



ASEAN Corporate Governance Scorecard และ กลไกบรรษัทภิบาล  
ส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัท  
จดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์: ประเทศมาเลเซีย  
ประเทศสิงคโปร์ และ ประเทศไทย

โดย

นางสาวณภัทร เอี่ยมวชิรสกุล

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ASEAN Corporate Governance Scorecard และ กลไกบรรษัทภิบาล  
ส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัท  
จดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์: ประเทศมาเลเซีย  
ประเทศสิงคโปร์ และ ประเทศไทย

โดย

นางสาวณภัทร เอี่ยมวชิรสกุล

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

EFFECTS OF ASEAN CORPORATE GOVERNANCE SCORECARD AND  
CORPORATE GOVERNANCE ON FIRM PERFORMANCE  
AND RISK: MALAYSIA SINGAPORE  
AND THAILAND

BY

MISS NAPAT EAMVACHIRASAKUL

AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE  
FINANCIAL MANAGEMENT  
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY  
THAMMASAT UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2016

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวณภัทร เอี่ยมวชิรสกุล

เรื่อง

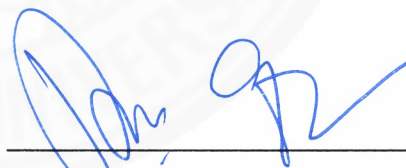
ASEAN Corporate Governance Scorecard และ กลไกบรรษัทภิบาล ส่งผลอย่างไร  
ต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์:  
ประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

30 ส.ย. 2560

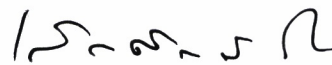
เมื่อ วันที่ .....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ชัยยุทธ ผดุงศักดิ์สวัสดี)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| หัวข้อการค้นคว้าอิสระ           | ASEAN Corporate Governance Scorecard และ<br>กลไกบรรษัทภิบาล ส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการ<br>และความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์:<br>ประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และ ประเทศไทย |
| ชื่อผู้เขียน                    | นางสาวณภัทร เอี่ยมวชิรสกุล  |
| ชื่อปริญญา                      | วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต  |
| สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย        | การบริหารการเงิน<br>พาณิชยศาสตร์และการบัญชี<br>มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  |
| อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ | รองศาสตราจารย์ ดร.เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์  |
| ปีการศึกษา                      | 2559  |

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่า ASEAN Corporate Governance Scorecard และกลไกบรรษัทภิบาล ส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทย โดยรวบรวมข้อมูลทั้งหมด 2 ปี ตั้งแต่ ค.ศ. 2013 – 2014 อ้างอิงคะแนน ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) จำนวน 86 บริษัท คิดเป็นกลุ่มตัวอย่าง 172 ชุด โดยใช้วิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณและการถดถอยโดยวิธี Pooled OLS พบว่า ตัวแปรอิสระที่สัมพันธ์กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญ มีดังนี้ ขนาดคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท และการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลประกอบการของบริษัท ส่วนคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท และ สัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์ในทางลบกับความเสี่ยงของบริษัท ในขณะที่การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวก

**คำสำคัญ:** กลไกบรรษัทภิบาล, การกำกับดูแลกิจการ, ผลประกอบการ, ASEAN Corporate Governance Scorecard, คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี, อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม, ค่า Tobin's Q, Volatility

|                               |  |
|-------------------------------|--|
| Independent Study Title       | EFFECTS OF ASEAN CORPORATE GOVERNANCE SCORECARD AND CORPORATE GOVERNANCE ON FIRM PERFORMANCE AND RISK: MALAYSIA SINGAPORE AND THAILAND |
| Author                        | Miss Napat Eamvachirasakul   |
| Degree                        | Master of Science  |
| Department/Faculty/University | Financial Management<br>Faculty of Commerce and Accountancy<br>Thammasat University  |
| Independent Study Advisor     | Associate Professor Seksak Jumroenwong, Ph.D.  |
| Academic Years                | 2016   |

### ABSTRACT

This study presents empirical evidence on effects of ASEAN Corporate Governance Scorecard and corporate governance on firm performance and risk in Malaysia, Singapore and Thailand during 2013 – 2014 based on ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments. It analyzes 86 companies. Therefore, it consists of 172 samples. The research methodology applies Multiple Regression Analysis and Pooled OLS Regression to examine the relation among factors. The result of overall study indicates that Board of directors' size, Proportion of independent directors, and CEO Duality have negative relationships with firm performance. ASEAN Corporate Governance Scores, Frequency of board meetings and Proportion of independent directors have negative relationships with Volatility of stock returns, whereas CEO Duality has positive relationship.

**Keywords:** Corporate Governance, Firm Performance, ASEAN Corporate Governance Scorecard, ASEAN Corporate Governance Scores, Return on Equity, Return on Assets, Tobin's Q, Volatility of stock returns

## กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ ด้วยความอนุเคราะห์จากอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ รองศาสตราจารย์ ดร.เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์ ที่กรุณาสละเวลาให้คำปรึกษา คอยให้ความรู้ คำแนะนำต่างๆที่เป็นประโยชน์ ตลอดจนแนวทางในการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นตลอดระยะเวลาที่จัดทำ การค้นคว้าอิสระ โดยอาจารย์ได้ให้ความช่วยเหลืออย่างเต็มความสามารถจนกระทั่งการค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้อย่างสมบูรณ์จึงขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร.เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์เป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

ขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ชัยยุทธ ผดุงศักดิ์สวัสดิ์ ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ ที่ให้ความกรุณาสละเวลาเพื่อรับฟังการรายงานการค้นคว้าอิสระ อีกทั้งยังให้ความรู้ คำแนะนำอันเป็นประโยชน์เพื่อปรับปรุงให้การค้นคว้าอิสระฉบับนี้มีความถูกต้องและสมบูรณ์มากขึ้น

ขอขอบพระคุณคณาจารย์โครงการหลักสูตรควววิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารการเงินทุกท่านที่ช่วยประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ตลอดการศึกษา ทำให้ผู้วิจัยมีความรู้ และสามารถนำมาประยุกต์กับการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ นอกจากนี้ขอขอบพระคุณเจ้าหน้าที่ของคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีทุกท่านที่คอยช่วยเหลือและคอยอำนวยความสะดวกตลอดการจัดทำ การค้นคว้าอิสระ

ขอขอบพระคุณคุณพ่อ คุณแม่ และสมาชิกในครอบครัวที่คอยช่วยเหลือ ให้การสนับสนุนในทุกด้าน อีกทั้งยังเป็นกำลังใจให้มาโดยตลอด และขอขอบคุณเพื่อนๆทุกคนที่ให้ความช่วยเหลือและให้กำลังใจเสมอมา

นางสาวณภัทร เอี่ยมวชิรสกุล

## สารบัญ

|   | หน้า |
|---|------|
| บทคัดย่อภาษาไทย                                       | (1)  |
| บทคัดย่อภาษาอังกฤษ                                    | (2)  |
| กิตติกรรมประกาศ                                       | (3)  |
| สารบัญตาราง   | (8)  |
| สารบัญภาพประกอบ                                       | (13) |
| บทที่ 1 บทนำ  | 1    |
| 1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหาการวิจัย                 | 1    |
| 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย                           | 3    |
| 1.3 คำถามของการวิจัย                                  | 3    |
| 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย                 | 3    |
| บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง              | 4    |
| 2.1 ASEAN Corporate Governance Scorecard              | 4    |
| 2.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)                       | 7    |
| 2.3 การกำกับดูแลกิจการที่ดี                           | 8    |
| 2.3.1 ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท           | 9    |
| 2.3.2 สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท        | 10   |
| 2.3.3 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท                         | 11   |
| 2.3.4 การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ | 12   |
| 2.3.5 คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี          | 13   |



|   |    |
|---|----|
| 2.4 ผลประกอบการของบริษัท                                | 15 |
| 2.5 ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์              | 18 |
| 2.6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง                               | 19 |
| 2.6.1 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน                            | 19 |
| 2.6.2 ขนาดของบริษัท                                     | 19 |
| 2.6.3 ความแตกต่างของแต่ละประเทศ                         | 20 |
| <br>  |    |
| บทที่ 3 วิธีการวิจัย                                    | 21 |
| 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง                             | 21 |
| 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล                                 | 22 |
| 3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย                              | 22 |
| 3.3.1 ตัวแปรอิสระ                                       | 22 |
| 3.3.1.1 คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี          | 22 |
| 3.3.1.2 ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท           | 22 |
| 3.3.1.3 สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท        | 22 |
| 3.3.1.4 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท                         | 23 |
| 3.3.1.5 การควรวรมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ | 23 |
| 3.3.2 ตัวแปรตาม   | 23 |
| 3.3.2.1 อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น                  | 23 |
| 3.3.2.2 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม                    | 23 |
| 3.3.2.3 Tobin's Q                                       | 23 |
| 3.3.2.4 ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์          | 23 |
| 3.3.3 ตัวแปรควบคุม                                      | 24 |
| 3.3.3.1 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน                          | 24 |
| 3.3.3.2 ขนาดของบริษัท                                   | 24 |
| 3.3.3.3 ความแตกต่างของแต่ละประเทศ                       | 24 |
| 3.4 กรอบแนวคิดงานวิจัย                                  | 24 |
| 3.5 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล                              | 25 |
| 3.6 สมมติฐานงานวิจัยและการทดสอบสมมติฐาน                 | 25 |

