 (0.212)	-0.154 (0.112)				
Diod45	+					0.019 (0.127)	-0.104 (0.087)		
Diod5	+							0.162 (0.113)	0.039 (0.091)
LNTA	-	0.321 (0.2)	0.013 (0.068)	0.357 * (0.19)	0.021 (0.065)	0.380 ** (0.174)	0.017 (0.065)	0.335 * (0.175)	-0.019 (0.065)
PGSALES	+	0.000 (0)	-0.002 ** (0.001)	-0.001 (0)	-0.002 ** (0.001)	-0.001 (0)	-0.002 ** (0.001)	0.000 (0)	-0.002 ** (0.001)
RDSALES	+	0.007 (0.046)	-0.178 *** (0.05)	0.005 (0.048)	-0.178 *** (0.05)	0.003 (0.051)	-0.176 *** (0.05)	0.004 (0.048)	-0.178 *** (0.05)
CASHandMkt~S	+	0.028 *** (0.006)	0.045 *** (0.004)	0.028 *** (0.006)	0.045 *** (0.004)	0.028 *** (0.006)	0.045 *** (0.004)	0.028 *** (0.006)	0.044 *** (0.004)
CAPEXASSETS	+	0.025 ** (0.01)	0.060 *** (0.006)	0.025 ** (0.01)	0.059 *** (0.006)	0.025 ** (0.01)	0.059 *** (0.006)	0.025 ** (0.01)	0.058 *** (0.005)
PPESALES	-	-0.001 (0.001)	-0.001 *** (0)	-0.001 (0.001)	-0.001 *** (0)	-0.001 (0.001)	-0.001 *** (0)	-0.001 (0.001)	-0.001 *** (0)
EBITSALES	+	0.001 * (0)	0.001 ** (0.001)	0.001 * (0)	0.001 ** (0.001)	0.001 * (0)	0.001 ** (0.001)	0.001 ** (0)	0.001 ** (0.001)
DebtRatio	+	0.008 *** (0.002)	0.006 *** (0.002)	0.008 *** (0.002)	0.006 *** (0.002)	0.008 *** (0.002)	0.006 *** (0.002)	0.008 *** (0.002)	0.006 *** (0.002)
Constant		-2.733 (1.993)	0.396 (0.685)	-3.085 (1.914)	0.323 (0.652)	-3.274 * (1.798)	0.302 (0.662)	-2.841 (1.806)	0.613 (0.672)
N		610	610	610	610	610	610	610	610
Number of Company		61		61		61		61	
F/Wald chi2		5.090 ***	24.010 ***	5.800 ***	29.270 ***	5.760 ***	29.200 ***	5.920 ***	29.000 ***
R-sq:									
R-squared			0.306		0.305		0.305		0.303
Adj R-squared			0.294		0.295		0.294		0.293
Root MSE			0.916		0.915		0.916		0.917
R-sq: overall		0.157		0.157		0.154		0.155	
Sigma_u		0.840		0.839		0.841		0.842	
Sigma_e		0.589		0.590		0.590		0.588	
corr(u_i,Xb)		-0.011		-0.011		-0.015		-0.013	
Chi2 of Hausman Test		28.970 ***		35.440 ***		29.040 ***		24.940 ***	
F/Chi2 of Specific Effects		15.180 ***		15.080 ***		15.080 ***		15.330 ***	

หมายเหตุ : นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(*), 5%(**) และ 1%(***)

ค่าใน () คือ ค่า Standard Errors

8.3.2 การวิเคราะห์ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ และการบริหารจัดการภาษี (Tax Management) ของกิจการ

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อที่ 6.2.2 ว่าการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) คณะผู้วิจัยได้ทำการศึกษาโดยพิจารณาเฉพาะปัจจัยการบริหารจัดการภาษี (Tax Management) ซึ่งในที่นี้จะใช้แบบจำลองใน 2 กรณี ได้แก่ (1) แบบจำลองสมการถดถอยโดยตรง (Pooled OLS Regression) และ (2) แบบจำลองสมการถดถอยแบบ Panel (Panel Regression Analysis) ซึ่งจากการทดสอบ Hausman Test และ Specific Effects พบว่าแบบจำลอง Random Effect Models มีความเหมาะสมมากที่สุดในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการและการบริหารจัดการภาษี

จากผลการศึกษาจะพบว่าแบบจำลองที่ใช้ $\ln(\text{Tax Management})$ เป็นตัวแปรตามสามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) กับการบริหารจัดการภาษี (Tax Management) ได้ดีกว่ากรณีใช้สัดส่วนของ Tax Management เป็นตัวแปรตามโดยตรงซึ่งพบว่าระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) ได้แก่ CGI1 และ CGI2 เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับการบริหารจัดการภาษี (Tax Management) ซึ่งสอดคล้องกับที่คาดการณ์ กล่าวคือ เมื่อระดับของการกำกับดูแลกิจการสูงขึ้นจะทำให้อัตราภาษีที่บริษัทจ่ายเพิ่มขึ้นหรือบริษัทมีการจ่ายภาษีถูกต้องตามที่กฎหมายกำหนดไว้ ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกิจการซึ่งในที่นี้ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ปรับลดต่ำลงสะท้อนไปถึงมูลค่ากิจการในทางบัญชีที่ปรับลดลง

เมื่อพิจารณาขนาดของผลกระทบจะพบว่า ตัวแปร CGI2 มีขนาดของผลกระทบที่สูงกว่า CGI1 โดยเมื่อ CGI2 ปรับเพิ่มขึ้น 1% จะทำให้กิจการมีบริหารภาษีได้ต่ำลงเท่ากับ 0.011% ในขณะที่กรณี CGI1 ปรับเพิ่มขึ้น 1% จะทำให้กิจการบริหารภาษีได้ต่ำลงเท่ากับ 0.008% กล่าวโดยสรุปได้ว่า เมื่อระดับการกำกับดูแลกิจการปรับเพิ่มขึ้น มีแนวโน้มที่กิจการจะเสียภาษีในอัตราที่สูงขึ้นหรือใกล้เคียงกับอัตราภาษีที่กฎหมายกำหนดมากขึ้น

ทั้งนี้ ผลที่ได้จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการและการบริหารจัดการภาษีตามแบบจำลองทั้ง 2 กรณีข้างต้น แสดงดังตารางที่ 8.5

ตารางที่ 8.5 แบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง CG index และ Tax Management

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	Tax Management				LN(Tax Management)			
		แบบจำลอง CGI1		แบบจำลอง CGI2		แบบจำลอง CGI1		แบบจำลอง CGI2	
		Pooled	RE (Adj. SE)	Pooled	RE (Adj. SE)	Pooled	RE (Adj. SE)	Pooled	RE (Adj. SE)
CGI1index	-	0.188 (0.441)	0.188 (0.506)			-0.005 ** (0.002)	-0.008 *** (0.002)		
CGI2index	-			-0.153 (0.546)	-0.153 (0.619)			-0.007 *** (0.002)	-0.011 *** (0.003)
Constant		99.581 *** (26.51)	99.581 *** (31.26)	116.442 *** (20.405)	116.442 *** (24.025)	4.980 *** (0.117)	5.183 *** (0.15)	4.955 *** (0.089)	5.101 *** (0.128)
N Number of Company		610	610	610	610	597	597	597	597
F/Wald chi2		0.180	0.14	0.080	0.06	5.810 **	11.34 ***	8.330 ***	10.66 ***
R-sq:									
R-squared		0.000		0.000		0.010		0.014	
Adj R-squared		-0.001		-0.002		0.008		0.012	
Root MSE		80.125		80.132		0.347		0.346	
R-sq: overall			0.000		0.000		0.010		0.014
Sigma_u			0.000		0.000		0.153		0.152
Sigma_e			80.851		80.822		0.311		0.310
corr(u_i,Xb)			0.000		0.000		0.000		0.000
Chi2 of Hausman Test			0.290		0.370		0.000		1.110
Chibar2 of Specific Effects			0.000		0.000		1996.140 ***		1932.200 ***

- หมายเหตุ : 1) นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(*), 5%(**) และ 1%(***)
 2) แบบจำลอง RE เป็นแบบจำลอง Random Effect ที่ทำการปรับวิธีคำนวณค่า Standard Errors แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัท
 3) ค่าใน () คือ Standard Errors

8.3.3 การวิเคราะห์ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ, การบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Earnings Leverage) และต้นทุนของหนี้ (Before-tax Cost of Debt) ของกิจการ

จากหัวข้อ 6.3.3 คณะผู้วิจัยได้ใช้การบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Earnings Leverage) และระดับต้นทุนของหนี้ (Before-tax Cost of Debt) ของกิจการ เป็นตัวแทนเพื่อสะท้อนไปยังการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยสร้างแบบจำลองเพื่อทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) กับการบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย, ต้นทุนของหนี้และปัจจัยควบคุมอื่นๆ ประกอบด้วย ปัจจัยด้านผลประกอบการ (ROA), สัดส่วนหนี้สินของกิจการ (Debt Ratio), และสัดส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (PPE/Total Assets)

สำหรับการศึกษาปัจจัย การบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยหรืออัตรากำไรสุทธิต่อกำไรจากผลการดำเนินงานหลังหักภาษี (Earnings Leverage) ผู้วิจัยได้สร้างแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ (1) แบบจำลองสมการถดถอยโดยตรง (Pooled OLS Regression) และ (2) แบบจำลองสมการถดถอยแบบ Panel (Panel Regression Analysis) ซึ่งจากการทดสอบ Hausman Test และ Specific Effects พบว่าแบบจำลอง Random Effect Models มีความเหมาะสมมากที่สุดในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการและการบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย

จากผลการศึกษาจะพบว่าทั้งแบบจำลองที่ใช้ Earnings Leverage โดยตรงและ $\ln(\text{Earnings Leverage})$ เป็นตัวแปรตาม สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) กับการบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยหรืออัตรากำไรสุทธิต่อกำไรจากผลการดำเนินงานหลังหักภาษีได้ ซึ่งพบว่าระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) ได้แก่ CGI1 และ CGI2 เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญทางสถิติโดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับการบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย โดยสอดคล้องกับที่คาดการณ์ กล่าวคือ เมื่อระดับของการกำกับดูแลกิจการสูงขึ้น จะทำให้กิจการมีการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยได้ดีขึ้น หรือมีกำไรสุทธิ (Net Income) เมื่อเทียบกับกำไรจากผลการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) สูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้นตามไปด้วย

ในขณะเดียวกันเมื่อพิจารณาถึงปัจจัยควบคุมซึ่งได้แก่ $I/AvgDebt$ จะพบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ทั้งนี้ ผลที่ได้จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) และการบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยหรืออัตรากำไรสุทธิต่อกำไรจากผลการดำเนินงานหลังหักภาษี ตามแบบจำลองทั้ง 2 กรณีข้างต้น แสดงดังตารางที่ 8.6

ตารางที่ 8.6 แบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง CG index และ การบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	Earnings Leverage				LN(Earnings Leverage)			
		แบบจำลอง CGI1		แบบจำลอง CGI2		แบบจำลอง CGI1		แบบจำลอง CGI2	
		Pooled	RE (Adj. SE)	Pooled	RE (Adj. SE)	Pooled	RE (Adj. SE)	Pooled	RE (Adj. SE)
CGI1index	+	3.110 *** (0.803)	2.867 *** (1.024)			0.007 ** (0.003)	0.011 ** (0.004)		
CGI2index	+			3.135 *** (0.999)	2.977 *** (1.122)			0.006 (0.004)	0.012 ** (0.005)
IAvgDebt	-	-6.302 (12.646)	-10.010 (8.695)	-6.865 (12.7)	-10.212 (8.46)	0.006 (0.06)	-0.020 (0.013)	0.002 (0.06)	-0.021 (0.014)
Constant		-80.443 (51.131)	-61.892 (63.942)	-9.874 (40.711)	-0.402 (44.49)	4.188 *** (0.218)	3.977 *** (0.284)	4.402 *** (0.173)	4.191 *** (0.206)
N		610	610	610	610	573	573	573	573
Number of Company			61		61		61		61
F/Wald chi2		7.790 **	9.020 **	5.210 ***	8.380 **	2.170	11.300 ***	0.930	9.840 ***
R-sq:									
R-squared		0.025		0.017		0.008		0.003	
Adj R-squared		0.022		0.014		0.004		0.000	
Root MSE		145.670		146.280		0.579		0.580	
R-sq: overall			0.025		0.017		0.007		0.003
Sigma_u			50.191		52.094		0.277		0.281
Sigma_e			137.069		137.149		0.526		0.526
corr(u_i,Xb)			0.000		0.000		0.000		0.000
Chi2 of Hausman Test			1.390		0.800		1.700		2.540
Chibar2 of Specific Effects			34.720 ***		39.070 ***		45.130 ***		45.260 ***

- หมายเหตุ : 1) นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(*), 5%(**) และ 1%(***)
 2) แบบจำลอง RE เป็นแบบจำลอง Random Effect ที่ทำการปรับวิธีคำนวณค่า Standard Errors แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัท
 3) ค่าใน () คือ Standard Errors

สำหรับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนของหนี้ (Before-tax Cost of Debt) คณะผู้วิจัยได้สร้างแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ (1) แบบจำลองสมการถดถอยโดยตรง (Pooled OLS Regression) และ (2) แบบจำลองสมการถดถอยแบบ Panel (Panel Regression Analysis) ซึ่งจากการทดสอบ Hausman Test และ Specific Effects พบว่าแบบจำลอง Fixed Effects Model มีความเหมาะสมมากกว่ากรณีที่ใช้แบบจำลอง Random Effects Model และ Pooled OLS Regression แต่ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาค่า F-Test ของแบบจำลอง Fixed Effects Model คณะผู้วิจัยพบว่าแบบจำลองดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ทั้งนี้ ผลที่ได้จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) และระดับต้นทุนของหนี้ ตามแบบจำลองทั้ง 2 กรณีข้างต้น แสดงดังตารางที่ 8.7

ตารางที่ 8.7 แบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง CG index และ ต้นทุนของหนี้

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	(1+ before Tax Cost of Debt)				LN(1+ before Tax Cost of Debt)			
		แบบจำลอง CGI1		แบบจำลอง CGI2		แบบจำลอง CGI1		แบบจำลอง CGI2	
		Pooled	FE (Adj. SE)	Pooled	FE (Adj. SE)	Pooled	FE (Adj. SE)	Pooled	FE (Adj. SE)
CGI1index	-	-0.004 (0.003)	0.004 (0.003)			-0.002 ** (0.001)	0.002 (0.001)		
CGI2index	-			-0.005 (0.003)	0.005 (0.003)			-0.002 ** (0.001)	0.002 (0.001)
ROA	-	0.001 (0.002)	-0.006 (0.004)	0.001 (0.002)	-0.006 (0.004)	0.000 (0.001)	-0.002 (0.002)	0.000 (0.001)	-0.002 (0.002)
DebtRatio	+	-0.002 *** (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.002 *** (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 *** (0)	0.000 (0)	-0.001 *** (0)	0.000 (0)
PPETotalAssets	-	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)
Constant		1.387 *** (0.155)	0.898 *** (0.131)	1.331 *** (0.12)	0.970 *** (0.096)	0.190 *** (0.05)	-0.015 (0.063)	0.177 *** (0.039)	-0.015 (0.063)
N Number of Company		610	610	610	610	610	610	610	610
F/Wald chi2		2.830 **	0.71	2.840 **	0.680	6.070 ***	0.750	6.420 ***	0.750
R-sq:									
R-squared		0.018		0.018		0.039		0.041	
Adj R-squared		0.012		0.012		0.032		0.034	
RootMSE		0.465		0.465		0.150		0.150	
R-sq: overall			0.000		0.000		0.001		0.001
Sigma_u			0.195		0.194		0.076		0.076
Sigma_e			0.456		0.456		0.142		0.142
corr(u_i,Xb)			-0.352		-0.342		-0.219		-0.219
Chi2 of Hausman Test			17.000 ***		16.650 ***		19.340 ***		19.020 ***
F/Chi2 of Specific Effects			1.420 **		1.410 **		2.270 ***		2.240 ***

หมายเหตุ : 1) นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(*), 5%(**) และ 1%(***)

2) แบบจำลอง FE เป็นแบบจำลอง Fixed Effect ที่ทำการปรับวิธีคำนวณค่า Standard Errors แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัท

3) ค่าใน () คือ Standard Errors

8.3.4 การวิเคราะห์ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ และมูลค่ากิจการ ในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

สำหรับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง คณะผู้วิจัยได้สร้างแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ (1) แบบจำลองสมการถดถอยโดยตรง (Pooled OLS Regression) และ (2) แบบจำลองสมการถดถอยแบบ Panel (Panel Regression Analysis) ซึ่งจากการทดสอบ Hausman Test และ Specific Effects พบว่า แบบจำลอง Random Effects Model มีความเหมาะสมมากกว่ากรณีใช้แบบจำลอง Fixed Effects Model และ Pooled OLS Regression

ทั้งนี้ ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการ (Firm Value) และระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) ในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างให้ผลลัพธ์ ดังนี้ เฉพาะระดับการกำกับดูแลกิจการจากเกณฑ์ CGI2 (สัดส่วนระหว่างคุณลักษณะ ข้อที่เป็น 1 กับจำนวนคุณลักษณะทั้งหมด 64 ข้อ) เท่านั้นที่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลที่ได้จาก Random Effect Model with robust SE พบว่า **CGI2 มีนัยสำคัญทางสถิติในระดับที่ 10%** โดยมีเครื่องหมายเป็นบวกสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) และทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และผลการศึกษาของ Ammann, Oesch and Schmid (2011)

เมื่อพิจารณาถึงขนาดของผลกระทบจะพบว่า หาก CGI2 ปรับเพิ่มขึ้น 1% จากค่าเฉลี่ย จะทำให้บริษัทมีมูลค่ากิจการ (ในที่นี้ คือ ค่า Tobin's Q) ในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง เพิ่มขึ้น 0.02 เท่า จึงอาจกล่าวได้ว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการที่สูงขึ้นจะส่งผลบวกต่อมูลค่ากิจการในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

ทั้งนี้ ผลที่ได้จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) และมูลค่ากิจการในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ตามแบบจำลอง Random Effect Model และ Pooled OLS Regression แสดงดังตารางที่ 8.8

ตารางที่ 8.8 Random Effect Model กรณีปรับ Standard Errors แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละ
บริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	แบบจำลอง CGI1		แบบจำลอง CGI2	
		RE adj SE	Pooled	RE adj SE	Pooled
CGI1index	+	0.008 (0.008)	0.018 *** (0.005)		
CGI2index	+			0.019 * (0.01)	0.035 *** (0.006)
LNTA	-	0.381 ** (0.177)	0.185 *** (0.062)	0.334 * (0.177)	0.180 *** (0.06)
PGSALES	+	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
CASHandMkt~S	+	0.011 * (0.007)	0.014 *** (0.004)	0.010 (0.007)	0.014 *** (0.004)
CAPEXASSETS	+	0.006 (0.007)	0.012 ** (0.005)	0.007 (0.007)	0.013 *** (0.005)
PPSALES	-	0.000 * (0)	-0.000 (0)	0.000 * (0)	0.000 (0)
EBITSALES	+	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)	-0.000 (0)
DebtRatio	-	0.001 (0.004)	0.002 (0.002)	0.000 (0.004)	0.000 (0.002)
Constant		-3.474 ** (1.522)	-2.074 *** (0.673)	-3.165 ** (1.558)	-2.122 *** (0.63)
N		220	220	220	220
Number of Company		22		22	
F/Wald chi2		119.780 ***	6.730 ***	149.180 ***	9.380 ***
R-sq:					
R-squared			0.203		0.262
Adj R-squared			0.173		0.234
Root MSE			0.456		0.439
R-sq: overall		0.114		0.174	
Sigma_u		0.366		0.339	
Sigma_e		0.335		0.335	
corr(u_i,Xb)		0.000		0.000	
Chi2 of Hausman Test		9.910		9.440	
F/Chi2 of Specific Effects		155.260 ***		126.280 ***	

หมายเหตุ : นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10%(*), 5%(**) และ 1%(***)

ค่าใน () คือ ค่า Standard Errors

บทที่ 9

สรุปผลการศึกษา

(Conclusion)

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) กับมูลค่ากิจการ (Firm Value) โดยอ้างอิงจากทฤษฎีต่างๆ ที่เกี่ยวข้องได้แก่ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory), ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory) รวมไปถึงแนวคิดของ หลักการกำกับดูแลกิจการและแนวคิดในการประเมินมูลค่ากิจการ การศึกษานี้ใช้แบบจำลองการถดถอย (Panel Regression Analysis) โดยสร้างดัชนีชี้วัดระดับของการกำกับดูแลกิจการด้วยวิธีถ่วงน้ำหนักเท่ากัน (Equal Weight) และ PCA (Principal Component Analysis) เพื่อศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 รวม 61 บริษัทระหว่างปี 2549 ถึง 2558

สำหรับระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG index) ที่คณะผู้วิจัยได้จัดทำขึ้น โดยอ้างอิงจาก Governance Metrics International (GMI) พบว่า CG index มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ แต่ในกรณีอ้างอิงจาก IOD Score กลับไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจาก IOD Score จัดทำผลคะแนนแบ่งเป็นช่วงกว้างเพียง 4 ระดับ (Non-rate, 3 ดาว, 4 ดาว และ 5 ดาว) จึงทำให้ช่วงระดับคะแนนของ IOD กว้างกว่าของ CG index ซึ่งจัดทำผลเป็นร้อยละ (%) ดังนั้นเมื่อนำ CG Index มาวิเคราะห์ความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ผลจะพบความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกับมูลค่ากิจการได้ชัดเจนกว่าแบบ IOD Score แต่อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการจาก CG index และ IOD Score กับมูลค่ากิจการมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ เมื่อระดับของการกำกับดูแลกิจการสูงขึ้นจะส่งผลให้มูลค่ากิจการปรับสูงขึ้นด้วย สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) และทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) อย่างไรก็ตาม สำหรับกรณีที่ใช้ดัชนีชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการที่สร้างขึ้นด้วยวิธี PCA จะพบว่า แม้ความสัมพันธ์จะเป็นไปในทิศทางเดียวกันแต่กลับไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 9.1 แสดงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q ผลการศึกษาพบว่า ตัวชี้วัด CGI1 และ CGI2 ต่างก็มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกหรือเป็นไปในทิศทาง

เดียวกัน กล่าวคือ เมื่อระดับของการกำกับดูแลกิจการสูงขึ้น ก็จะส่งผลให้มูลค่ากิจการในรูปของ Tobin's Q ปรับเพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ ทฤษฎีตัวแทน รวมถึงผลการศึกษาของ Ammann, Oesch and Schmid (2011)

ยกตัวอย่างเช่น บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (TRUE) ในปี 2558 บริษัทมีราคาหุ้นเฉลี่ย ณ ปีนั้นเท่ากับ 10.56 บาทต่อหุ้น มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนเงิน 264,640.44 ล้านบาท และ Tobin's Q เท่ากับ 1.28 เท่า ถ้าบริษัทสามารถยกระดับ CG ตาม IOD Scores จากระดับ 4 ดาว เป็นระดับ 5 ดาว จะช่วยทำให้ Tobin's Q ของบริษัทเพิ่มขึ้นเท่ากับ 1.49 เท่า หรือคิดเป็นราคาต่อหุ้นที่เพิ่มขึ้นเท่ากับ 12.91 บาท หรือราคาหุ้นจะปรับเพิ่มขึ้นคิดเป็น 22.25%

สำหรับตัวแปรควบคุมต่างๆ จะพบว่า สัดส่วนของเงินสดและสินทรัพย์ระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (CASH&MKT) และสัดส่วนของงบลงทุนต่อสินทรัพย์รวม (CAPEXASSETS) เป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ โดยมีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ammann, Oesch and Schmid (2011)

ตัวแปรควบคุมอีกหนึ่งปัจจัยที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ สัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DebtRatio) โดยมีความสัมพันธ์เป็นบวก กล่าวคือ มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Aggarwal, Erel, Stulz and Williamson (2009) รวมถึงเป็นไปตามทฤษฎี Trade off Theory ซึ่งมองว่าการมีหนี้ช่วยให้ผู้ถือหุ้นมีเจ้าหนี้เข้ามาช่วยในการกำกับดูแลการทำงานของฝ่ายจัดการอีกทางหนึ่ง นักลงทุนจึงให้มูลค่ากับบริษัทที่มีภาระหนี้ในทิศทางที่เป็นบวก

สำหรับตัวแปรควบคุมอื่นๆ ได้แก่ ปัจจัยสินทรัพย์รวม (LNTA) และสัดส่วนสินทรัพย์ถาวร (ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์) ต่อยอดขาย (PPESALES) อัตราการเติบโตของยอดขายย้อนหลัง 2 ปี (PGSALES) สัดส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขาย (EBITSALES) สัดส่วนของงบ R&D ต่อยอดขาย (RDSALES) คณะผู้วิจัยพบว่า ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 9.1 ตารางสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ กรณี Tobin's Q

Fixed Effect with Adjust standard error			
ตัวแปร	เครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ที่คาด	เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ
ตัวแปรอิสระ			
<i>CGI1index</i>	+	+	มีนัยสำคัญ
<i>CGI2index</i>	+	+	มีนัยสำคัญ
ตัวแปรควบคุม			
LNTA	-	+	ไม่มีนัยสำคัญ
PGSALES	+	-	ไม่มีนัยสำคัญ
RDSALES	+	-	ไม่มีนัยสำคัญ
<i>CASHandMkt~S</i>	+	+	มีนัยสำคัญ
<i>CAPEXASSETS</i>	+	+	มีนัยสำคัญ
PPESALES	-	-	ไม่มีนัยสำคัญ
EBITSALES	+	+	ไม่มีนัยสำคัญ
<i>DebtRatio</i>	-	+	มีนัยสำคัญ

สำหรับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) คณะผู้วิจัยได้ศึกษาผ่านปัจจัยการบริหารจัดการภาษี (Tax Management) ตามหลักการวิเคราะห์ ROA ของ Dupont Analysis ซึ่งถอดรูปสมการของ ROA ออกเป็น 4 ปัจจัย ได้แก่ Profit Margin, Tax Change, Tax Management และ Total Assets Turnover

จากตารางที่ 9.2 ซึ่งสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) กับการบริหารจัดการภาษี (Tax Management) จะพบว่าระดับของการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับการบริหารจัดการภาษีอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นลบหรือเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ เมื่อระดับของการกำกับดูแลกิจการสูงขึ้น จะส่งผลให้อัตรารายได้ที่บริษัทจ่ายเพิ่มสูงขึ้น หรือบริษัทมีการจ่ายภาษีถูกต้องตามที่กฎหมายมีการกำหนดไว้ จึงกล่าวได้ว่าเมื่อระดับของการกำกับดูแลกิจการสูงขึ้นจะส่งผลให้ ROA ปรับลดลง

ตารางที่ 9.2 ตารางสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับการบริหารจัดการภาษี (Tax Management)

LN(TM) with Random Effects Model			
ตัวแปร	เครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ที่คาด	เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์กับ LN(Tax Management)
<u>ตัวแปรอิสระ</u>			
<i>CGI1index</i>	-	-	มีนัยสำคัญ
<i>CGI2index</i>	-	-	มีนัยสำคัญ
<i>Constant</i>		+	มีนัยสำคัญ

ในกรณีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) กับอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) คณะผู้วิจัยได้ใช้แนวทางการศึกษาเช่นเดียวกับกรณี ROA โดยศึกษาการเปลี่ยนแปลงของ ROE ผ่านการบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Earning Leverage) และค่าต้นทุนของหนี้ (Before-tax cost of debt) ซึ่งค่าต้นทุนของหนี้จะส่งผลกระทบต่อปัจจัยการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Earning Leverage) ตามหลักการวิเคราะห์ ROE ของ Dupont Analysis ทั้งนี้ ในกรณีของ ROE สามารถถอดรูปสมการออกเป็น 3 ปัจจัย ได้แก่ ROA, Earning Leverage และ Capital structure leverage

จากตารางที่ 9.3 ซึ่งสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) กับการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Earning Leverage) จะพบว่าระดับของการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับระดับการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย อย่างมีนัยสำคัญ โดยมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกหรือเป็นไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ เมื่อระดับของการกำกับดูแลกิจการสูงขึ้น จะสะท้อนถึงกิจการมีการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยได้ดีขึ้น หรือมีกำไรสุทธิ (Net Income) เมื่อเทียบกับกำไรจากผลการดำเนินงานหลังหักภาษี (NOPAT) สูงขึ้น จึงกล่าวได้ว่าเมื่อระดับของการกำกับดูแลกิจการสูงขึ้นจะส่งผลให้ ROE ปรับสูงขึ้น

ตารางที่ 9.3 ตารางสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับระดับการบริหารค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Earnings Leverage) ของกิจการ

Earnings Leverage with Random Effects Model			
ตัวแปร	เครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ที่คาด	เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์กับ
ตัวแปรอิสระ			
<i>CGI1index</i>	+	+	มีนัยสำคัญ
<i>CGI2index</i>	+	+	มีนัยสำคัญ
<i>IAvgDebt</i>	-	-	ไม่มีนัยสำคัญ
<i>Constant</i>		-	ไม่มีนัยสำคัญ

ตารางที่ 9.4 เป็นสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) กับระดับค่าต้นทุนของหนี้ (Before-tax cost of debt) แต่อย่างไรก็ตาม จากที่ได้นำเสนอแล้วในบทที่ 8 คณะผู้วิจัยพบว่าแบบจำลองเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับระดับอัตราดอกเบี้ยทั้งในกรณี Fixed Effects Model และ Pooled Regression Analysis ต่างก็ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 9.4 ตารางสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับระดับ
 ค่าต้นทุนของหนี้ (Before-tax cost of debt) ของกิจการ

LN(Int Cost of Debt) with Fixed Effects Model			
ตัวแปร	เครื่องหมายหน้า สัมประสิทธิ์ที่คาด	เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์กับ LN(before Tax Cost of Debt)
ตัวแปรอิสระ			
<i>CGI1index</i>	-	+	ไม่มีนัยสำคัญ
<i>CGI2index</i>	-	+	ไม่มีนัยสำคัญ
ตัวแปรควบคุม			
ROA	-	-	ไม่มีนัยสำคัญ
DebtRatio	+	+	ไม่มีนัยสำคัญ
PPETotalAssets	-	+	ไม่มีนัยสำคัญ
<i>Constant</i>		-	ไม่มีนัยสำคัญ

จากตารางที่ 9.5 ซึ่งสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) กับมูลค่ากิจการที่วัดโดย Tobin's Q ในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จะพบว่าตัวแปร CGI2 เป็นตัวชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการที่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นบวกหรือเป็นไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ เมื่อระดับของการกำกับดูแลกิจการสูงขึ้น ก็จะส่งผลให้มูลค่ากิจการในรูปของ Tobin's Q ปรับเพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ ทฤษฎีตัวแทน รวมถึงผลการศึกษาของ Ammann, Oesch and Schmid (2011)

สำหรับกิจการในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จะพบตัวแปรควบคุมอื่นที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ สินทรัพย์รวม (LNTA) และสัดส่วนสินทรัพย์ถาวร (ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์) ต่อยอดขาย (PPESALES)

ตารางที่ 9.5 ตารางสรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

Random Effects with Adjust standard error			
ตัวแปร	เครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ที่คาด	เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ
ตัวแปรอิสระ			
<i>CGI1index</i>	+	+	ไม่มีนัยสำคัญ
<i>CGI2index</i>	+	+	มีนัยสำคัญ
ตัวแปรควบคุม			
<i>LNTA</i>	-	+	มีนัยสำคัญ
PGSALES	+	-	ไม่มีนัยสำคัญ
CASHandMktS	+	+	ไม่มีนัยสำคัญ
CAPEXASSETS	+	+	ไม่มีนัยสำคัญ
<i>PPESALES</i>	-	+	มีนัยสำคัญ
EBITSALES	+	+	ไม่มีนัยสำคัญ
DebtRatio	-	+	ไม่มีนัยสำคัญ

อย่างไรก็ตาม งานศึกษานี้ยังมีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลของการกำกับดูแลกิจการ โดยหลักเกณฑ์สำหรับดัชนีการกำกับดูแล 64 ข้อ บางข้อไม่สามารถหาข้อมูลได้ เนื่องจากแหล่งข้อมูลบางแหล่งไม่มีการปรับปรุงให้ทันสมัย, มีการเปิดเผยไม่ชัดเจนและบางแหล่งข้อมูลไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชน โดยหากสามารถเข้าถึงแหล่งข้อมูลที่ครอบคลุมมากขึ้น จะทำให้การศึกษามีความครบถ้วนมากยิ่งขึ้น

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป คณะผู้วิจัยเห็นว่าการศึกษาครั้งนี้เลือกบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 การวิจัยครั้งต่อไปควรขยายกลุ่มบริษัทให้เพิ่มมากขึ้น เพื่อเป็นการเพิ่มข้อมูลที่มีประโยชน์ให้นักลงทุนให้สามารถใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจในการลงทุนแก่บริษัทต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ ควรเพิ่มระยะเวลาในการเก็บข้อมูลของการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้

เก็บข้อมูลของการกำกับดูแลกิจการในรูปแบบทุก 2 ปี (ปีเว้นปี) ได้แก่ ข้อมูลปี พ.ศ. 2550, พ.ศ. 2552, พ.ศ. 2554, พ.ศ. 2556 และ พ.ศ. 2558 เพื่อให้เกิดความชัดเจนและความน่าเชื่อถือเพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้แล้ว ในการวิจัยครั้งต่อไปผู้สนใจยังสามารถต่อยอดการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกำกับดูแลกิจการกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) จากการถอดรูปสมการตาม Dupont Analysis ในปัจจัยต่างๆ ในเชิงลึกที่คณะผู้วิจัยยังไม่ได้ทำการศึกษาครอบคลุมไปถึงได้ อาทิ ปัจจัย Profit Margin และ Total Assets Turnover ซึ่งอยู่ในองค์ประกอบของสมการ ROA และปัจจัย Capital structure leverage ซึ่งอยู่ในองค์ประกอบของสมการ ROE เป็นต้น



บรรณานุกรม

- Anthony Kyereboah-Coleman, and Biekpe, N. (2002). "THE RELATIONSHIP BETWEEN BOARD SIZE, BOARD COMPOSITION, CEO DUALITY AND FIRM PERFORMANCE: EXPERIENCE FROM GHANA."
- Damodaran, A. Investment Valuation.
- ERIK LEHMANN and JÜRGENWEIGAND. (2000). "Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany." *European Finance Review*, 4, 157-195.
- Hoje Jo and Maretno A. Harjoto (2011). "Corporate Governance and Firm Value:The Impact of Corporate Social Responsibility." *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351-383.
- Lawrence D. Brown, & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434.
- Leora F. Klapper, & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703– 728.
- Maneesawang, S. (2006). "CORPORATE GOVERNANCE, RISK AND FIRM PERFORMANCE: EVIDENCE FROM THAILAND."
- Manuel Ammann, David Oesch, & Schmid, M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.
- PAUL GOMPERS, JOY ISHII, & METRICK, A. (2003). CORPORATE GOVERNANCE AND EQUITY PRICES. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Peter Kien Pham, Jo-Ann Suchard, & Zein, J. (2007). Corporate governance and alternative performance measures: evidence from Australian firms. *Australian Journal of Management*, 36(3), 371–386.
- Reena Aggarwal, Isil Erel, Ren'e Stulz, & Williamson, R. (2009). Differences in Governance Practices between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes, and Consequences. *The Review of Financial Studies*, 22(8).

- Roszaini Haniffa, & Hudaib, M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7), 1034-1062.
- Sadok El Ghouli, Omrane Guedhamib, et al. (2011). "Does corporate social responsibility affect the cost of capital?" *Journal of Banking & Finance*, 35(9).
- Sanjai Bhagat and Black B. (2001). "The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance." *Journal of Corporation Law*, 231-274.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Stefan Beiner, Wolfgang Drobetz, Markus M. Schmid, & Zimmermann, H. (2006). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. *European Financial Management*, 12(2), 249-283.
- Vidhi Chhaochharia, & Laeven, L. (2009). Corporate governance norms and practices. *Journal of Financial Intermediation*, 18(3), 405-431.
- Michael C. Jensen, & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4).
- กานดา พิศาลปีติ (2558). ผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 11(32).
- นิชนันท์ จันทร์เขตต์ (2554). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100.
- ดิเรก ลีम्मธุรสกุล (2556). การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยโปรแกรม Stata 10.
- นवलนภา อัครพุทธิพร และศิลปพร ศรีจันทเพชร (2550). คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 3(6), 95-106.
- ภูมิฐาน รังคกุลนุวัฒน์ (2558). เศรษฐมิติเบื้องต้น.
- ภูษิต วงศ์หล่อสายชล (2554). ความรับผิดชอบต่อสังคม บรรษัทภิบาล และจรรยาบรรณทางธุรกิจที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย*, 31(4).
- วรกมล เกษมทรัพย์ (2553). "ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย." *คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*.

ศศิวิมล มีอำพล และศราวุธ เรืองสุวรรณ (2553). บรรษัทภิบาลจะช่วยยกระดับผลการดำเนินงานของกิจการได้จริงหรือ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนหมวดอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาชีพบัญชี, 6(17), 57-71.

เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์ (2556). "ความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลกระทบที่มีต่อมูลค่าร่วมของกิจการ: กรณีประเทศไทย." วารสารการจัดการภาครัฐและภาคเอกชน.



ภาคผนวก

ตาราง A-1 คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG Index)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)	แหล่งข้อมูล
		ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท	Board Accountability	
1	✓	ผู้ถือหุ้นทุกคนมีสิทธิ์ออกเสียงในการเลือกตั้งคณะกรรมการประจำปี	Board members are subject to annual election by all shareholders	รายงานการประชุมผู้ถือหุ้น ข้อบังคับบริษัท และ แบบ 56-1
2	✓	คณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารจะต้องมีการจัดประชุมประจำปี โดยไม่มีคณะกรรมการที่เป็นผู้บริหารเข้าร่วมการประชุม	Non-executive board members have a formal session without executives once a year	แบบ 56-1 และรายงานประจำปี
3	✓	มีการประเมินประสิทธิภาพการทำงานของคณะกรรมการ	Board performance is periodically evaluated	แบบ 56-1 รายงานประจำปี และ รายงานการประชุมผู้ถือหุ้น
4	✓	บริษัทมีการเปิดเผยจรรยาบรรณสำหรับผู้บริหารระดับสูง	Company discloses a code of ethics for senior executives	แบบ 56-1 และรายงานประจำปี
5	✓	บริษัทมีการเปิดเผยนโยบายการกำกับดูแลกิจการหรือแนวทางปฏิบัติ	Company discloses its corporate governance policies or guidelines	แบบ 56-1 และการกำกับดูแล กิจการ

ตาราง A-1 คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)	แหล่งข้อมูล
6	✓	คณะกรรมการหรือกรรมการ เป็นผู้รับผิดชอบในการวางแผนการสืบทอดตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ	Board or a committee is responsible for CEO succession planning	แบบ 56-1 และรายงานประจำปี
7	✓	บริษัทนำคำแนะนำข้อเสนอผู้ถือหุ้นไปปฏิบัติ	Company has not failed to adopt the recommendations of a shareholder proposal	รายงานการประชุมผู้ถือหุ้น
8	✗	คณะกรรมการทุกคนมีหุ้นบริษัทหลังจากใช้สิทธิแปลงสภาพ	All executive board members own shares after excluding options held	-
9	✗	กรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารทุกคนมีหุ้นบริษัทหลังจากใช้สิทธิแปลงสภาพ	All non-executive board members own shares after excluding options held	-
10	✓	ประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารของบริษัทไม่ใช่บุคคลเดียวกัน	Company has a separated chairman and CEO	แบบ 56-1 โครงสร้างการจัดการ และSETSMART
11	✓	การประชุมคณะกรรมการบริษัทจะต้องมีผู้เข้าร่วมอย่างน้อยร้อยละ 75	All members attended at least 75% of the board meetings	แบบ 56-1 และ โครงสร้างการจัดการ