|                                     |   |     |
|-------------------------------------|---|-----|
| 3.6.1                               | คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี  | 26  |
| 3.6.2                               | ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท   | 26  |
| 3.6.3                               | สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท  | 27  |
| 3.6.4                               | ขนาดของคณะกรรมการบริษัท   | 27  |
| 3.6.5                               | การควบบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ                                    | 27  |
| บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล      |   | 30  |
| 4.1                                 | การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)                        | 30  |
| 4.1.1                               | การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาแบบรวมประเทศ<br>ปีค.ศ. 2013 และ ปีค.ศ. 2014     | 30  |
| 4.1.2                               | การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาประเทศมาเลเซีย<br>ในปีค.ศ. 2013 และ ปีค.ศ. 2014 | 36  |
| 4.1.3                               | การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาประเทศสิงคโปร์<br>ในปีค.ศ. 2013 และ ปีค.ศ. 2014 | 41  |
| 4.1.4                               | การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาประเทศไทย<br>ในปีค.ศ. 2013 และ ปีค.ศ. 2014      | 46  |
| 4.2                                 | การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)                           | 51  |
| 4.2.1                               | การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณแบบรวมประเทศในปีค.ศ. 2013                                 | 51  |
| 4.2.2                               | การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณแบบรวมประเทศในปีค.ศ. 2014                                 | 61  |
| 4.3                                 | การวิเคราะห์การถดถอยโดยวิธี Pooled OLS Regression                                   | 71  |
| 4.3.1                               | การวิเคราะห์การถดถอยวิธี Pooled OLS แบบรวมประเทศ<br>ปีค.ศ. 2013 - 2014              | 71  |
| 4.3.2                               | การวิเคราะห์การถดถอยวิธี Pooled OLS ประเทศมาเลเซีย<br>ปีค.ศ. 2013 - 2014            | 82  |
| 4.3.3                               | การวิเคราะห์การถดถอยวิธี Pooled OLS ประเทศสิงคโปร์<br>ปีค.ศ. 2013 - 2014            | 92  |
| 4.3.4                               | การวิเคราะห์การถดถอยวิธี Pooled OLS ประเทศไทย<br>ปีค.ศ. 2013 - 2014                 | 104 |
| บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ |   | 114 |

|                        |     |
|------------------------|-----|
| 5.1 สรุปผลการวิจัย     | 114 |
| 5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย   | 117 |
| 5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย | 118 |
| รายการอ้างอิง          | 119 |
| ภาคผนวก                |     |
| ภาคผนวก ก              | 127 |
| ประวัติผู้เขียน        | 139 |



## สารบัญตาราง

| ตารางที่   | หน้า |
|--|------|
| 2.1 องค์ประกอบและโครงสร้างของหลักเกณฑ์การประเมินส่วนที่ 1              | 6    |
| 2.2 องค์ประกอบและโครงสร้างของหลักเกณฑ์การประเมินส่วนที่ 2              | 6    |
| 4.1 สรุปคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการแบบรวมประเทศ                  | 30   |
| 4.2 สรุปความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทแบบรวมประเทศ              | 31   |
| 4.3 สรุปสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทแบบรวมประเทศ           | 31   |
| 4.4 สรุปขนาดของคณะกรรมการบริษัทแบบรวมประเทศ                            | 32   |
| 4.5 สรุปการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการแบบรวมประเทศ    | 33   |
| 4.6 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาแบบรวมประเทศในปีค.ศ. 2013     | 33   |
| 4.7 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาแบบรวมประเทศในปีค.ศ. 2014     | 34   |
| 4.8 สรุปคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการประเทศมาเลเซีย                | 36   |
| 4.9 สรุปความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทประเทศมาเลเซีย            | 36   |
| 4.10 สรุปสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทประเทศมาเลเซีย        | 37   |
| 4.11 สรุปขนาดของคณะกรรมการบริษัทประเทศมาเลเซีย                         | 38   |
| 4.12 สรุปการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการประเทศมาเลเซีย | 38   |
| 4.13 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013  | 39   |
| 4.14 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2014  | 40   |
| 4.15 สรุปคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการประเทศสิงคโปร์               | 41   |
| 4.16 สรุปความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทประเทศสิงคโปร์           | 41   |
| 4.17 สรุปสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทประเทศสิงคโปร์        | 42   |
| 4.18 สรุปขนาดของคณะกรรมการบริษัทประเทศสิงคโปร์                         | 42   |
| 4.19 สรุปการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการประเทศสิงคโปร์ | 43   |
| 4.20 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาประเทศสิงคโปร์ในปีค.ศ. 2013  | 43   |
| 4.21 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาประเทศสิงคโปร์ในปีค.ศ. 2014  | 45   |
| 4.22 สรุปคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการประเทศไทย                    | 46   |
| 4.23 สรุปความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท ประเทศไทย               | 46   |
| 4.24 สรุปสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทประเทศไทย             | 47   |
| 4.25 สรุปขนาดของคณะกรรมการบริษัทประเทศไทย                              | 48   |

|      |  |    |
|------|--|----|
| 4.26 | สรุปการควรวรมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการประเทศไทย   | 48 |
| 4.27 | สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาประเทศไทยในปีค.ศ. 2013  | 49 |
| 4.28 | สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาประเทศไทยในปีค.ศ. 2014  | 50 |
| 4.29 | ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ<br>และอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013                    | 51 |
| 4.30 | ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทน<br>ส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013                              | 52 |
| 4.31 | ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ<br>และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013                      | 53 |
| 4.32 | ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทน<br>ต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013                                | 55 |
| 4.33 | ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ<br>และค่า Tobin's Q แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013   | 56 |
| 4.34 | ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q<br>แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013  | 57 |
| 4.35 | ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ<br>และความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศ<br>ปีค.ศ. 2013 | 58 |
| 4.36 | ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของ<br>ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013               | 60 |
| 4.37 | ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ<br>และอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014                    | 61 |
| 4.38 | ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทน<br>ส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014                              | 62 |
| 4.39 | ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ<br>และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014                      | 63 |
| 4.40 | ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทน<br>ต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014                                | 65 |
| 4.41 | ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ<br>และค่า Tobin's Q แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014   | 66 |

|  |    |
|--|----|
| 4.42 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q<br>แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014   | 67 |
| 4.43 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ<br>และความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศ<br>ปีค.ศ. 2014        | 68 |
| 4.44 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของ<br>ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014                      | 70 |
| 4.45 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ<br>และอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014                    | 71 |
| 4.46 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทน<br>ส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014                              | 72 |
| 4.47 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ<br>และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014                      | 74 |
| 4.48 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อ<br>สินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014                                | 75 |
| 4.49 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ<br>และค่า Tobin's Q แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014   | 76 |
| 4.50 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q<br>แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014  | 78 |
| 4.51 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ<br>และความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศ<br>ปีค.ศ. 2013 - 2014 | 79 |
| 4.52 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของ<br>ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014               | 81 |
| 4.53 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ<br>และอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศมาเลเซียปีค.ศ. 2013 - 2014                  | 82 |
| 4.54 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทน<br>ส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศมาเลเซียปีค.ศ. 2013 - 2014                            | 83 |
| 4.55 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและ<br>อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศมาเลเซียปีค.ศ. 2013 - 2014                    | 85 |

|  |     |
|--|-----|
| 4.56 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศมาเลเซียปีค.ศ. 2013 - 2014                            | 86  |
| 4.57 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q ประเทศมาเลเซียปีค.ศ. 2013 - 2014                                       | 87  |
| 4.58 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q ประเทศมาเลเซียปีค.ศ. 2013 - 2014   | 89  |
| 4.59 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศมาเลเซียปีค.ศ. 2013 - 2014 | 90  |
| 4.60 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศมาเลเซียปีค.ศ. 2013 - 2014           | 91  |
| 4.61 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014                | 92  |
| 4.62 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014                          | 94  |
| 4.63 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014                  | 95  |
| 4.64 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014                            | 97  |
| 4.65 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014                                       | 98  |
| 4.66 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014   | 99  |
| 4.67 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014 | 100 |
| 4.68 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014           | 103 |
| 4.69 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014                     | 104 |

|   |     |
|---|-----|
| 4.70 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทน<br>ส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014                              | 106 |
| 4.71 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและ<br>อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014                      | 107 |
| 4.72 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทน<br>ต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014                                | 109 |
| 4.73 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและ<br>ค่า Tobin's Q ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014   | 110 |
| 4.74 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q<br>ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014  | 111 |
| 4.75 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและ<br>ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศไทย<br>ปีค.ศ. 2013 - 2014 | 112 |
| 4.76 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของ<br>ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014               | 113 |