ตาราง A-1 คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)	แหล่งข้อมูล
12	✗	บริษัทมีการกำหนดตำแหน่งผู้นำหรือคณะกรรมการอาวุโสที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร	Company has a designated “lead” or senior non-executive board member	-
13	✓	ไม่มีรายการที่เกี่ยวข้องกันในรอบสามปีที่ผ่านมา	There have been no related-party transactions in the past three years	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี
14	✓	คณะกรรมการกำกับดูแล / คณะอนุกรรมการสรรหา ประกอบด้วยกรรมการอิสระ	The governance/nomination committee is composed of independent board members	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี
15	✓	ไม่มีอดีตนายกบริหารทำหน้าที่ในคณะกรรมการบริษัท	No former CEO of the company serves on the board	แบบ 56-1 - โครงสร้างการจัดการ
16	✗	จำนวนหุ้นที่ถือโดยพนักงานและคณะกรรมการลดลงไม่น้อยกว่าร้อยละ 10	Nr. of shares held by officers and directors has not decreased by 10% or more	-
17	✗	จำนวนหุ้นที่ถือโดยพนักงานและคณะกรรมการเพิ่มขึ้นร้อยละ 10	Nr. of shares held by officers and directors has increased by 10% or more	-

ตาราง A-1 คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)	แหล่งข้อมูล
18	✓	คณะกรรมการกำกับดูแลหรือคณะกรรมการสรรหา มีการจัดทำกฎบัตรหรือขอบเขตการทำงาน	Governance/nomination committee has a written charter or terms of reference	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี
19	✓	จำนวนของคณะกรรมการบริษัทจะต้องมากกว่า 5 คนแต่น้อยกว่า 16 คน	Board size is greater than five but less than 16	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี
20	✓	มีกรรมการอิสระมากกว่าร้อยละ 50 ของคณะกรรมการบริษัท	Board is controlled by more than 50% of independent outside directors	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี
		การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินและการควบคุมภายใน	Financial Disclosure and Internal Control	
21	✓	บริษัทไม่มีการปรับปรุงรายได้โดยมีสาระสำคัญในงบการเงินในช่วงเวลาสามปีที่ผ่านมา	Company has not had a material earnings restatement in the past three years	งบการเงิน
22	✓	คณะกรรมการตรวจสอบมีการจัดทำกฎบัตรและขอบเขตการทำงาน	Audit committee has a written charter or terms of reference	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี

ตาราง A-1 คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)	แหล่งข้อมูล
23	✓	ผู้ตรวจสอบบัญชีไม่ได้แสดงความเห็นในรูปแบบที่มีเงื่อนไขในงวดสองปีที่ผ่านมา	Company has not received a qualified audit opinion within the last two fiscal years	งบการเงิน
24	✗	ปัจจุบันบริษัทไม่ได้อยู่ภายใต้การสอบสวนในเรื่องความผิดปกติของบัญชี	Company is not currently under investigation for accounting irregularities	-
25	✓	คณะกรรมการตรวจสอบทั้งหมดจะต้องเป็นกรรมการอิสระ	Audit committee is wholly composed of independent board members	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี
26	✗	บุคคลอื่นที่นอกเหนือจากผู้บริหารระดับสูงมีอำนาจในการจ้างผู้ตรวจสอบบัญชีภายนอก	Someone other than senior management with sole authority to hire outside auditor	-
27	✗	คณะกรรมการตรวจสอบมีอำนาจแต่เพียงผู้เดียวในการอนุมัติการจัดจ้างบริการอื่นที่นอกเหนือจากการจัดจ้างผู้ตรวจสอบบัญชีภายนอก	Audit committee with sole authority to approve non-audit services from outside auditor	-

ตาราง A-1 คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)	แหล่งข้อมูล
		สิทธิของผู้ถือหุ้น	Shareholders Right	
28	✓	บริษัทไม่ได้จ่ายเงินให้แก่ผู้ตรวจสอบบัญชีในจำนวนเงินที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับการบริการในด้านอื่นๆ	Company did not pay its auditor less for audit related services than for other services	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี
29	✓	ผลการลงคะแนนเสียงสำหรับการประชุมผู้ถือหุ้นล่าสุดมีการเปิดเผยภายใน 14 วันตามวันปฏิทิน	Vote results for the last shareholder meeting are disclosed within 14 days	แบบ 56-1 SETSMART และ รายงานประจำปี
30	✓	หุ้นทุนหรือหุ้นสามัญ 1 หุ้นเท่ากับสิทธิ์ลงคะแนน 1 สิทธิ์ โดยไม่มีข้อจำกัด	All common or ordinary equity shares have one-share, one-vote, no restrictions	แบบ 56-1 ข้อบังคับบริษัท และรายงานประจำปี
31	✓	บริษัทกำหนดนโยบายการลงคะแนนเสียงอย่างเป็นความเรื่องลับ โดยยกเว้นกรณีมีเหตุอันเหมาะสม	The company provides confidential voting with no or with reasonable exceptions	รายงานการประชุมผู้ถือหุ้น และ ข้อบังคับบริษัท
32	✓	ผู้ถือหุ้นมีสิทธิ์ที่เรียกเปิดประชุมวิสามัญได้โดยจะต้องมีจำนวนหุ้นร้อยละ 10 หรือน้อยกว่าจำนวนหุ้นที่ร้องขอให้มีการเปิดประชุม	Shareholders have a right to convene an EGM with 10% or less of the shares requesting one	ข้อบังคับบริษัท

ตาราง A-1 คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)	แหล่งข้อมูล
		ค่าตอบแทน	Remuneration	
33	✗	ผู้ถือหุ้นมีสิทธิจะควบคุมกิจการโดยสามารถสื่อสารผ่านลายลักษณ์อักษร	Shareowners have a right to act in concert through written communication	-
34	✓	สิทธิการลงคะแนนนั้นไม่มีเปอร์เซ็นต์ที่แน่นอน	Voting rights are not capped at a certain percentage	ข้อบังคับบริษัท
35	✓	คณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารจะได้รับผลตอบแทนเป็นเงินสดและหุ้นที่อ้างอิงกับผลการทำงาน	Non-executive board members paid in cash and some form of stock-linked compensation	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี
36	✓	บริษัทได้เปิดเผยเป้าหมายการดำเนินงานสำหรับงบประมาณปีหน้า	Company discloses performance targets for the next fiscal year	รายงานการประชุมผู้ถือหุ้น
37	✓	คณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารจะได้รับผลตอบแทนทั้งหมดอยู่ในรูปแบบของหุ้นที่อ้างอิงกับผลการทำงาน	Non-executive board members are paid entirely in some form of stock-linked compensation	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี

ตาราง A-1 คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)	แหล่งข้อมูล
38	✗	ประธานเจ้าหน้าที่บริหารไม่มีสัญญาจ้างงานที่ระบุถึงการรับประกันว่าจะได้รับเงิน โบนัส	CEO without an employment agreement that provides for guaranteed bonus payments	-
39	✓	เป้าหมายที่ใช้ในการกำหนดผลตอบแทนมีความสอดคล้องกับเป้าหมายทางการเงินของบริษัท	Goals used to determine incentive awards are aligned with the company's financial goals	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี
40	✓	ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร/กรรมการผู้จัดการไม่ได้เป็นสมาชิกของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน	CEO/Managing Director does not sit on the remuneration committee	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี
41	✓	คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนทั้งหมดจะต้องเป็นกรรมการอิสระ	Remuneration committee is wholly composed of independent board members	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี
42	✗	ไม่มีการเปลี่ยนแปลงราคาของ Stock Option ที่ให้แก่ผู้บริหารและไม่มีโครงการแลกเปลี่ยนตราสารสิทธิ์	No repricing of outstanding executive stock options and no option exchange program	-

ตาราง A-1 คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)	แหล่งข้อมูล
43	✓	บริษัทให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดแก่พนักงาน	Expensing of employee stock option grants	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี
44	✓	คณะกรรมการค่าตอบแทนมีการจัดทำกฎบัตรและขอบเขตการทำงาน	Remuneration committee has a written charter or terms of reference	แบบ 56-1 และ รายงานประจำปี
45	✗	ความเป็นไปได้ที่สัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทจะปรับลดลงต่ำกว่า 20% จากจำนวน Stock Option ที่มีอยู่	Potential dilution*** from stock options outstanding is below 20%	-
46	✗	ความเป็นไปได้ที่สัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทจะปรับลดลงต่ำกว่า 20% จากจำนวน Stock Option ที่มีอยู่และที่ยังไม่ได้แจก	Potential dilution*** from stock options outstanding + not yet granted is below 20%	-

ตาราง A-1 คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)	แหล่งข้อมูล
		สถานะตลาดในการควบคุมดูแลกิจการ	Market for control	
47	✗	บริษัทไม่มีการใช้นโยบาย "shareholder rights plan" (Poison pill) เพื่อป้องกันการครอบครองกิจการ (Takeover)	Company has not adopted a shareholder rights plan ("poison pill")	ฐานข้อมูล Reuters
48	✓	บริษัทไม่มีการกำหนดลำดับชั้นของอำนาจคณะกรรมการบริษัท	Company does not have a staggered ("classified") board	แบบ 56-1 และข้อบังคับบริษัท
49	✗	บริษัทไม่สามารถออก Blank check preferred stock ในกรณีที่มีข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์แบบไม่เป็นมิตร	Company cannot issue blank check preferred stock in the event of a hostile tender offer	-
50	✗	นโยบาย shareholder rights plan (poison pill) ได้รับการยอมรับจากการลงคะแนนเสียงของผู้ถือหุ้น	Company's shareholder rights plan ("poison pill") has been ratified by a shareholder vote	-
51	✓	บริษัทดำเนินนโยบายการประเมินราคายุติธรรม หรือการคุ้มครองราคาภายใต้กรอบของกฎหมาย	Fair price provision in place or price protection under applicable law	งบการเงิน

ตาราง A-1 คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)	แหล่งข้อมูล
52	X	ใน Shareholder rights plan ของบริษัทจะต้องมีการทบทวนทุก ๆ 3 ปี (TIDE Provision) หรือมีข้อกำหนดวันหมดอายุของนโยบายภายใน 3 ปี	Shareholder rights plan includes a TIDE provision or a three-year sunset provision	-
53	✓	บริษัทไม่กำหนดเงื่อนไขที่จะต้องใช้สัดส่วนมติเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นให้มากยิ่งขึ้นไปอีกเพื่อขออนุมัติการควบรวมกิจการ	Company does not require a supermajority vote to approve a merger	ข้อบังคับบริษัท
54	✓	ไม่มีผู้ถือหุ้นรายใดหรือกลุ่มผู้ถือหุ้นเสียงข้างมาก (Majority) ที่มีอำนาจในการออกเสียงลงคะแนน	No single shareholder or shareholder group with majority of voting power	แบบ 56-1 และรายงานประจำปี
55	✓	บริษัทเปิดให้มีการลงคะแนนเสียงในการเลือกตั้งคณะกรรมการแบบ cumulative voting	Company allows cumulative voting in the election of directors	ข้อบังคับบริษัท
		พฤติกรรมองค์กร	Corporate behavior	
56	✓	บริษัทมีการกำหนดนโยบายมาตรฐานสถานที่ทำงานเพื่อความปลอดภัย	The company has a policy addressing workplace safety	แบบ 56-1 และรายงานประจำปี

ตาราง A-1 คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)	แหล่งข้อมูล
57	✓	บริษัทไม่ได้อยู่ระหว่างถูกดำเนินคดีทางอาญา	Company does not have pending criminal litigation against it	แบบ 56-1 เรื่องประเด็นข้อพิพาททางกฎหมายและงบการเงิน
58	✓	ไม่มีข้อกล่าวหาว่าบริษัทมีการใช้แรงงานอย่างไม่เป็นธรรมในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา	No allegation that the company used sweat shops within the last three years	แบบ 56-1 เรื่องประเด็นข้อพิพาททางกฎหมายและงบการเงิน
59	✓	บริษัทมีการเปิดเผยผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม	Company discloses its environmental performance	แบบ 56-1 รายงานประจำปี และ รายงานความยั่งยืน
60	✓	บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลความปลอดภัยในสถานที่ทำงาน	Company discloses its workplace safety record	แบบ 56-1 รายงานประจำปี และ รายงานความยั่งยืน

ตาราง A-1 คุณลักษณะ (Attributes) ที่ใช้ในการจัดทำดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG Index) (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)	แหล่งข้อมูล
61	x	ไม่มีการตรวจสอบการปฏิบัติตามกฎระเบียบสำหรับเอกสารอื่น ๆ นอกเหนือจากความผิดปกติทางบัญชี	No regulatory investigation for a material issue other than for accounting irregularities	-
62	✓	บริษัทมีการเปิดเผยนโยบายเกี่ยวกับการบริจาคเงินให้กับพรรคการเมือง	Company discloses its policy regarding corporate level political donations	แบบ 56-1 และรายงานประจำปี
63	✓	บริษัทไม่ถูกตั้งข้อหาละเมิดความปลอดภัย/การใช้ความรุนแรงในสถานที่ทำงานภายในสองปีที่ผ่านมา	Company has not been charged with workplace safety violations within the last two years	แบบ 56-1 รายงานประจำปี และ รายงานความยั่งยืน
64	✓	บริษัทไม่ได้ถูกกล่าวหาจากหน่วยงานผู้รับผิดชอบว่ามีการใช้แรงงานเด็ก	It has not been alleged by a responsible party that the company used child labor	แบบ 56-1 รายงานประจำปี และ รายงานความยั่งยืน

หมายเหตุ:

- รูปสัญลักษณ์ ความหมายของสัญลักษณ์
- ✓ สามารถหาข้อมูลได้ในประเทศไทย
 - x ไม่สามารถหาข้อมูลได้ในประเทศไทย

ตาราง A-2 แสดงจำนวนคุณลักษณะ (Attributes) ทั้ง 17 ข้อที่จะใช้ในการจัดทำ PCA-based governance index

หมวดหมู่	ข้อ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)
ความ รับผิดชอบ ของ คณะกรรมการ บริษัท	1	ผู้ถือหุ้นทุกคนมีสิทธิ์ออกเสียงในการเลือกตั้งคณะกรรมการประจำปี	Board members are subject to annual election by all shareholders
	2	บริษัทมีการเปิดเผยนโยบายการกำกับดูแลกิจการหรือแนวทางปฏิบัติ	Company discloses its corporate governance policies or guidelines
	3	บริษัทมีการกำหนดตำแหน่งผู้นำหรือคณะกรรมการอาวุโสที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร	Company has a designated “lead” or senior non-executive board member
	4	ไม่มีรายการที่เกี่ยวข้องกันในรอบสามปีที่ผ่านมา	There have been no related-party transactions in the past three years
	5	ไม่มีอดีตประธานเจ้าหน้าที่บริหารทำหน้าที่ในคณะกรรมการบริษัท	No former CEO of the company serves on the board
	6	จำนวนของคณะกรรมการบริษัทจะต้องมากกว่า 5 คนแต่น้อยกว่า 16 คน	Board size is greater than five but less than 16

ตาราง A-2 แสดงจำนวนคุณลักษณะ(Attributes) ทั้ง 17 ข้อที่จะใช้ในการจัดทำ PCA-based governance index (ต่อ)

หมวดหมู่	ข้อ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)
	7	มีกรรมการอิสระมากกว่าร้อยละ 50 ของคณะกรรมการบริษัท	Board is controlled by more than 50% of independent outside directors
การเปิดเผย ข้อมูล ทางด้าน การเงินและ การควบคุม ภายใน	8	บริษัทไม่มีการปรับปรุงรายได้โดยมีสาระสำคัญในงบการเงินในช่วงเวลาสามปีที่ผ่านมา	Company has not had a material earnings restatement in the past three years
	9	ผู้ตรวจสอบบัญชีไม่ได้แสดงความเห็นในรูปแบบที่มีเงื่อนไขในงวดสองปีที่ผ่านมา	Company has not received a qualified audit opinion within the last two fiscal years
	10	คณะกรรมการตรวจสอบทั้งหมดจะต้องเป็นกรรมการอิสระ	Audit committee is wholly composed of independent board members
สิทธิของผู้ ถือหุ้น	11	หุ้นทุนหรือหุ้นสามัญ 1 หุ้นเท่ากับสิทธิลงคะแนน 1 สิทธิ โดยไม่มีข้อจำกัด	All common or ordinary equity shares have one-share, one-vote, with no restrictions
	12	ผู้ถือหุ้นมีสิทธิที่เรียกเปิดประชุมวิสามัญได้โดยจะต้องมีจำนวนหุ้นร้อยละ 10 หรือน้อยกว่าจำนวนหุ้นที่ร้องขอให้มีการเปิดประชุม	Shareholders have a right to convene an EGM with 10% or less of the shares requesting one
	13	สิทธิการลงคะแนนนั้นไม่มีเปอร์เซ็นต์ที่แน่นอน	Voting rights are not capped at a certain percentage

ตาราง A-2 แสดงจำนวนคุณลักษณะ(Attributes) ทั้ง 17 ข้อที่จะใช้ในการจัดทำ PCA-based governance index (ต่อ)

หมวดหมู่	ข้อ	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)
สถานะ ตลาดในการ ควบคุมดูแล กิจการ	14	บริษัทไม่มีการกำหนดลำดับชั้นของอำนาจคณะกรรมการบริษัท	Company does not have a staggered (“classified”) board
	15	บริษัทไม่กำหนดเงื่อนไขที่จะต้องใช้สัดส่วนมติเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นให้มากยิ่งขึ้นไปอีกเพื่อขออนุมัติการควบรวมกิจการ	Company does not require a supermajority vote to approve a merger
	16	ไม่มีผู้ถือหุ้นรายใดหรือกลุ่มผู้ถือหุ้นเสียงข้างมาก (Majority) ที่มีอำนาจในการออกเสียงลงคะแนน	No single shareholder or shareholder group with majority of voting power
	17	บริษัทเปิดให้มีการลงคะแนนเสียงในการเลือกตั้งคณะกรรมการแบบ cumulative voting	Company allows cumulative voting in the election of directors

ตาราง A-3 รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ณ สิ้นปี 2558 (ไม่รวมกลุ่มบริษัทประเภทสถาบันการเงิน บริษัทประกัน และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ รวมถึงบริษัทที่มีข้อมูลหรือจดทะเบียนไม่ครบ 10 ปี, กลุ่มบริษัทที่มีการควบรวมกิจการ และกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนโดยอ้อม (Backdoor Listing), กลุ่มบริษัทที่ข้อมูลมีความผิดปกติ มี outliers)

ข้อ	หลักทรัพย์	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ
1	ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
2	AMATA	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
3	AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	บริการ	ขนส่งและโลจิสติกส์
4	AP	บริษัท เอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
5	BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
6	BDMS	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด(มหาชน)	บริการ	การแพทย์
7	BEC	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)	บริการ	สื่อและสิ่งพิมพ์
8	BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)	บริการ	การแพทย์
9	BLAND	บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
10	BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	บริการ	ขนส่งและโลจิสติกส์
11	CENTEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)	บริการ	การท่องเที่ยวและสันทนาการ
12	CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บริการรับเหมาก่อสร้าง

ตาราง A-3 รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ณ สิ้นปี 2558 (ไม่รวมกลุ่มบริษัทประเภทสถาบันการเงิน บริษัทประกัน และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ รวมถึงบริษัทที่มีข้อมูลหรือจดทะเบียนไม่ครบ 10 ปี, กลุ่มบริษัทที่มีการควบรวมกิจการ และกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนโดยอ้อม (Backdoor Listing), กลุ่มบริษัทที่ข้อมูลมีความผิดปกติ มี outliers) (ต่อ)

ข้อ	หลักทรัพย์	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ
13	CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	บริการ	พาณิชย์
14	CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	อาหารและเครื่องดื่ม
15	CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
16	DELTA	บริษัท เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
17	DEMCO	บริษัท เด็มโก้ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
18	DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
19	EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
20	ERW	บริษัท ดิ เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	บริการ	การท่องเที่ยวและสันทนาการ
21	GFPT	บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	ธุรกิจการเกษตร

ตาราง A-3 รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ณ สิ้นปี 2558 (ไม่รวมกลุ่มบริษัทประเภทสถาบันการเงิน บริษัทประกัน และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ รวมถึงบริษัทที่มีข้อมูลหรือจดทะเบียนไม่ครบ 10 ปี, กลุ่มบริษัทที่มีการควบรวมกิจการ และกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนโดยอ้อม (Backdoor Listing), กลุ่มบริษัทที่ข้อมูลมีความผิดปกติ มี outliers) (ต่อ)

ข้อ	หลักทรัพย์	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ
22	GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
23	HANA	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
24	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	บริการ	พาณิชย์
25	INTUCH	บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
26	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
27	ITD	บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บริการรับเหมาก่อสร้าง
28	KCE	บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
29	LH	บริษัท แลนด์เอนด์เฮาส์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
30	LOXLEY	บริษัท ล็อกซ์เล่ย์ จำกัด (มหาชน)	บริการ	พาณิชย์
31	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
32	MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	บริการ	สื่อและสิ่งพิมพ์
33	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	อาหารและเครื่องดื่ม

ตาราง A-3 รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ณ สิ้นปี 2558 (ไม่รวมกลุ่มบริษัทประเภทสถาบันการเงิน บริษัทประกัน และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ รวมถึงบริษัทที่มีข้อมูลหรือจดทะเบียนไม่ครบ 10 ปี, กลุ่มบริษัทที่มีการควบรวมกิจการ และกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนโดยอ้อม (Backdoor Listing), กลุ่มบริษัทที่ข้อมูลมีความผิดปกติ มี outliers) (ต่อ)

ข้อ	หลักทรัพย์	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ
34	PS	บริษัท พุกยา เรียวเอสเตท จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
35	PSL	บริษัท พรีเมียม ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน)	บริการ	ขนส่งและโลจิสติกส์
36	PTT	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
37	PTTEP	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
38	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
39	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
40	ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)	บริการ	พาณิชย์
41	RS	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)	บริการ	สื่อและสิ่งพิมพ์
42	S	บริษัท สิงห์ เอสเตท จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
43	SAMART	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
44	SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด(มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	วัสดุก่อสร้าง

ตาราง A-3 รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ณ สิ้นปี 2558 (ไม่รวมกลุ่มบริษัทประเภทสถาบันการเงิน บริษัทประกัน และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ รวมถึงบริษัทที่มีข้อมูลหรือจดทะเบียนไม่ครบ 10 ปี, กลุ่มบริษัทที่มีการควบรวมกิจการ และกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนโดยอ้อม (Backdoor Listing), กลุ่มบริษัทที่ข้อมูลมีความผิดปกติ มี outliers) (ต่อ)

ข้อ	หลักทรัพย์	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ
45	SF	บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
46	SIRI	บริษัท แสตนลิริ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
47	SPALI	บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
48	SPCG	บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
49	STEC	บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด(มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บริการรับเหมาก่อสร้าง
50	STPI	บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บริการรับเหมาก่อสร้าง
51	SVI	บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
52	THAI	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	บริการ	ขนส่งและโลจิสติกส์
53	THCOM	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
54	TICON	บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ตาราง A-3 รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ณ สิ้นปี 2558 (ไม่รวมกลุ่มบริษัทประเภทสถาบันการเงิน บริษัทประกัน และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ รวมถึงบริษัทที่มีข้อมูลหรือจดทะเบียนไม่ครบ 10 ปี, กลุ่มบริษัทที่มีการควบรวมกิจการ และกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนโดยอ้อม (Backdoor Listing), กลุ่มบริษัทที่ข้อมูลมีความผิดปกติ มี outliers) (ต่อ)

ข้อ	หลักทรัพย์	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ
55	TOP	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
56	TPIPL	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	วัสดุก่อสร้าง
57	TRUE	บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
58	TTA	บริษัท โทรคมนาคมไทย เอ็นดีซีเอส จำกัด (มหาชน)	บริการ	ขนส่งและโลจิสติกส์
59	U	บริษัท ยู ซิตี้ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
60	UNIQ	บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บริการรับเหมาก่อสร้าง
61	UV	บริษัท ยูนิ เวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ตาราง A-4 ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (% of firms meeting attributes)					
			2550	2552	2554	2556	2558	ค่าเฉลี่ย
		ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท						
1	✓	คณะกรรมการบริษัทได้รับการแต่งตั้งจากการคัดเลือกประจำปีโดยผู้ถือหุ้น	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
2	✓	คณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารจะต้องมีการจัดประชุมประจำปี โดยไม่มีคณะกรรมการที่เป็นผู้บริหารเข้าร่วมการประชุม	30.65%	51.61%	56.45%	66.13%	69.35%	54.84%
3	✓	มีการประเมินประสิทธิภาพการทำงานของคณะกรรมการบริษัท	85.48%	88.71%	91.94%	95.16%	96.77%	91.61%
4	✓	บริษัทมีการเปิดเผยจรรยาบรรณสำหรับผู้บริหารระดับสูง	8.06%	6.45%	12.90%	20.97%	25.81%	14.84%
5	✓	บริษัทมีการเปิดเผยนโยบายการกำกับดูแลกิจการหรือแนวทางปฏิบัติ	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

ตาราง A-4 ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (% of firms meeting attributes)					
			2550	2552	2554	2556	2558	ค่าเฉลี่ย
6	✓	คณะกรรมการบริษัทหรือคณะอนุกรรมการย่อยเป็นผู้รับผิดชอบให้มีการทำแผนสี่บทลดตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหาร	50.00%	61.29%	59.68%	72.58%	77.42%	64.19%
7	✓	บริษัทได้นำข้อเสนอแนะของผู้ถือหุ้นไปปฏิบัติ	0.00%	0.00%	1.61%	0.00%	0.00%	0.32%
8	✗	คณะกรรมการทุกคนมีหุ้นบริษัทหลังจากใช้สิทธิแปลงสภาพ	-	-	-	-	-	-
9	✗	คณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารทุกคนมีหุ้นบริษัทหลังจากใช้สิทธิแปลงสภาพ	-	-	-	-	-	-
10	✓	ประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารของบริษัทไม่ใช่บุคคลเดียวกัน	85.48%	87.10%	85.48%	87.10%	87.10%	86.45%
11	✓	การประชุมคณะกรรมการบริษัทจะต้องมีผู้เข้าร่วมอย่างน้อยร้อยละ 75	35.48%	40.32%	46.77%	43.55%	50.00%	43.23%
12	✗	บริษัทมีการกำหนดตำแหน่งผู้นำหรือคณะกรรมการอาวุโสที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร	-	-	-	-	-	-