## สารบัญภาพประกอบ

| ภาพที่           | หน้า |
|------------------|------|
| 3.1 กรอบงานวิจัย | 24   |



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหาการวิจัย

การขาดบรรษัทภิบาลที่ดี เป็นสาเหตุที่สำคัญที่ทำให้เกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ อย่างเช่น วิกฤตการณ์เศรษฐกิจต้มยำกุ้ง ในปีค.ศ. 1997 ที่ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไทย ตลอดจนระบบเศรษฐกิจของประเทศต่างๆในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งทำให้สถาบันการเงินและบริษัทกิจการต่างๆได้รับความเสียหายอย่างมหาศาลจนถึงขั้นล้มละลายเป็นจำนวนมาก ส่งผลให้เกิดปัญหาการว่างงาน ปัญหาอาชญากรรม และปัญหาคุณภาพชีวิตความเป็นอยู่ของประชาชนตามมาทำให้หลายๆประเทศเริ่มมองเห็นความสำคัญของบรรษัทภิบาลที่ดี (Corporate Governance: CG) และมีการจัดทำหลักเกณฑ์ต่างๆเพื่อเป็นมาตรฐานในการดำเนินกิจการให้สอดคล้องกับธรรมาภิบาลมากยิ่งขึ้น

ในปีค.ศ. 2015 ได้มีการรวมตัวของประเทศต่างๆในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ หรืออาเซียนให้กลายเป็นประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) ทำให้เกิดเสรีระหว่างประเทศอาเซียนในด้านต่างๆมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นเสรีในด้านการค้าสินค้าและบริการ เสรีในด้านการลงทุน เสรีในด้านการเคลื่อนย้ายแรงงาน และเสรีในด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุน นอกจากนี้ยังมีการเชื่อมโยงระบบซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ในอาเซียน หรือ ASEAN Trading Link โดยเริ่มต้น ณ วันที่ 18 กันยายน ปีค.ศ. 2012 ระหว่างตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (Bursa Malaysia: MYX) และตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange: SGX) และเมื่อวันที่ 15 ตุลาคม ปีค.ศ. 2012 ตลาดหลักทรัพย์ไทย (Thailand Stock Exchange: SET) ก็ได้เข้าร่วมเป็นสมาชิก ทำให้ปัจจุบันมีทั้งหมด 3 ประเทศสมาชิก โดยมีหลักทรัพย์รวมทั้งมากกว่า 2,300 หลักทรัพย์ และมีมูลค่าตลาดสูงถึง 1.4 ล้านล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ คิดเป็นร้อยละ 70 ของตลาดในอาเซียนทั้งหมด และในอนาคตจะมีตลาดหลักทรัพย์เอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เข้าร่วมเพิ่มเติม ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (Indonesia Stock Exchange: IDX), ตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ (The Philippine Stock Exchange: PSE), ตลาดหลักทรัพย์โฮจิมินห์ (Ho Chi Minh Stock Exchange: HOSE) และตลาดหลักทรัพย์ฮานอย (Hanoi Stock Exchange: HNX) ซึ่งการเชื่อมโยงระบบซื้อขายของ ASEAN Trading Link จะมี Inter-Connected Exchange Hub ทำหน้าที่เป็น gateway ในการส่งคำสั่งซื้อขายเข้าสู่ระบบ Intra-ASEAN Network เพื่อทำการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งแตกต่างจากการซื้อขายหลักทรัพย์แบบเดิมที่บริษัทหลักทรัพย์ของนักลงทุนจะต้องติดต่อซื้อขายโดยตรงกับบริษัท

หลักทรัพย์ของประเทศอื่นๆเอง ดังนั้น ASEAN Trading Link จึงเข้ามามีบทบาทสำคัญที่จะช่วยให้นักลงทุนสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ตราสารทุนข้ามประเทศได้สะดวกรวดเร็วยิ่งขึ้นเพิ่มประสิทธิภาพการซื้อขายหลักทรัพย์และการกระจายข้อมูลหลักทรัพย์ และเป็นโอกาสในการเพิ่มทางเลือกและความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ทางการเงินแก่นักลงทุนสำหรับบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ในอาเซียนก็มีโอกาสทางธุรกิจที่กว้างขวางขึ้น เป็นที่รู้จักในประเทศอาเซียนอื่นๆ และช่วยในการระดมทุน อีกทั้งนักลงทุนจะได้รับการยกเว้นภาษีจากกำไรการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain Tax) ซึ่งแตกต่างจากการซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างประเทศแบบเดิมจะต้องรับภาระภาษีจากกำไรการขายหลักทรัพย์

จากความสำคัญข้างต้นจึงมีความจำเป็นที่จะต้องพัฒนาระบบกำกับดูแลกิจการที่ดี มีประสิทธิภาพให้เป็นไปตามมาตรฐานเดียวกันทั้งอาเซียน จึงทำให้เกิดความร่วมมือระหว่างหน่วยงานกำกับดูแลกิจการในภูมิภาคอาเซียน (ASEAN Capital Markets Forum: ACMF) ที่มีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนการกำกับดูแลกิจการที่ดีของประเทศอาเซียนให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นโดยคัดเลือกผู้เชี่ยวชาญด้านบรรษัทภิบาลที่ได้รับการยอมรับของแต่ละประเทศมาร่วมกันพัฒนามาตรวัดและหลักเกณฑ์ในการประเมินกำกับดูแลกิจการที่ดีของภูมิภาคอาเซียน ได้เกณฑ์ในการกำกับดูแลกิจการ เรียกว่า ‘ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS)’ เริ่มต้นในปีค.ศ. 2011ทำให้หลายๆบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์มีการปรับตัวและนำ ASEAN Corporate Governance Scorecard มาเป็นส่วนหนึ่งในมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการ เพื่อให้กิจการมีความน่าเชื่อถือในระดับสากล สามารถดึงดูดนักลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนจากต่างชาติและสามารถดำเนินกิจการได้อย่างยั่งยืนภายใต้ภาวะการแข่งขันที่เพิ่มมากขึ้น

แม้ว่าจะมีหลายงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีแต่อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยจำนวนไม่มากนักที่ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของภูมิภาคอาเซียน ภายใต้ ASEAN Corporate Governance Scorecard ซึ่งพัฒนามาได้ไม่นาน แต่กลับมีความสำคัญต่อบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ทั้งในประเทศไทยและภูมิภาคอาเซียนที่จะต้องตระหนักถึงและดำเนินการให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์อันเป็นมาตรฐานสากล ทำให้ผู้วิจัยสนใจที่จะศึกษาถึง ASEAN Corporate Governance Scorecard และกลไกบรรษัทภิบาล ว่าส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของ ASEAN Corporate Governance Scorecard และ กลไกบรรษัทภิบาล ว่าส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทย

2. เพื่อศึกษารวบรวมข้อมูลบรรษัทภิบาลที่ดีและผลประกอบการบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทยที่มีมาตรฐานในการกำกับดูแลกิจการตาม ASEAN Corporate Governance Scorecard

## 1.3 คำถามของการวิจัย

1. ASEAN Corporate Governance Scorecard และกลไกบรรษัทภิบาล ว่าส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทย

2. ASEAN Corporate Governance Scorecard และกลไกบรรษัทภิบาลมีความแตกต่างกันตามประเทศหรือไม่

## 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย

1. เพื่อให้ทราบถึง ASEAN Corporate Governance Scorecard และ กลไกบรรษัทภิบาล ว่าส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทยและเป็นข้อมูลแก่ผู้ที่สนใจ

2. สามารถให้ความรู้ความเข้าใจแก่บริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลกิจการ ASEAN Corporate Governance Scorecard และสร้างความตระหนักแก่บริษัททั้งที่จดทะเบียนและไม่จดทะเบียนให้เห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้สามารถดำเนินกิจการได้อย่างยั่งยืนภายใต้ภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้นและปรับตัวได้ทันต่อการเข้าสู่ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

3. สามารถให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่นักลงทุนในการพิจารณาเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งในประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทย โดยใช้หลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลกิจการ ASEAN Corporate Governance Scorecard และผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคอาเซียนมาเป็นปัจจัยในการเลือกลงทุน

## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ASEAN Corporate Governance Scorecard

ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) คือ คะแนนการกำกับดูแลกิจการอาเซียน เป็นเครื่องมือที่ใช้ในการวัดระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคอาเซียน เพื่อให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นไปตามมาตรฐานสากล โดยปัจจุบันมีสมาชิก 6 ประเทศ ได้แก่ อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ ไทย และเวียดนาม ซึ่ง ASEAN Corporate Governance Scorecard เกิดขึ้นภายใต้ความร่วมมือระหว่างหน่วยงานกำกับดูแลกิจการในภูมิภาคอาเซียน หรือ ASEAN Capital Markets Forum (ACMF) ได้คัดเลือกผู้เชี่ยวชาญที่มีประสบการณ์ในด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีของแต่ละประเทศ เพื่อร่วมกันสร้างและพัฒนามาตรฐานของตัวชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยยึดหลักการขององค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Co-operation and Development: OECD) และหลักการกำกับดูแลกิจการของแต่ละประเทศประกอบกับคำแนะนำจากองค์กรอื่น รวมไปถึงประมวลกฎหมายที่เกี่ยวข้องโดยมีเงื่อนไขว่าผู้เชี่ยวชาญจะต้องเป็นบุคคลที่ไม่มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัทจดทะเบียน พร้อมทั้งต้องไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหน่วยงานที่มีหน้าที่ในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ มีรายนามดังต่อไปนี้

1. Assoc. Prof. Mak Yuen Teen, Ph.D.: อดีตกรรมการร่วม Corporate Governance and Financial Reporting Centre, National University of Singapore (ประเทศสิงคโปร์)
2. นางรงค์รุจา สายเชื้อ: รองกรรมการผู้อำนวยการสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ประเทศไทย)
3. Mr. Salleh Hassan: กรรมการ Securities Industry Development Corporation (ประเทศมาเลเซีย)
4. Prof. Sidharta Utama, Ph.D., CFA: อาจารย์ประจำคณะเศรษฐศาสตร์, University of Indonesia (ประเทศอินโดนีเซีย)
5. Dr. Jesus P.Estanislao: ประธานสถาบัน Corporate Directors (ประเทศฟิลิปปินส์)

6. Dr. Nguyen Thu Hien: ผู้อำนวยการโครงการ Maastricht-MBA, Ho Chi Minh City University of Technology (ประเทศเวียดนาม)

ทั้งนี้การพัฒนา ASEAN Corporate Governance Scorecard จะต้องดำเนินการตามหลักการดังต่อไปนี้

- หลักเกณฑ์ในการประเมินจะต้องสอดคล้องกับหลักสากลและสามารถนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีไปปฏิบัติได้จริง ซึ่งอาจจะมีเกณฑ์ที่สูงกว่ามาตรฐานของประเทศ
- หลักเกณฑ์ในการประเมินจะไม่ใช้เพียงแค่ทำให้บริษัทจดทะเบียนในอาเซียนพยายามปฏิบัติเพื่อให้ผ่านเกณฑ์ขั้นต่ำที่กำหนด แต่ควรกระตุ้นให้มีการพัฒนาที่สูงขึ้น
- หลักเกณฑ์ในการประเมินต้องครอบคลุมองค์ประกอบสำคัญการกำกับดูแลกิจการ
- หลักเกณฑ์ในการประเมินควรจะทำให้เห็นความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และสามารถนำมาใช้ได้กับทุกประเทศในอาเซียน
- หลักเกณฑ์ในการประเมินจะต้องมีความเป็นสากลและสามารถประยุกต์ใช้กับตลาดอื่นๆนอกเหนือจากตลาดทุนได้
- วิธีการประเมินจะต้องมีความแม่นยำในการประเมินที่ดีกว่าการปฏิบัติตามโดยการทำเครื่องหมายที่ละรายการ (Box-ticking)
- หลักเกณฑ์ในการประเมินจะต้องมีความแพร่หลายและมีคุณภาพ เพื่อให้เกิดความเชื่อมั่นว่าการประเมินมีความเป็นอิสระและน่าเชื่อถือ

โดยการประเมินคะแนนของ ASEAN Corporate Governance Scorecard จะแบ่งออกเป็นสองส่วน ได้แก่

ส่วนที่ 1 เป็นเกณฑ์การประเมินและให้คะแนนที่อ้างอิงตามหลักของ Organization for Economic Co-operation and Development หรือ OECD ซึ่งได้รับการยอมรับจากสากลทั่วโลก และจะต้องอ้างอิงตามระเบียบข้อบังคับหรือกฎหมายต่างๆของแต่ละประเทศ

ส่วนที่ 2 เป็นเกณฑ์การประเมินเพื่อให้เพิ่มคะแนนแก่บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีสูงกว่ามาตรฐานตามหลักเกณฑ์การประเมินที่กำหนด และปรับลดคะแนนในกรณีที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนดไว้

ซึ่งทั้งสองส่วนการประเมินคะแนนจะมีรายละเอียดดังนี้

ส่วนที่ 1 ตามเกณฑ์ของปี.ศ.2014 จะประกอบด้วยเกณฑ์การให้คะแนน 179 รายการ โดยแบ่งออกเป็น 5 ส่วนตามหลักเกณฑ์ของ OECD แต่ละส่วนจะมีน้ำหนักคะแนนที่แตกต่างกันตามลำดับความสำคัญ เมื่อรวมแล้วจะเป็น 100 คะแนนเต็ม

ตารางที่ 2.1 องค์ประกอบและโครงสร้างของหลักเกณฑ์การประเมินส่วนที่ 1

| หลักเกณฑ์การประเมิน                           | จำนวนข้อ<br>(ข้อ) | น้ำหนัก<br>คะแนน (%) | คะแนนรวมแต่ละ<br>ส่วน (คะแนน) |
|---|-------------------|----------------------|-------------------------------|
| ส่วน A: สิทธิของผู้ถือหุ้น                    | 25                | 10                   | 10                            |
| ส่วน B: การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม | 17                | 15                   | 15                            |
| ส่วน C: การคำนึงถึงบทบาทผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย  | 21                | 10                   | 10                            |
| ส่วน D: การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส        | 40                | 25                   | 25                            |
| ส่วน E: ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ            | 76                | 40                   | 40                            |
| รวม   | 179               | 100                  | 100                           |

ซึ่งเกณฑ์ของปี ค.ศ. 2014 มีการเปลี่ยนแปลงจากเกณฑ์ของปี ค.ศ. 2013 ดังนี้

ส่วน A: สิทธิของผู้ถือหุ้น ปรับจำนวนข้อลดลงจาก 26 ข้อ เป็น 25 ข้อ

ส่วน D: การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ปรับจำนวนข้อเพิ่มขึ้นจาก 40 ข้อ เป็น 42 ข้อ

ส่วน E: ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ปรับจำนวนข้อลดลงจาก 79 ข้อ เป็น 76 ข้อ

วิธีการคำนวณคะแนนในแต่ละส่วน

$$\text{คะแนนแต่ละส่วน} = \frac{\text{จำนวนข้อที่ได้}}{\text{จำนวนข้อทั้งหมดในส่วนนั้น}} \times \text{น้ำหนักคะแนนของแต่ละส่วน}$$

วิธีการคำนวณคะแนนรวมส่วนที่ 1

$$\text{คะแนนรวมส่วนที่ 1} = \text{คะแนนส่วน A} + \text{คะแนนส่วน B} + \text{คะแนนส่วน C} + \\ \text{คะแนนส่วน D} + \text{คะแนนส่วน E}$$

ส่วนที่ 2 ตามเกณฑ์ของปี 2014 จะประกอบด้วยเกณฑ์การให้คะแนนเพิ่มเติม (Bonus) จำนวน 9 ข้อ และคะแนนลงโทษ (Penalty) จำนวน 21 ข้อ ตามตารางดังนี้

ตารางที่ 2.2 องค์ประกอบและโครงสร้างของหลักเกณฑ์การประเมินส่วนที่ 2

| หลักเกณฑ์การประเมิน    | จำนวนข้อ (ข้อ) | คะแนนรวมแต่ละส่วน (คะแนน) |
|------------------------|----------------|---------------------------|
| คะแนนเพิ่มเติม (Bonus) | 9              | 42                        |
| คะแนนลงโทษ (Penalty)   | 21             | (53)                      |



ดังนั้น ในกรณีที่ตีที่สุด บริษัทจะได้รับคะแนนเพิ่มเติม 42 คะแนน โดยไม่มีการปรับลดจากคะแนนลงโทษเลย

สำหรับคะแนนรวมที่นำมาใช้ในการเปรียบเทียบการกำกับดูแลกิจการของแต่ละบริษัท จดทะเบียนในภูมิภาคอาเซียนจะเป็นคะแนนรวมระหว่างคะแนนในส่วนที่ 1 และคะแนนในส่วนที่ 2

## 2.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน หรือ Agency Theory เริ่มต้นมาจาก Jensen & Meckling (1976) มองว่าเจ้าของกิจการหรือ ผู้ถือหุ้น (Principle) ไม่สามารถบริหารงานได้ด้วยตนเอง จึงจำเป็นต้องมอบอำนาจให้ผู้บริหาร หรือ ตัวแทน (Agent) มาช่วยในการบริหารกิจการ จึงทำให้เกิดทฤษฎีตัวแทนในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของกิจการและฝ่ายบริหาร โดยที่เจ้าของกิจการเป็นผู้ต้องการให้บริษัทได้รับกำไรและได้ผลประโยชน์สูงสุด จึงได้จ้างฝ่ายบริหารเพื่อเข้ามาดำเนินการ ในขณะที่ฝ่ายบริหารก็มีบทบาทหน้าที่ในการตัดสินใจลงทุนหรือดำเนินการใดๆที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่เจ้าของกิจการโดยได้รับค่าตอบแทน (อัฐวุฒิ ปภังกร, 2556)

แต่ถ้าฝ่ายบริหารดำเนินการใดๆที่ไม่สอดคล้องต่อผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของเจ้าของกิจการจะส่งผลให้เกิดความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกิจการและฝ่ายบริหาร (Principal-Agent Problem) (นิพนธ์ จันทระเชตต์, 2554) ซึ่งประกอบด้วยผลประโยชน์ที่แตกต่างกันระหว่างฝ่ายเจ้าของกิจการและฝ่ายบริหาร (Divergent Interests), พฤติกรรมการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวของฝ่ายบริหาร (Opportunistic Behavior) และความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) หรือ การเข้าถึงข้อมูลได้ไม่เท่าเทียมกันระหว่าง 2 ฝ่าย โดยที่ฝ่ายบริหารจะเข้าถึงข้อมูลและรับรู้ข่าวสารการเคลื่อนไหวต่างๆได้ดีกว่าเจ้าของกิจการ จึงทำให้ฝ่ายเจ้าของกิจการเกิดความไม่มั่นใจ ไม่ไว้วางใจในการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหารว่าจะคำนึงถึงผลประโยชน์ของเจ้าของกิจการเป็นผลประโยชน์สูงสุดหรือไม่ (วรกมล เกษมทรัพย์, 2553)

จาก ชนินทร์ มีโกคี (2543) กล่าวว่า Asymmetric Information จะก่อให้เกิดปัญหาทางเศรษฐศาสตร์ โดยแบ่งออกเป็น 2 อย่างได้ดังนี้

1. Adverse Selection คือ ปัญหาที่เกิดจากการปกปิดข้อมูล (Hidden Information) โดยฝ่ายฝ่ายบริหารมีข้อมูลข่าวสารที่มากกว่าเจ้าของกิจการ หรือเรียกได้ว่าฝ่ายบริหารมีข้อมูลบางอย่างที่เจ้าของกิจการไม่มี และไม่ได้มีการเปิดเผยข้อมูลให้เจ้าของกิจการรับทราบ จึงสามารถจูงใจให้ฝ่ายเจ้าของกิจการหรือเจ้าของกิจการตกลงหรือยินยอมในการกระทำการใดๆ ซึ่งส่งผลต่อผลตอบแทนของตัวแทนหรือฝ่ายบริหาร และอาจกระทบต่อผลประโยชน์สูงสุดของเจ้าของกิจการในทางลบ



2. Moral Hazard คือ ปัญหาที่เกิดจากการปกปิดการกระทำหรือพฤติกรรมของตนเอง (Hidden Action) โดยฝ่ายฝ่ายบริหารมีข้อมูลพฤติกรรมของตนเองที่มากกว่าเจ้าของกิจการ และไม่ได้มีการเปิดเผยพฤติกรรมนั้นให้เจ้าของกิจการรับทราบ หรือฝ่ายเจ้าของกิจการไม่สามารถตรวจสอบพฤติกรรมหรือการทำงานของฝ่ายฝ่ายบริหารได้ และเมื่อฝ่ายบริหารมีแรงจูงใจเปลี่ยนไปจะส่งผลให้พฤติกรรมเปลี่ยนแปลง ส่งผลให้ปฏิบัติหน้าที่ไม่ได้เต็มประสิทธิภาพ

ซึ่งปัญหาจากการที่ทั้งสองฝ่ายมีข้อมูลที่ไม่สมมาตรกัน (Asymmetric Information) จะส่งผลให้เกิด Conflict of Interest หรือ การขัดแย้งของผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของกิจการและฝ่ายบริหาร เนื่องจากการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหารขัดแย้งต่อบทบาทหน้าที่ในการสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ฝ่ายเจ้าของกิจการ (Kraiczy, 2013)

ดังนั้นบรรษัทภิบาลที่ดีจะช่วยในการลดความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกิจการซึ่งเป็นผู้ถือหุ้น หรือ เจ้าของ และตัวแทนซึ่งเป็นฝ่ายบริหารให้ลดลงได้ เนื่องจากทำให้ผู้ถือหุ้น หรือ เจ้าของ ได้รับข้อมูลเท่าเทียมกับฝ่ายบริหารมากขึ้น จากการเปิดเผยข้อมูลด้วยความโปร่งใสและปฏิบัติอย่าง ยุติธรรม อีกทั้งยังมีการถ่วงดุลอำนาจระหว่างสองฝ่ายโดยคณะกรรมการบริษัท จึงกล่าวได้ว่าการ กำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถลดปัญหาตัวแทนในบริษัทลงได้ (ไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล และ เสาวนีย์ สิมชวัฒน์, 2549)

### 2.3 การกำกับดูแลกิจการที่ดี

หลังจากเกิดวิกฤตการณ์ต่างๆทางเศรษฐกิจ ทำให้โลกเริ่มมองเห็นความสำคัญของ ‘การกำกับดูแลกิจการที่ดี’ หรือ ‘Corporate Governance’ ส่งผลให้มีธุรกิจมากมายเริ่มปรับเปลี่ยนวิธีการดำเนินการให้สอดคล้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากยิ่งขึ้น ดังที่ Baydoun et al.(2013) ได้กล่าวไว้ นอกจากนี้Price, Roman & Rountree (2010) ได้กล่าวถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีว่าจะ เป็นปัจจัยสำคัญต่อการพัฒนาประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท ให้มีผลประกอบการที่ดี ครอบคลุมไปถึงการรักษาสิทธิของผู้ถือหุ้น สร้างภาวะที่ดีในการลงทุน และสนับสนุนความก้าวหน้าทางเศรษฐกิจ

แต่อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาของ Ziad (2014) และ Keasy et al. (1997) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้น มีค่านิยมที่หลากหลายไปตามนิยามของนักวิชาการและผู้วิจัย ซึ่งให้คำจำกัดความในความหมายกว้างๆหรือเจาะจงแตกต่างกันออกไป อย่างเช่น Shleifer & Vishny (1997) ได้กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดี คือ การสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทว่าพวกเขาจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน ส่วน Mehran (2003) ได้กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดี คือ รูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการบริษัท ผู้ถือหุ้น ตลอดจนผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นๆ โดย

ความสัมพันธ์นั้นจะดำเนินไปตามวัตถุประสงค์ของบริษัทที่ตั้งไว้ และมีการควบคุมตรวจสอบผลประกอบการสำหรับ La Porta et al. (2000) ได้กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดี คือ กลไกที่ผู้ถือหุ้นใช้ในการปกป้องตนเองจากการกระทำใดๆที่ไม่เหมาะสมจากผู้บริหารและคนในบริษัท

นอกเหนือจากนี้ Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) (2004) ซึ่งเป็นองค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนาได้ให้คำนิยามของการกำกับดูแลกิจการที่ดีว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี คือ กฎและแนวทางการปฏิบัติที่ช่วยในการกำกับดูแลความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น รวมไปถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียขององค์กร โดยที่การกำกับดูแลกิจการที่ดี จะสร้างความเติบโตและความมั่นคงทางการเงินให้แก่บริษัท โดยเสริมสร้างความมั่นใจของตลาด, ความโปร่งใสของตลาดทุน และประสิทธิภาพของเศรษฐกิจ

ในส่วนของประเทศไทย สังเวียน อินทวิชัย (2545) ก็ได้ให้คำนิยามเช่นกันว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีหมายถึง “ระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำ และการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบต่อหน้าที่ด้วยความโปร่งใส และสร้าง ความสามารถในการแข่งขันเพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวภายในกรอบการมีจริยธรรมที่ดี โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่นและสังคมโดยรวมประกอบ” ส่วนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2555) ได้ให้นิยามสำหรับการกำกับดูแลกิจการที่ดี คือ “ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้นเพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันนำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น”