ตาราง A-4 ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (% of firms meeting attributes)					
			2550	2552	2554	2556	2558	ค่าเฉลี่ย
13	✓	ไม่มีรายการที่เกี่ยวข้องกันในรอบสามปีที่ผ่านมา	3.23%	3.23%	1.61%	1.61%	1.61%	2.26%
14	✓	คณะกรรมการกำกับดูแล / คณะกรรมการสรรหาประกอบด้วยกรรมการอิสระ	70.97%	72.58%	72.58%	80.65%	83.87%	76.13%
15	✓	ไม่มีอดีตประธานเจ้าหน้าที่บริหารทำหน้าที่ในคณะกรรมการบริษัท	77.42%	82.26%	77.42%	75.81%	74.19%	77.42%
16	✗	จำนวนหุ้นที่ถือโดยพนักงานและคณะกรรมการลดลงไม่น้อยกว่าร้อยละ 10	-	-	-	-	-	-
17	✗	จำนวนหุ้นที่ถือโดยพนักงานและคณะกรรมการเพิ่มขึ้นร้อยละ 10	-	-	-	-	-	-
18	✓	คณะกรรมการกำกับดูแล / คณะกรรมการสรรหา มีการจัดทำกฎบัตรหรือขอบเขตการทำงาน	72.58%	74.19%	74.19%	85.48%	90.32%	79.35%

ตาราง A-4 ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (% of firms meeting attributes)					
			2550	2552	2554	2556	2558	ค่าเฉลี่ย
19	✓	จำนวนของคณะกรรมการบริษัทจะต้องมากกว่า 5 คนแต่น้อยกว่า 16 คน	96.77%	91.94%	93.55%	96.77%	95.16%	94.84%
20	✓	มีกรรมการอิสระมากกว่าร้อยละ 50 ของคณะกรรมการบริษัท	14.52%	22.58%	19.35%	25.81%	25.81%	21.61%
		การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินและการควบคุมภายใน						
21	✓	บริษัทไม่มีการปรับปรุงรายได้อย่างมีสาระสำคัญในงบการเงินในช่วงเวลาสามปีที่ผ่านมา	91.94%	90.32%	96.77%	91.94%	95.16%	93.23%
22	✓	คณะกรรมการตรวจสอบมีการจัดทำกฎบัตรและขอบเขตการทำงาน	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
23	✓	ผู้ตรวจสอบบัญชีไม่ได้แสดงความเห็นในรูปแบบที่มีเงื่อนไขในงวดสองปีที่ผ่านมา	91.94%	95.16%	96.77%	98.39%	98.39%	96.13%

ตาราง A-4 ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (% of firms meeting attributes)					
			2550	2552	2554	2556	2558	ค่าเฉลี่ย
24	x	ปัจจุบันบริษัทไม่ได้อยู่ภายใต้การสอบสวนเรื่องความผิดปกติของบัญชี	-	-	-	-	-	-
25	✓	คณะกรรมการตรวจสอบทั้งหมดจะต้องเป็นกรรมการ	98.39%	100.00%	98.39%	98.39%	98.39%	98.71%
26	x	บุคคลอื่นที่นอกเหนือจากผู้บริหารระดับสูงมีอำนาจในการจ้างผู้ตรวจสอบบัญชีภายนอก	-	-	-	-	-	-
27	x	คณะกรรมการตรวจสอบมีอำนาจแต่เพียงผู้เดียวในการอนุมัติการจ้างบริการอื่นที่นอกเหนือจากการจ้างผู้ตรวจสอบบัญชีภายนอก	-	-	-	-	-	-
28	✓	บริษัทไม่ได้จ่ายเงินให้แก่ผู้ตรวจสอบบัญชีในจำนวนเงินที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับการบริการในด้านอื่นๆ	82.26%	79.03%	82.26%	87.10%	82.26%	82.58%
		สิทธิของผู้ถือหุ้น						
29	✓	ผลการลงคะแนนเสียงสำหรับการประชุมผู้ถือหุ้นล่าสุดมีการเปิดเผยภายใน 14 วันตามวันปฏิทิน	98.39%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	99.68%

ตาราง A-4 ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (% of firms meeting attributes)					
			2550	2552	2554	2556	2558	ค่าเฉลี่ย
30	✓	หุ้นทุนหรือหุ้นสามัญ 1 หุ้นเท่ากับสิทธิ์ลงคะแนน 1 สิทธิ์ โดยไม่มีข้อจำกัด	59.68%	56.45%	54.84%	51.61%	50.00%	54.52%
31	✓	บริษัทกำหนดนโยบายการลงคะแนนเสียงอย่างเป็นทางการเรื่องลับ โดยยกเว้นกรณีมีเหตุอันเหมาะสม	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
32	✓	ผู้ถือหุ้นมีสิทธิ์ที่เรียกเปิดประชุมวิสามัญได้โดยจะต้องมีจำนวนหุ้นร้อยละ 10 หรือน้อยกว่าจำนวนหุ้นที่ร้องขอให้มีการเปิดประชุม	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
33	✗	ผู้ถือหุ้นมีสิทธิ์จะควบคุมกิจการ โดยสามารถสื่อสารผ่านลายลักษณ์อักษร	-	-	-	-	-	-
34	✓	สิทธิการลงคะแนนนั้นไม่มีเปอร์เซ็นต์ที่แน่นอน	33.87%	33.87%	33.87%	33.87%	33.87%	33.87%
		คำตอบแทน						
35	✓	คณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารจะได้รับผลตอบแทนเป็นเงินสดและหุ้นที่อ้างอิงกับผลการดำเนินงาน	3.23%	3.23%	3.23%	1.61%	1.61%	2.58%

ตาราง A-4 ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (% of firms meeting attributes)					
			2550	2552	2554	2556	2558	ค่าเฉลี่ย
36	✓	บริษัทได้เปิดเผยเป้าหมายการดำเนินงานสำหรับงบประมาณปีหน้า	0.00%	1.61%	4.84%	3.23%	6.45%	3.23%
37	✓	คณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารจะได้รับผลตอบแทนทั้งหมดอยู่ในรูปแบบของหุ้นที่อ้างอิงกับผลการดำเนินงาน	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
38	✗	ประธานเจ้าหน้าที่บริหารไม่มีสัญญาจ้างงานที่ระบุถึงการรับประกันว่าจะได้รับเงินโบนัส	-	-	-	-	-	-
39	✓	เป้าหมายที่ใช้ในการกำหนดผลตอบแทนมีความสอดคล้องกับเป้าหมายทางการเงินของบริษัท	82.26%	85.48%	85.48%	88.71%	95.16%	87.42%
40	✓	ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร/กรรมการผู้จัดการ ไม่ได้เป็นสมาชิกของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน	69.35%	70.97%	69.35%	72.58%	72.58%	70.97%
41	✓	คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนทั้งหมดจะต้องเป็นกรรมการอิสระ	8.06%	14.52%	12.90%	17.74%	14.52%	13.55%

ตาราง A-4 ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (% of firms meeting attributes)					
			2550	2552	2554	2556	2558	ค่าเฉลี่ย
42	×	ไม่มีการเปลี่ยนแปลงราคาของตราสารสิทธิที่ให้สิทธิแก่ผู้บริหารและไม่มีโครงการแลกเปลี่ยนตราสารสิทธิ	-	-	-	-	-	-
43	✓	บริษัทให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดแก่พนักงาน	32.26%	30.65%	27.42%	20.97%	16.13%	25.48%
44	✓	คณะกรรมการค่าตอบแทนมีการจัดทำกฎบัตรและขอบเขตการทำงาน	77.42%	79.03%	79.03%	85.48%	88.71%	81.94%
45	×	ความเป็นไปได้ที่สัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทจะปรับลดลงต่ำกว่า 20% จากจำนวน Stock Option ที่มีอยู่	-	-	-	-	-	-
46	×	ความเป็นไปได้ที่สัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทจะปรับลดลงต่ำกว่า 20% จากจำนวน Stock Option ที่มีอยู่และที่ยังไม่ได้แจก	-	-	-	-	-	-
		สถานะตลาดในการควบคุมดูแลกิจการ						
47	×	บริษัทไม่มีการใช้นโยบาย "shareholder rights plan" (poison pill) เพื่อป้องกันการครอบครองกิจการ (Take Over)	-	-	-	-	-	-

ตาราง A-4 ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (% of firms meeting attributes)					
			2550	2552	2554	2556	2558	ค่าเฉลี่ย
48	✓	บริษัทไม่มีการกำหนดลำดับชั้นของอำนาจคณะกรรมการบริษัท	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
49	✗	บริษัทไม่สามารถออก Blank check preferred stock ในกรณีที่มีข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์แบบไม่เป็นมิตร	-	-	-	-	-	-
50	✗	นโยบาย shareholder rights plan (poison pill) ได้รับการยอมรับจากการลงคะแนนเสียงของผู้ถือหุ้น	-	-	-	-	-	-
51	✓	บริษัทดำเนินนโยบายการประเมินราคายุติธรรมหรือการคุ้มครองราคาภายใต้กรอบของกฎหมาย	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
52	✗	ใน Shareholder rights plan ของบริษัทจะต้องมีการทบทวนทุกๆ 3 ปี (TIDE Provison) หรือมีข้อกำหนดวันหมดอายุของนโยบายภายใน 3 ปี	-	-	-	-	-	-

ตาราง A-4 ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (% of firms meeting attributes)					
			2550	2552	2554	2556	2558	ค่าเฉลี่ย
		พฤติกรรมองค์กร						
53	✓	บริษัทไม่กำหนดเงื่อนไขที่จะต้องใช้สัดส่วนมติเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นให้มากยิ่งขึ้นไปอีกเพื่อขออนุมัติการควบรวมกิจการ	17.74%	17.74%	17.74%	17.74%	17.74%	17.74%
54	✓	ไม่มีผู้ถือหุ้นรายใดหรือกลุ่มผู้ถือหุ้นเสียงข้างมาก (Majority) ที่มีอำนาจในการออกเสียงลงคะแนน	75.81%	70.97%	70.97%	75.81%	75.81%	73.87%
55	✓	บริษัทเปิดให้มีการรวบรวมคะแนนเสียงในการเลือกตั้งคณะกรรมการ	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
56	✓	บริษัทมีการกำหนดนโยบายมาตรฐานสถานที่ทำงานเพื่อความปลอดภัย	54.84%	59.68%	70.97%	85.48%	85.48%	71.29%
57	✓	บริษัทไม่ได้อยู่ระหว่างถูกดำเนินคดีทางอาญา	61.29%	61.29%	64.52%	66.13%	58.06%	62.26%
58	✓	ไม่มีข้อกล่าวหาว่าบริษัทมีการใช้แรงงานอย่างไม่เป็นธรรมในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา	12.90%	14.52%	12.90%	14.52%	14.52%	13.87%

ตาราง A-4 ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (ต่อ)

ข้อ	หมายเหตุ	คุณลักษณะ (Attributes)	ร้อยละของบริษัทที่มีคุณสมบัติตามคุณลักษณะ (% of firms meeting attributes)					
			2550	2552	2554	2556	2558	ค่าเฉลี่ย
59	✓	บริษัทมีการเปิดเผยผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม	54.84%	67.74%	77.42%	88.71%	93.55%	76.45%
60	✓	บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลความปลอดภัยในสถานที่ทำงาน	53.23%	56.45%	62.90%	79.03%	88.71%	68.06%
61	✗	ไม่มีการตรวจสอบการปฏิบัติตามกฎระเบียบสำหรับเอกสารอื่นๆ นอกเหนือจากความผิดปกติทางบัญชี	-	-	-	-	-	-
62	✓	บริษัทมีการเปิดเผยนโยบายเกี่ยวกับการบริจาคเงินให้กับพรรคการเมือง	4.84%	8.06%	8.06%	17.74%	38.71%	15.48%
63	✓	บริษัทไม่ถูกตั้งข้อหาละเมิดความปลอดภัย/การใช้ความรุนแรงในสถานที่ทำงานภายในสองปีที่ผ่านมา	14.52%	20.97%	19.35%	24.19%	27.42%	21.29%
64	✓	บริษัทไม่ได้ถูกกล่าวหาจากหน่วยงานผู้รับผิดชอบว่ามีการใช้แรงงานเด็ก	14.52%	16.13%	14.52%	17.74%	19.35%	16.45%

ตาราง A-5 แสดงจำนวนคุณลักษณะ (Attributes) ทั้ง 10 ข้อที่จะใช้ในการจัดทำ PCA-based governance index