โดยสรุปแล้วอย่างที่ Gillan (2006) ได้กล่าวไว้ว่าความหมายอย่างกว้างของการกำกับดูแลกิจการที่ดี คือ การดำเนินการของบริษัทเพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการนั่นเอง

ปัจจุบันมีงานวิจัยหลายงานที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลประกอบการของบริษัท โดยที่งานวิจัยบางส่วนกลับไม่ให้ผลลัพธ์ไปในทิศทางเดียวกัน (พงศชนิศ ลิ้มสกุล, 2556) อาจเนื่องมาจากมาตรฐานระดับการกำกับดูแลกิจการและผลประกอบการของกิจการแตกต่างกัน หรืออาจเกิดจากกลุ่มตัวอย่างที่ต่างกัน เช่น การเก็บข้อมูลในพื้นที่ที่ต่างกัน การเก็บข้อมูลในช่วงเวลาที่ต่างกัน เป็นต้น ตัวอย่างวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลประกอบการของบริษัท โดยแบ่งตามปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้ ดังนี้

### 2.3.1 ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท

การจัดประชุมคณะกรรมการบริษัทมีเพื่อใช้ในการสื่อสารและแลกเปลี่ยนข้อมูลข่าวสารของบริษัทให้ทราบถึงการดำเนินการหรือโครงการของฝ่ายบริหาร พร้อมทั้งช่วยในการหารือเพื่อแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นให้ดำเนินการสอดคล้องกับกลยุทธ์ของบริษัทซึ่งความถี่ในการประชุม หรือ

จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทต่อปี แสดงให้เห็นถึงการสื่อสารระหว่างฝ่ายบริหาร และคณะกรรมการบริษัทซึ่งคณะกรรมการบริษัทคือบุคคลที่ได้รับเลือกให้เป็นตัวแทนจากผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ จึงมีการเปิดเผยข้อมูลจากฝ่ายบริหาร ทำให้ฝ่ายผู้ถือหุ้นสามารถทราบข้อมูลได้ ทัดเทียมกับฝ่ายบริหารมากยิ่งขึ้น รับทราบความเคลื่อนไหวของบริษัท จึงสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) โดยลด Asymmetric Information ดังนั้นหากมีความถี่ในการประชุม หรือ จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทต่อปีมากขึ้น จะมีแนวโน้มที่ทำให้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกิจการและฝ่ายบริหารลดลง จึงทำให้ความถี่หรือจำนวนครั้งในการประชุมของ คณะกรรมการบริษัทเป็นตัวแปรหนึ่งที่มีความสำคัญจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความถี่ในการ ประชุมของคณะกรรมการบริษัทและผลประกอบการของบริษัทของ Vafeas (1999) พบว่า หาก ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทเพิ่มมากขึ้น โดยที่บริษัทนั้นยังมีจำนวนครั้งในการ ประชุมต่อปีน้อยกว่าที่ที่ควรจะเป็น จะส่งผลให้ธุรกิจมีผลประกอบการที่ดีขึ้นอาจเนื่องมาจากที่ Evan & Weir (1995) กล่าวว่า การจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัททำให้ทราบถึงปัญหาที่เกิดขึ้นและ สามารถจัดการกับปัญหาเหล่านั้นได้อย่างทันท่วงทีจึงส่งผลให้การดำเนินงานของบริษัทเป็นไปใน ทิศทางที่ดีขึ้นเช่นเดียวกันกับการศึกษาของ Conger et al. (1998) ที่พบว่าจำนวนครั้งในการประชุม หรือความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลประกอบการของ บริษัท

### 2.3.2 สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท

คณะกรรมการบริษัทได้รับการแต่งตั้งเพื่อมาดูแลควบคุมการดำเนินงานของ ผู้บริหาร เพื่อให้มีการดำเนินการที่โปร่งใส เป็นที่น่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้น โดยจะช่วยถ่วงดุลอำนาจ ฝ่ายบริหารในการตัดสินใจต่างๆ ไม่ให้ฝ่ายบริหารดำเนินการใดๆโดยปราศจากการคำนึงถึง ผลประโยชน์สูงสุดและวัตถุประสงค์ของเจ้าของ และช่วยลดความขัดแย้งในด้านผลประโยชน์ระหว่าง ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นหรือ Conflict of interest จึงสอดคล้องกับการแก้ปัญหาที่เกิดขึ้นในทฤษฎี ตัวแทน (Agency Problem Theory) ดังนั้นหากมีสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท สูง จะมีแนวโน้มที่ทำให้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกิจการและตัวแทนลดลงซึ่งมีงานวิจัย มากมายที่ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท และผลประกอบการของบริษัท อย่างเช่น Hermalin & Weisbach (1991) ได้ทำการศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทและผลประกอบการของ บริษัท พบว่าหากสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้บริษัทมี ผลประกอบการที่ดีขึ้น คาดว่ากรรมการอิสระสามารถตรวจสอบการทำงานได้ดีและมีความเป็นกลาง มากกว่าบุคคลภายในบริษัท

แต่อย่างไรก็ตามมีหลายงานวิจัยที่พบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท อย่างเช่น Bhagat & Black (2002) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทและผลประกอบการของบริษัทในสหรัฐอเมริกา จำนวน 934 บริษัท ตั้งแต่ปีค.ศ.1988 – 1993 โดยวัดจาก ROA, Sales-to-Assets Ratio และ Tobin's Q พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท เช่นเดียวกับ Lawrence & Stapledon (1999) ที่ศึกษาว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทมีผลต่อผลประกอบการของบริษัทหรือไม่ โดยศึกษากับบริษัทจดทะเบียนในประเทศออสเตรเลีย พบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีผลต่อผลประกอบการของบริษัท

### 2.3.3 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท

นอกจากการที่คณะกรรมการมีความซื่อสัตย์ไว้วางใจได้มีความตั้งใจหรือมีความสามารถเพียงพอจึงจะทำให้เกิดการปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพแล้วยังต้องมีขนาดของคณะกรรมการบริษัทหรือจำนวนกรรมการในคณะกรรมการบริษัทที่เหมาะสมจึงจะช่วยลดปัญหาทฤษฎีตัวแทน (Agency Problem Theory) ลงได้เพราะหากขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีขนาดเล็กจนเกินไปอาจทำให้การตัดสินใจขาดประสิทธิภาพเท่าที่ควร เนื่องจากอำนาจการตัดสินใจขึ้นอยู่กับคนเพียงไม่กี่คน ดังนั้นหากมีขนาดของคณะกรรมการบริษัทใหญ่กว่า จะมีแนวโน้มที่ทำให้การตัดสินใจต่อการดำเนินการต่างๆ มีประสิทธิภาพมากกว่า ผ่านการคัดกรองและมีความรอบคอบมากกว่า มีความเป็นธรรมมากกว่าและมีแนวโน้มที่จะทำให้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกิจการและฝ่ายบริหารลดลงได้กว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีขนาดเล็กแต่อย่างไรก็ตามถ้ามีขนาดใหญ่จนเกินไปจะส่งผลให้เกิดการตัดสินใจที่ล่าช้าอาจทำให้บริษัทเสียโอกาสไป ทั้งนี้ขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่เหมาะสมจะมีความแตกต่างกันออกไปในแต่ละบริษัทเนื่องจากมีขนาดและลักษณะการประกอบกิจการที่ไม่เหมือนกันซึ่งมีงานวิจัยที่ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทและผลประกอบการของบริษัทตัวอย่างเช่น Lipton & Lorsch (1992) พบว่า หากขนาดของคณะกรรมการบริษัทใหญ่ขึ้นจะส่งผลให้ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทลดลงโดยให้เหตุผลว่าจำนวนคนในคณะกรรมการบริษัทเพิ่มมากขึ้นความคิดเห็นในที่ประชุมจะมีความหลากหลายมากขึ้นดังนั้นจึงทำให้การตัดสินใจต่างๆต้องใช้เวลาค่อนข้างมากและหากกระทบต่อบริษัทอาจทำให้เสียโอกาสในการดำเนินธุรกิจกระทบต่อผลประกอบการเช่นเดียวกับ Guest (2009) ที่ได้ทำการศึกษาบริษัทจดทะเบียน 2,746 บริษัทในสหราชอาณาจักร ปีค.ศ.1981 – 2002 พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลประกอบการของบริษัท

แต่อย่างไรก็ตามกลับพบว่ามีงานวิจัยบางส่วนที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทใหญ่ขึ้นจะส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัทในทางที่ดีขึ้น เช่น Kyereboach & Beikpe

(2002) ได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 16 บริษัทในประเทศไทย ปีค.ศ.1999 - 2000 พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทใหญ่ขึ้นส่งผลดีต่อผลประกอบการของบริษัท โดยวัดจาก Tobin's Q, ROA และ Sale Growth Rate เนื่องจากคณะกรรมการที่เพิ่มขึ้น ทำให้มีประสบการณ์และความรู้ที่หลากหลายมากขึ้น ส่งผลให้การตัดสินใจต่าง ๆ ผ่านการกลั่นกรองอย่างรอบด้าน

ในขณะที่งานวิจัยของ Beiner et al. (2004) และ Bonna (2012) กลับพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้ส่งผลต่อผลประกอบการของบริษัท เช่นเดียวกับงานวิจัยบางส่วนในประเทศไทยได้แก่ กานดา พิศาลปิติ (2557) ที่ทำการศึกษามลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการค้ากับดูแลกิจการและผลประกอบการของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทสอดคล้องกับ วรกมล เกษมทรัพย์ (2553) ที่การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทและผลประกอบการของบริษัท พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทโดยวัดผลประกอบการของบริษัทโดยใช้ Tobin's Q และ ROE

### 2.3.4 การควรวรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ

การควรวรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ หรือที่เรียกว่า CEO Duality คือ การที่ประธานคณะกรรมการของบริษัทดำรงตำแหน่งผู้บริหารด้วย จึงทำให้เกิดการครอบงำการตัดสินใจของคณะกรรมการโดยฝ่ายบริหารด้วย อาจทำให้การทำงานของประธานคณะกรรมการมีผลประกอบการที่มีประสิทธิภาพไม่เพียงพอ และอาจดำเนินการโดยโน้มเอียงไปทางผลประโยชน์ของฝ่ายบริหารมากกว่าและขัดต่อผลประโยชน์สูงสุดของเจ้าของกิจการ จึงเกิดเป็นปัญหาทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งหากผู้บริหารและประธานคณะกรรมการเป็นบุคคลคนเดียว ก็อาจเกิดความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกิจการและฝ่ายบริหารเพิ่มมากขึ้น

ตัวอย่างงานวิจัยของ Rechner & Dalton (1991) พบว่า บริษัทที่มีการควรวรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะทำให้ผลประกอบการของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร โดยสะท้อนที่ผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทที่อยู่ในระดับต่ำ โดยมองว่าผู้ที่ทำหน้าที่ควรวรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะมีแนวโน้มไปทางฝ่ายบริหารที่มากกว่า ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาของ Dekker (2013) ที่ทำการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างการควรวรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการและผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ภายใต้ดัชนี S&P 500 ตั้งแต่ปีค.ศ.2008 - 2009 ซึ่งเป็นช่วงวิกฤตการณ์ Hamburger พบว่าหากบริษัทมีการควรวรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการจะส่งผลให้ผลประกอบการของบริษัทดีขึ้น โดยให้เหตุผลว่าผู้บริหารและประธานคณะกรรมการเป็นบุคคลเดียวกัน ย่อมมีความต้องการให้ได้มาซึ่งผลประโยชน์แก่ทั้งบริษัทและต่อตนเอง จึงสอดคล้องกับ Peng et al. (2007) ที่ทำการศึกษบริษัทจดทะเบียน 403 แห่งในตลาดหลักทรัพย์ในเซี่ยงไฮ้และเสิ่นเจิ้นตั้งแต่ปี



ค.ศ.1992 – 1996 พบว่า การควรวรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลประกอบการของบริษัท

ในขณะที่ Ponnun (2008) พบว่า CEO Duality หรือการควรวรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีผลต่อผลประกอบการของบริษัท จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการควรวรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการและผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนของประเทศมาเลเซีย 100 บริษัท โดยแบ่งเป็นบริษัทขนาดใหญ่ 30 แห่ง และขนาดกลาง 70 แห่ง สอดคล้องกับ สุชลธา บุพการะกุล (2551) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การควรวรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลประกอบการของบริษัทเช่นเดียวกับผลการศึกษาของ กิตติชัย สติถย์มันน์วิวัฒน์ (2548) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการกับผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีใช้สถาบันการเงินจำนวน 285 บริษัท ในปี.ศ.2546 ที่พบว่า การควรวรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์ต่อกัน

### 2.3.5 คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะมีการวัดโดยใช้หลักเกณฑ์ที่เป็นมาตรฐานเป็นตัววัด เพื่อให้ได้คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งส่วนใหญ่จะมีการจัดอันดับในทุกๆปี โดยหลักเกณฑ์ที่ใช้จะแตกต่างกันออกไปในแต่ละประเทศ หรือกลุ่มประเทศ ซึ่งปัจจุบันมีหลายองค์กรที่จัดทำหลักเกณฑ์ที่เป็นสากลมากขึ้น เพื่อให้ได้รับการยอมรับในหลายๆประเทศ และจากงานวิจัยของไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล และ เสาวนีย์ สิมชววัฒน์ (2549) พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ลงได้ เนื่องจากมีข้อกำกับในการดูแลกิจการที่เอื้อต่อการเปิดเผยข้อมูลของฝ่ายฝ่ายบริหารให้แก่เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นมากขึ้น จึงลด Asymmetric Information และมีแนวโน้มที่จะทำให้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกิจการและฝ่ายบริหารลดลง

จากการทบทวนวรรณกรรมโดยส่วนใหญ่แล้ว พบว่า งานวิจัยต่างๆมีทิศทางเดียวกัน โดยพบว่า ผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท ตัวอย่างเช่น Brown & Caylor (2004) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนของสหรัฐอเมริกา 2,327 บริษัท พบว่า บริษัทที่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมูลค่าของกิจการและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นดีขึ้นไปด้วย เช่นเดียวกับ Klappe r& Love (2004) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลประกอบการของบริษัท 374 แห่ง ใน 14 ประเทศ

ได้แก่ ไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย อินเดีย ฮองกง เกาหลี ไต้หวัน ตุรกี ปากีสถาน แอฟริกาใต้ บราซิล และชิลี โดยนำผลการจัดอันดับกิจการที่มีการกำกับดูแลที่ดี ซึ่งจัดทำโดยสถาบัน Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) มาเป็นตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการส่วนผลประกอบการของบริษัทใช้ Tobin's Q และ ROA พบว่า บริษัทที่มีผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทเช่นเดียวกับ Cheung et al. (2007) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการและผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง โดยคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Index) จัดทำโดย Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) และผลประกอบการวัดโดยใช้ Tobin's Q พบว่า หากบริษัทมีคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้การดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นไปด้วย

ในส่วนของประเทศไทยก็มีงานวิจัยหลายงานที่ศึกษาเพื่อดูว่า คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีผลต่อผลประกอบการของบริษัทหรือไม่ ไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของ นวลนภา อัครพุทธิพร และ ศิลปพร ศรีจันเพชร (2550), สรินยา เขาวนเกษม (2553), วรกมล เกษมทรัพย์ (2553), ชาญศิริ ชาวนาใต้ (2555) และกานดา พิศาลปิติ (2557) โดยที่ผลคะแนนการประเมินจะนำมาจากผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGR) ซึ่งจัดโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ซึ่งแต่ละงานวิจัยต่างศึกษาข้อมูลในปีที่แตกต่างกันออกไป พบว่า บริษัทที่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลการดำเนินงานของบริษัทดีตามไปด้วย เช่นเดียวกับ เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์ (2557) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและความรับผิดชอบของธุรกิจต่อสังคมกับผลกระทบที่มีต่อมูลค่าร่วมของกิจการในประเทศไทย โดยให้ค่าคะแนนประกอบกันระหว่างตัวชี้วัด Corporate Governance (CG) และตัวชี้วัด Corporate Social Responsibility (CSR) พบว่า ถ้าหากบริษัทมี CG และ CSR ที่ดีจะส่งผลในเชิงบวกต่อ ROA, ROE และ Tobin's Q ของบริษัท และในต่างประเทศยังมีงานวิจัยของ Gompers, Ishii & Mereick (2003) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดใหญ่ทั้งหมด 1,500 บริษัท ตั้งแต่ปีค.ศ. 1990-1999 โดยอาศัยข้อมูลหลักจาก Investor Responsibility Research Center (IRRC) นำบทบัญญัติกำกับดูแลกิจการ 24 ข้อ มาสร้างเป็น Governance Index หรือ G-Index และให้ Tobin's Q คือ ตัวชี้วัดผลประกอบการของกิจการ พบว่า บริษัทที่มีคะแนน G-Index สูงกว่าหรือมีกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่าจะทำให้มีผลประกอบการที่ดีกว่านอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ อมรกานต์สำเภาเงิน (2550) ที่ศึกษาเปรียบเทียบผลประกอบการระหว่างกิจการที่ได้รับรางวัลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและกิจการที่ไม่ได้รับรางวัล พบว่า กิจการที่ได้รับรางวัลการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสามารถในการดำเนินงานสูงกว่ากิจการที่ไม่ได้รับรางวัลอย่างมีนัยสำคัญ