หมวดหมู่	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)
ความ รับผิดชอบ ของ คณะกรรมการ บริษัท	ไม่มีรายการที่เกี่ยวข้องกันในรอบสามปีที่ผ่านมา	There have been no related-party transactions in the past three years
	ไม่มีอดีตนายกบริหารทำหน้าที่ในคณะกรรมการบริษัท	No former CEO of the company serves on the board
	จำนวนของคณะกรรมการบริษัทจะต้องมากกว่า 5 คนแต่น้อยกว่า 16 คน	Board size is greater than five but less than 16
	มีกรรมการอิสระมากกว่าร้อยละ 50 ของคณะกรรมการบริษัท	Board is controlled by more than 50% of independent outside directors
การเปิดเผย ข้อมูล ทางด้าน การเงินและ การควบคุม ภายใน	ผู้ตรวจสอบบัญชีไม่ได้แสดงความเห็นในรูปแบบที่มีเงื่อนไขในช่วงสองปีที่ผ่านมา	Company has not received a qualified audit opinion within the last two fiscal years
	คณะกรรมการตรวจสอบทั้งหมดจะต้องเป็นกรรมการอิสระ	Audit committee is wholly composed of independent board members

ตาราง A-5 แสดงจำนวนคุณลักษณะ (Attributes) ทั้ง 10 ข้อที่จะใช้ในการจัดทำ PCA-based governance index (ต่อ)

หมวดหมู่	คุณลักษณะ (Attributes)	คุณลักษณะ (Attributes)
สิทธิของผู้ถือหุ้น	หุ้นทุนหรือหุ้นสามัญ 1 หุ้นเท่ากับสิทธิ์ลงคะแนน 1 สิทธิ์ โดยไม่มีข้อจำกัด	All common or ordinary equity shares have one-share, one-vote, with no restrictions
	สิทธิการลงคะแนนนั้นไม่มีเปอร์เซ็นต์ที่แน่นอน	Voting rights are not capped at a certain percentage
สถานะตลาดในการควบคุมดูแลกิจการ	บริษัทไม่กำหนดเงื่อนไขที่จะต้องใช้สัดส่วนมติเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นให้มากยิ่งขึ้นไปอีกเพื่อขออนุมัติการควบรวมกิจการ	Company does not require a supermajority vote to approve a merger
	ไม่มีผู้ถือหุ้นรายใดหรือกลุ่มผู้ถือหุ้นเสียงข้างมาก (Majority) ที่มีอำนาจในการออกเสียงลงคะแนน	No single shareholder or shareholder group with majority of voting power

ตาราง A-6 Correlation Matrix ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม

	TobinQ	CGIIndex	CGI2index	LNTA	PGSALES	RDSALES	CASHandMkt-S	CAPEXASSETS	PPESALES	EBITSALES	DebtRatio	TaxManagem-t	EarningsLe-e	IAvgDebt	PPETotalAs-s	LNTM	LNIIAvgDebt
TobinQ	1.000	0.067	0.121	-0.016	-0.018	0.002	0.378	0.345	-0.055	0.079	-0.040	-0.118	0.055	0.097	-0.072	-0.084	0.073
CGIIndex	0.067	1.000	0.954	0.208	-0.006	0.087	0.033	0.076	-0.091	0.094	0.068	-0.086	0.140	-0.093	0.084	-0.098	-0.114
CGI2index	0.121	0.954	1.000	0.313	-0.030	0.105	0.017	0.113	-0.103	0.107	0.077	-0.099	0.112	-0.094	0.127	-0.118	-0.128
LNTA	-0.016	0.208	0.313	1.000	1.000	-0.022	0.019	0.114	0.022	0.039	0.020	0.002	-0.064	-0.020	-0.018	-0.016	-0.017
PGSALES	-0.018	-0.006	-0.030	-0.064	1.000	-0.022	0.019	0.114	0.022	0.039	0.020	0.002	-0.064	-0.020	-0.018	-0.016	-0.017
RDSALES	0.002	0.087	0.105	0.151	-0.022	1.000	0.255	0.074	-0.024	0.023	-0.137	-0.036	0.044	-0.004	0.027	-0.059	0.010
CASHandMkt-S	0.378	0.033	0.017	-0.062	0.019	0.255	1.000	0.022	-0.083	0.062	-0.398	0.034	-0.005	0.117	-0.157	0.056	0.158
CAPEXASSETS	0.345	0.076	0.113	0.019	0.114	0.074	0.022	1.000	0.170	-0.016	0.009	-0.042	-0.074	0.062	0.316	-0.048	0.052
PPESALES	-0.055	-0.091	-0.103	0.031	0.022	-0.024	-0.083	0.170	1.000	-0.068	0.175	0.001	0.027	0.003	0.434	-0.022	0.024
EBITSALES	0.079	0.094	0.107	0.055	0.039	0.023	0.062	-0.016	-0.068	1.000	-0.161	-0.045	0.065	0.002	-0.035	-0.039	-0.009
DebtRatio	-0.040	0.068	0.077	0.152	0.020	-0.137	-0.398	0.009	0.175	-0.161	1.000	0.026	-0.020	-0.113	0.111	0.010	-0.178
TaxManagem-t	-0.118	-0.086	-0.099	-0.064	0.002	-0.036	0.034	-0.042	0.001	-0.045	0.026	1.000	-0.250	0.009	0.005	0.785	0.030
EarningsLe-e	0.055	0.140	0.112	-0.036	-0.064	0.044	-0.005	-0.074	0.027	0.065	-0.020	-0.250	1.000	-0.004	-0.064	-0.335	-0.010
IAvgDebt	0.097	-0.093	-0.094	-0.041	-0.020	-0.004	0.117	0.062	0.003	0.002	-0.113	0.009	-0.004	1.000	0.006	0.025	0.921
PPETotalAs-s	-0.072	0.084	0.127	0.247	-0.018	0.027	-0.157	0.316	0.434	-0.035	0.111	0.005	-0.064	0.006	1.000	-0.007	0.036
LNTM	-0.084	-0.098	-0.118	-0.091	-0.016	-0.059	0.056	-0.048	-0.022	-0.039	0.010	0.785	-0.335	0.025	-0.007	1.000	0.056
LNIIAvgDebt	0.073	-0.114	-0.128	-0.053	-0.017	0.010	0.158	0.052	0.024	-0.009	-0.178	0.030	-0.010	0.921	0.036	0.056	1.000

ตาราง A-7 Correlation Matrix All Attributes

	No2	No3	No6	No10	No13	No15	No19	No20	No23	No25	No30	No34	No35	No43	No53	No54	No56	No59	No62
No2	1.000	0.193	0.120	-0.018	0.051	0.006	0.140	0.099	-0.014	0.011	-0.126	-0.090	-0.016	-0.035	-0.206	0.139	0.098	0.214	0.138
No3	0.193	1.000	0.332	-0.018	-0.032	0.087	0.140	0.102	0.060	-0.035	-0.043	-0.005	0.049	0.070	0.110	0.085	0.117	0.134	0.130
No6	0.120	0.332	1.000	0.039	0.068	0.015	0.069	0.065	0.164	0.034	-0.142	0.222	0.079	0.082	0.153	0.015	0.151	0.252	0.227
No10	-0.018	-0.018	0.039	1.000	0.060	-0.079	-0.092	0.116	0.018	-0.045	-0.097	0.164	0.064	0.145	0.184	-0.085	0.082	0.002	0.169
No13	0.051	-0.032	0.068	0.060	1.000	0.030	0.036	0.131	0.031	0.017	-0.079	-0.017	0.660	0.210	-0.071	0.041	-0.192	-0.172	-0.065
No15	0.006	0.087	0.015	-0.079	0.030	1.000	0.153	0.171	0.012	-0.062	0.297	-0.347	-0.009	-0.180	-0.133	0.258	-0.036	0.100	-0.067
No19	0.140	0.140	0.069	-0.092	0.036	0.153	1.000	0.016	0.029	-0.027	0.021	-0.080	0.038	-0.098	-0.006	0.160	-0.084	0.042	0.060
No20	0.099	0.102	0.065	0.116	0.131	0.171	0.016	1.000	0.065	0.060	-0.197	0.055	0.112	0.035	-0.182	-0.045	0.056	0.070	0.100
No23	-0.014	0.060	0.164	0.018	0.031	0.012	0.029	0.065	1.000	-0.023	-0.150	0.144	0.033	0.117	0.006	-0.043	0.021	0.007	-0.007
No25	0.011	-0.035	0.034	-0.045	0.017	-0.062	-0.027	0.060	-0.023	1.000	-0.104	0.082	0.019	0.067	0.053	0.062	-0.009	-0.064	-0.109
No30	-0.126	-0.043	-0.142	-0.097	-0.079	0.297	0.021	-0.197	-0.150	-0.104	1.000	-0.619	-0.056	-0.328	-0.068	0.032	-0.136	0.272	-0.200
No34	-0.090	-0.005	0.222	0.164	-0.017	-0.347	-0.080	0.055	0.144	0.082	-0.619	1.000	-0.117	0.411	0.203	-0.133	0.304	-0.326	0.259
No35	-0.016	0.049	0.079	0.064	0.660	-0.009	0.038	0.112	0.033	0.019	-0.056	-0.117	1.000	0.278	-0.076	0.097	-0.257	-0.102	-0.070
No43	-0.035	0.070	0.082	0.145	0.210	-0.180	-0.098	0.035	0.117	0.067	-0.328	0.411	0.278	1.000	-0.117	-0.023	-0.005	-0.356	0.016
No53	-0.206	0.110	0.153	0.184	-0.071	-0.133	-0.006	-0.182	0.006	0.053	-0.068	0.203	-0.076	-0.117	1.000	-0.089	-0.023	-0.061	0.221
No54	0.139	0.085	0.015	-0.085	0.041	0.258	0.160	-0.045	-0.043	0.062	0.032	-0.133	0.097	-0.023	-0.089	1.000	-0.037	0.068	0.011
No56	0.098	0.117	0.151	0.082	-0.192	-0.036	-0.084	0.056	0.021	-0.009	-0.136	0.304	-0.257	-0.005	-0.023	-0.037	1.000	0.219	0.232
No59	0.214	0.134	0.252	0.002	-0.172	0.100	0.042	0.070	0.007	-0.064	0.272	-0.326	-0.102	-0.356	-0.061	0.068	0.219	1.000	0.154
No62	0.138	0.130	0.227	0.169	-0.065	-0.067	0.060	0.100	-0.007	-0.109	-0.200	0.259	-0.070	0.016	0.221	0.011	0.232	0.154	1.000

ตาราง A-8 Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROA

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	แบบจำลอง CGI1		แบบจำลอง CGI2		แบบจำลอง CGI1 adj SE		แบบจำลอง CGI2 adj SE	
		FE	RE	FE	RE	FE	RE	FE	RE
CGI1index	+	0.178 *** (0.058)	0.116 ** (0.051)			0.178 ** [0.087]	0.116 [0.072]		
CGI2index	+			0.222 *** (0.076)	0.141 ** (0.065)			0.222 * [0.122]	0.141 [0.101]
ProfitMargin	+	0.079 *** (0.005)	0.083 *** (0.005)	0.079 *** (0.005)	0.083 *** (0.005)	0.079 *** [0.018]	0.083 *** [0.02]	0.079 *** [0.018]	0.083 *** [0.02]
TaxEfficiency	+	0.016 *** (0.003)	0.015 *** (0.003)	0.016 *** (0.003)	0.015 *** (0.003)	0.016 *** [0.003]	0.015 *** [0.003]	0.016 *** [0.003]	0.015 *** [0.003]
TotalAssetsTurnover	+	7.783 *** (1.027)	5.412 *** (0.772)	7.730 *** (1.027)	5.365 *** (0.772)	7.783 *** [2.146]	5.412 *** [1.37]	7.730 *** [2.163]	5.365 *** [1.373]
Constant		-11.438 *** (3.627)	-5.847 * (3.155)	-8.996 *** (3.01)	-4.136 (2.57)	-11.438 * [6.024]	-5.847 [4.504]	-8.996 * [5.367]	-4.136 [3.896]
N		610	610	610	610	610	610	610	610
Number of Company		61	61	61	61	61	61	61	61
F/Wald chi2		85.46 ***	342.30 ***	85.08 ***	341.41 ***	13.61 ***	51.82 ***	13.45 ***	51.01 ***
R-sq: within		0.386	0.378	0.384	0.377	0.386	0.378	0.384	0.377
between		0.146	0.206	0.150	0.210	0.146	0.206	0.150	0.210
overall		0.248	0.298	0.249	0.299	0.248	0.298	0.249	0.299
Sigma_u		6.028	4.583	6.018	4.580	6.028	4.583	6.018	4.580
Sigma_e		5.484	5.484	5.489	5.489	5.484	5.484	5.489	5.489
corr(u_i,Xb)		-0.290	0.000	-0.293	0.000	-0.290	0.000	-0.293	0.000
Chi2 of Hausman Test		39.060 ***		39.060 ***					

ตาราง A-9 Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROE

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ทิศทาง	แบบจำลอง CGI1		แบบจำลอง CGI2		แบบจำลอง CGI1 adj SE		แบบจำลอง CGI2 adj SE	
		FE	RE	FE	RE	FE	RE	FE	RE
CGI1index	+	0.555 ** (0.228)	0.077 (0.174)			0.555 * [0.296]	0.077 [0.244]		
CGI2index	+			0.705 ** (0.301)	0.172 (0.22)			0.705 * [0.404]	0.172 [0.26]
NOPATAvgTA	+	1.673 *** (0.135)	1.709 *** (0.124)	1.675 *** (0.135)	1.703 *** (0.125)	1.673 *** [0.472]	1.709 *** [0.374]	1.675 *** [0.474]	1.703 *** [0.372]
EarningsLeverage	+	-0.009 (0.007)	-0.017 ** (0.007)	-0.009 (0.007)	-0.017 *** (0.007)	-0.009 [0.02]	-0.017 [0.019]	-0.009 [0.02]	-0.017 [0.018]
CapitalStructureLeverage	+	-9.962 *** (0.5)	-8.368 *** (0.462)	-9.930 *** (0.501)	-8.341 *** (0.462)	-9.962 *** [3.299]	-8.368 ** [3.777]	-9.930 *** [3.303]	-8.341 ** [3.782]
Constant		-2.619 (13.685)	22.088 ** (10.683)	4.339 (11.254)	20.340 ** (8.485)	-2.619 [16.371]	22.088 [16.703]	4.339 [15.167]	20.340 [12.968]
N		610	610	610	610	610	610	610	610
Number of Company		61	61	61	61	61	61	61	61
F/Wald chi2		152.13 ***	608.39 ***	151.92 ***	609.19 ***	6.00 ***	38.38 ***	6.40 ***	41.61 ***
R-sq: within		0.528	0.518	0.527	0.519	0.528	0.518	0.527	0.519
between		0.467	0.534	0.477	0.534	0.467	0.534	0.477	0.534
overall		0.468	0.494	0.472	0.495	0.468	0.494	0.472	0.495
Sigma_u		17.753	9.210	17.557	9.203	17.753	9.210	17.557	9.203
Sigma_e		21.749	21.749	21.757	21.757	21.749	21.749	21.757	21.757
corr(u_i,Xb)		-0.450	0.000	-0.449	0.000	-0.450	0.000	-0.449	0.000
Chi2 of Hausman Test		82.760 ***		81.090 ***					

ตาราง A-10 Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROA

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ทิศทาง	แบบจำลอง D3 D4 D5		แบบจำลอง Diod345		แบบจำลอง Diod45		แบบจำลอง Diod5	
		FE	RE	FE	RE	FE	RE	FE	RE
D3	+	-0.746 (1.002)	-0.745 (0.961)						
D4	+	-0.052 (0.973)	-0.126 (0.912)						
D5	+	-0.979 (1.057)	-1.120 (0.987)						
Diod345	+			-0.537 (0.905)	-0.592 (0.846)				
Diod45	+					0.212 (0.62)	0.061 (0.6)		
Diod5	+							-0.787 (0.691)	-0.880 (0.663)
ProfitMargin	+	0.082 *** (0.005)	0.085 *** (0.005)	0.082 *** (0.005)	0.085 *** (0.005)	0.082 *** (0.005)	0.085 *** (0.005)	0.082 *** (0.005)	0.085 *** (0.005)
TaxEfficiency	+	0.015 *** (0.003)	0.015 *** (0.003)	0.016 *** (0.003)	0.015 *** (0.003)	0.015 *** (0.003)	0.015 *** (0.003)	0.016 *** (0.003)	0.015 *** (0.003)
TotalAssetsTurnover	+	7.357 *** (1.035)	5.410 *** (0.776)	7.390 *** (1.034)	5.394 *** (0.772)	7.468 *** (1.033)	5.386 *** (0.773)	7.364 *** (1.031)	5.380 *** (0.771)
Constant		-0.108 (1.213)	1.511 (1.163)	-0.113 (1.206)	1.526 (1.156)	-0.736 (1.008)	1.019 (1.009)	-0.318 (0.935)	1.291 (0.954)
N		610	610	610	610	610	610	610	610
Number of Company		61	61	61	61	61	61	61	61

ตาราง A-10 Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROA (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	แบบจำลอง D3 D4 D5		แบบจำลอง Diod345		แบบจำลอง Diod45		แบบจำลอง Diod5	
		FE	RE	FE	RE	FE	RE	FE	RE
F/Wald chi2		54.87 ***	337.46 ***	81.79 ***	334.62 ***	81.69 ***	333.87 ***	82.17 ***	336.51 ***
R-sq: within		0.378	0.373	0.375	0.370	0.375	0.370	0.376	0.372
between		0.162	0.220	0.162	0.220	0.161	0.221	0.164	0.223
overall		0.265	0.304	0.263	0.302	0.261	0.303	0.265	0.305
Sigma_u		5.717	4.647	5.729	4.577	5.761	4.577	5.713	4.561
Sigma_e		5.530	5.530	5.53	5.530	5.531	5.531	5.525	5.525
corr(u_i,Xb)		-0.191	0.000	-0.196	0.000	-0.210	0.000	-0.191	0.000
Chi2 of Hausman Test			10.430	80.550 ***		86.490 ***		110.020 ***	



ตาราง A-11 Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) กรณีสลับ Standard Error แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัท

Heteroscedasticity Problem (Robust Standard Errors) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROA

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	แบบจำลอง D3 D4 D5 adj SE		แบบจำลอง Diod345 adj SE		แบบจำลอง Diod45 adj SE		แบบจำลอง Diod5 adj SE	
		FE	RE	FE	RE	FE	RE	FE	RE
D3	+	-0.746 (1.255)	-0.745 (1.048)						
D4	+	-0.052 (1.271)	-0.126 (1.113)						
D5	+	-0.979 (1.587)	-1.120 (1.377)						
Diod345	+			-0.537 [1.14]	-0.592 [0.941]				
Diod45	+					0.212 [0.787]	0.061 [0.716]		
Diod5	+							-0.787 [1.429]	-0.880 [1.322]
ProfitMargin	+	0.082 *** (0.018)	0.085 *** (0.02)	0.082 *** [0.018]	0.085 *** [0.02]	0.082 *** [0.018]	0.085 *** [0.02]	0.082 *** [0.018]	0.085 *** [0.02]
TaxEfficiency	+	0.015 *** (0.003)	0.015 *** (0.003)	0.016 *** [0.003]	0.015 *** [0.003]	0.015 *** [0.003]	0.015 *** [0.003]	0.016 *** [0.004]	0.015 *** [0.003]
TotalAssetsTurnover	+	7.357 *** (2.005)	5.410 *** (1.338)	7.390 *** [1.976]	5.394 *** [1.336]	7.468 *** [1.993]	5.386 *** [1.332]	7.364 *** [1.991]	5.380 *** [1.323]
Constant		-0.108 (1.928)	1.511 (1.115)	-0.113 [1.863]	1.526 [1.086]	-0.736 [1.875]	1.019 [1.049]	-0.318 [1.781]	1.291 [1.053]
N		610	610	610	610	610	610	610	610
Number of Company		61	61	61	61	61	61	61	61

ตาราง A-11 Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) กรณีปรับ Standard Error แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัท

Heteroscedasticity Problem (Robust Standard Errors) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROA (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	แบบจำลอง D3 D4 D5 adj SE		แบบจำลอง Diod345 adj SE		แบบจำลอง Diod45 adj SE		แบบจำลอง Diod5 adj SE	
		FE	RE	FE	RE	FE	RE	FE	RE
F/Wald chi2		8.69 ***	48.15 ***	13.01 ***	48.06 ***	13.04 ***	47.81 ***	13.00 ***	47.84 ***
R-sq: within		0.378	0.373	0.375	0.370	0.375	0.370	0.376	0.372
between		0.162	0.220	0.162	0.220	0.161	0.221	0.164	0.223
overall		0.265	0.304	0.263	0.302	0.261	0.303	0.265	0.305
Sigma_u		5.717	4.647	5.729	4.577	5.761	4.577	5.713	4.561
Sigma_e		5.530	5.530	5.53	5.530	5.531	5.531	5.525	5.525
corr(u_i,Xb)		-0.191	0.000	-0.196	0.000	-0.210	0.000	-0.191	0.000
Chi2 of Hausman Test									



ตาราง A-12 Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROE

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	แบบจำลอง D3 D4 D5		แบบจำลอง Diod345		แบบจำลอง Diod45		แบบจำลอง Diod5	
		FE	RE	FE	RE	FE	RE	FE	RE
D3	+	7.866 ** (3.92)	9.023 ** (3.588)						
D4	+	8.665 ** (3.793)	10.158 *** (3.272)						
D5	+	13.205 *** (4.127)	10.387 *** (3.527)						
Diod345	+			9.472 *** (3.531)	9.909 *** (3.021)				
Diod45	+					4.432 * (2.435)	4.799 ** (2.259)		
Diod5	+							5.958 ** (2.725)	2.568 (2.485)
NOPATAvgTA	+	1.732 *** (0.134)	1.700 *** (0.123)	1.723 *** (0.133)	1.701 *** (0.123)	1.715 *** (0.134)	1.703 *** (0.123)	1.734 *** (0.134)	1.717 *** (0.124)
EarningsLeverage	+	-0.007 (0.007)	-0.017 ** (0.007)	-0.008 (0.007)	-0.017 ** (0.007)	-0.007 (0.007)	-0.016 ** (0.007)	-0.007 (0.007)	-0.017 ** (0.007)
CapitalStructureLeverage	+	-10.119 *** (0.498)	-8.328 *** (0.453)	-10.101 *** (0.498)	-8.327 *** (0.452)	-10.072 *** (0.5)	-8.387 *** (0.455)	-10.086 *** (0.499)	-8.379 *** (0.457)
Constant		21.983 *** (3.595)	18.289 *** (3.428)	22.451 *** (3.578)	18.362 *** (3.419)	27.363 *** (2.625)	23.542 *** (2.798)	28.589 *** (2.221)	25.944 *** (2.509)
N		610	610	610	610	610	610	610	610
Number of Company		61	61	61	61	61	61	61	61

ตาราง A-12 Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROE (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	แบบจำลอง D3 D4 D5		แบบจำลอง Diod345		แบบจำลอง Diod45		แบบจำลอง Diod5	
		FE	RE	FE	RE	FE	RE	FE	RE
F/Wald chi2		102.57 ***	626.41 ***	152.81 ***	628.05 ***	150.78 ***	616.58 ***	151.54 ***	610.06 ***
R-sq: within		0.531	0.523	0.529	0.523	0.525	0.520	0.527	0.520
between		0.514	0.567	0.525	0.569	0.506	0.547	0.489	0.534
overall		0.489	0.508	0.494	0.508	0.486	0.500	0.478	0.495
Sigma_u		16.862	8.661	16.436	8.670	16.583	9.071	17.143	9.193
Sigma_e		21.703	21.703	21.724	21.724	21.801	21.801	21.771	21.771
corr(u_i,Xb)		-0.446	0.000	-0.432	0.000	-0.420	0.000	-0.437	0.000
Chi2 of Hausman Test		75.130 ***		74.660 ***		71.530 ***		78.390 ***	



ตาราง A-13 Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) กรณีสลับ Standard Error แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัท Heteroscedasticity

Problem (Robust Standard Errors) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROE

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	แบบจำลอง D3 D4 D5 adj SE		แบบจำลอง Diod345 adj SE		แบบจำลอง Diod45 adj SE		แบบจำลอง Diod5 adj SE	
		FE	RE	FE	RE	FE	RE	FE	RE
D3	+	7.866 (5.878)	9.023 * (4.757)						
D4	+	8.665 (6.099)	10.158 ** (4.644)						
D5	+	13.205 ** (6)	10.387 ** (4.356)						
Diod345	+			9.472 [5.88]	9.909 ** [4.404]				
Diod45	+					4.432 * [2.463]	4.799 ** [2.188]		
Diod5	+							5.958 ** [2.7]	2.568 [2.105]
NOPATAvgTA	+	1.732 *** (0.467)	1.700 *** (0.35)	1.723 *** [0.473]	1.701 *** [0.353]	1.715 *** [0.474]	1.703 *** [0.362]	1.734 *** [0.465]	1.717 *** [0.361]
EarningsLeverage	+	-0.007 (0.02)	-0.017 (0.018)	-0.008 [0.02]	-0.017 [0.018]	-0.007 [0.02]	-0.016 [0.018]	-0.007 [0.02]	-0.017 [0.018]
CapitalStructureLeverage	+	-10.119 *** (3.241)	-8.328 ** (3.712)	-10.101 *** [3.252]	-8.327 ** [3.705]	-10.072 *** [3.269]	-8.387 ** [3.728]	-10.086 *** [3.251]	-8.379 ** [3.752]
Constant		21.983 *** (7.474)	18.289 ** (7.402)	22.451 *** [7.534]	18.362 ** [7.391]	27.363 *** [7.429]	23.542 *** [7.948]	28.589 *** [7.228]	25.944 *** [8.198]
N		610	610	610	610	610	610	610	610
Number of Company		61	61	61	61	61	61	61	61

ตาราง A-13 Panel Regression Model (Fixed/Random Effect Model) กรณีสลับ Standard Error แบบ Clusters ตามตัวแปรแต่ละบริษัท Heteroscedasticity Problem (Robust Standard Errors) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ROE (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมาย ที่คาด	แบบจำลอง D3 D4 D5 adj SE		แบบจำลอง Diod345 adj SE		แบบจำลอง Diod45 adj SE		แบบจำลอง Diod5 adj SE	
		FE	RE	FE	RE	FE	RE	FE	RE
F/Wald chi2		4.35 ***	57.58 ***	4.16 ***	28.73 ***	4.52 ***	27.61 ***	6.33 ***	49.73 ***
R-sq: within		0.531	0.523	0.529	0.523	0.525	0.520	0.527	0.520
between		0.514	0.567	0.525	0.569	0.506	0.547	0.489	0.534
overall		0.489	0.508	0.494	0.508	0.486	0.500	0.478	0.495
Sigma_u		16.862	8.661	16.436	8.670	16.583	9.071	17.143	9.193
Sigma_e		21.703	21.703	21.724	21.724	21.801	21.801	21.771	21.771
corr(u_i,Xb)		-0.446	0.000	-0.432	0.000	-0.420	0.000	-0.437	0.000
Chi2 of Hausman Test									