## 2.4 ผลประกอบการของบริษัท

สำหรับผลประกอบการของบริษัทสามารถวัดได้โดยใช้ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) ซึ่งจากการศึกษางานวิจัยพบว่า มีการใช้อัตราส่วนและเครื่องมือวัดผลมากมาย อย่างเช่น อัตราส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์ (Sales-to-Assets ratio), อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA), อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), Tobin's Q, อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin), อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sale Growth rate) และผลตอบแทนของหุ้น (Share returns) (Bhagat & Black, 2002; Guest, 2009; Kyereboach & Beikpe, 2002; อมรกานต์ สำเภาเงิน, 2550)

จากการพิจารณาความสำคัญของอัตราส่วนข้างต้น พบว่า มีอัตราส่วนที่สามารถนำมาเป็นตัวชี้วัดที่ดีสำหรับผลประกอบการของบริษัท ได้แก่ Return on Equity (ROE), Return on Asset (ROA) และ Tobin's Q ซึ่ง Return on Equity (ROE) หรือ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นเครื่องมือที่วัดความสามารถของผู้บริหารของบริษัทในการสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น แสดงให้เห็นว่าเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นนั้นจะให้ผลตอบแทนกลับมาในอัตราส่วนเท่าไร (รัชฎาธิพย์ อุปลัมภ์ ประชา, 2558) สอดคล้องกับ Berman, Knight & Case (2013) ที่กล่าวว่า ROE คือ ตัววัดความสามารถในการสร้างผลตอบแทนให้คุ้มค่าแก่ความเสี่ยงจากการลงทุน ซึ่ง Shoesmith (2004) ที่กล่าวว่า ROE คือกำไรหลังจากหักดอกเบี้ยจ่ายเช่นเดียวกับ Damodaran(2007) กล่าวถึง ROE ว่าเป็นการวัดรายได้ส่วนที่เหลือของต้นทุนของผู้ถือหุ้นจากดอกเบี้ยจ่าย ในทางบัญชีสามารถแสดงได้ดังนี้

$$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

Isberg (1998) กล่าวว่า ROE เป็นตัวชี้วัดผลประกอบการที่ดีเนื่องจากสามารถครอบคลุมการวิเคราะห์ผลประกอบการได้ 3 ส่วน เรียกว่า Dupont ratio ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$\text{ROE} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ยอดขาย}} \times \frac{\text{ยอดขาย}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \times \frac{\text{สินทรัพย์รวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

ส่วนแรกคือ ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) โดยวัดจาก Net Profit Margin หรือกำไรสุทธิต่อยอดขายหมายความว่าผู้บริหารมีความสามารถในการสร้างกำไรจากยอดขายได้อย่างไร หากอัตราส่วนนี้อยู่ในระดับต่ำ แสดงว่า บริษัทได้รับกำไรน้อยอาจเกิดจากการ



แข่งขันในตลาดที่สูงหรือกำลังซื้อต่ำ ทั้งนี้ผู้บริหารควรหาทิศทางและมีการดำเนินการที่จะสามารถสร้างกำไรแก่บริษัทได้มากขึ้น

ส่วนที่สองคือ ความสามารถในการสร้างยอดขายจากสินทรัพย์ทั้งหมด ซึ่งหมายความว่ามีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพเพียงพอ (Operating Sufficiency) หรือมีการใช้สินทรัพย์ได้คุ้มค่า (Asset Utilization) โดยวัดจาก Total Asset Turnover ว่ามียอดขายเป็นเท่าใดเทียบกับสินทรัพย์ทั้งหมดที่มี หากอัตราส่วนนี้อยู่ในระดับต่ำ แสดงว่า บริษัทผลิตสินค้าออกมาได้ไม่คุ้มค่ากับสินทรัพย์ อย่างเช่น โรงงานและเครื่องจักร หรือเกิดจากยอดขายไม่ดี

ส่วนสุดท้าย คือ ความเสี่ยงของบริษัท (Leverage) โดยวัดจากอัตราส่วนสินทรัพย์รวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หากอัตราส่วนนี้อยู่ในระดับต่ำ แสดงว่า บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนสัดส่วนหนี้สินสูงส่งผลให้มีภาระดอกเบี้ยสูงผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นควรจะได้รับก็ลดลง เนื่องจากต้องนำไปชำระดอกเบี้ย

ในส่วนของ Return on Asset (ROA) หรือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นเครื่องมือที่วัดความสามารถของผู้บริหารของบริษัทในการสร้างผลตอบแทน หรือทำกำไรให้แก่บริษัท จึงแสดงให้เห็นว่า จากสินทรัพย์ที่มีอยู่ของบริษัทนั้นสามารถนำมาบริหารเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่คุ้มค่าหรือไม่ ซึ่งงานวิจัยของ ณิชนนท์ จันทระเขตต์ (2554) กล่าวถึง ROA ว่าสามารถแยกองค์ประกอบออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ อัตรากำไรสุทธิ และอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ ได้เป็นสมการดังนี้

$$ROA = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ยอดขาย}} \times \frac{\text{ยอดขาย}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

และจาก เพชรี ชุมทรัพย์ (2534) ได้กล่าวถึง ROA ว่า ควรจะนำกำไรจากการดำเนินงานเพื่อวัดความสามารถในการทำกำไรที่แท้จริงของกิจการ จึงนำกำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (EBIT) มาใช้ในการคำนวณ ได้เป็นสมการดังนี้

$$ROA = \frac{\text{กำไรสุทธิ} + \text{ดอกเบี้ยจ่าย} (1 - \text{อัตราภาษี})}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

จากการศึกษางานวิจัยพบว่ามีหลายงานวิจัยที่นำ ROE มาเป็นตัวชี้วัดผลประกอบการของบริษัท เช่น Berger (1995), Ponnu (2008), Chou & Lee (2008), อมรگانต์สำเภาเงิน (2550) และ กานดา พิศาลปิติ (2557) และมีหลายงานวิจัยที่นำ ROA มาเป็นตัวชี้วัดผลประกอบการของบริษัท เช่น Kyereboach & Beikpe (2002), Bhagat & Black (2002), Guest (2009), อมรگانต์

สำเนาเงิน (2550) และ กานดา พิศาลปิติ (2557) แต่อย่างไรก็ตามจากที่ วรกมล เกษมทรัพย์ (2553) กล่าวไว้ ROE เป็นตัวชี้วัดทางบัญชี หรือ Accounting-based Measurement จึงสามารถวัดได้เพียงข้อมูลจากงบการเงินซึ่งเป็นข้อมูลในอดีต ไม่สามารถสะท้อนผลประกอบการในมุมมองของตลาด เช่นเดียวกับ ROA และอาจมีการบิดเบือนข้อมูลทางบัญชี อย่างเช่น การแต่งงบการเงิน โดยบุคคลในบริษัท ไม่สามารถสะท้อนผลประกอบการที่แท้จริงได้ จึงควรมีตัวชี้วัดผลประกอบการที่สามารถสะท้อนมุมมองของตลาด หรือ Market-based Measurement ได้

Brainard & Tobin (1968) และ Tobin (1969) ได้เสนอแนวคิด Tobin's Q ซึ่งช่วยในการวัดมูลค่าของบริษัท โดยมีสูตรในการคำนวณดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{มูลค่าตลาดของสินทรัพย์}}{\text{ต้นทุนในการเปลี่ยนแปลง}}$$

ต้นทุนในการเปลี่ยนแปลงสามารถเรียกได้อีกอย่างว่า Replacement Cost of Capital ซึ่งค่า Tobin's Q สามารถบอกได้ว่า มูลค่าสินทรัพย์ในมุมมองตลาดเป็นกี่เท่าของมูลค่าสินทรัพย์จริงที่ลงทุนไป โดย Lindenberg & Ross (1981) พบว่าถ้าบริษัทมีค่า Tobin's Q สูง แสดงว่า นักลงทุนมีความเชื่อมั่นมากในการทำงานของฝ่ายบริหารงาน มีแนวโน้มที่จะดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ สร้างกำไรได้สูง มีมูลค่าตลาดสูงเทียบกับต้นทุนในการลงทุน บริษัทจึงมีสภาพคล่องที่ดี สามารถนำเงินไปลงทุนเพิ่มได้ ในทางตรงกันข้าม หากบริษัทมีค่า Tobin's Q ต่ำ แสดงว่า นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นมากในการทำงานของฝ่ายบริหารงาน ธุรกิจมีความกดดันในด้านการแข่งขัน เมื่อมีมูลค่าตลาดต่ำเทียบกับต้นทุนในการลงทุนเพิ่ม ทำให้บริษัทลดการลงทุนลง แต่เนื่องจากต้นทุนในการเปลี่ยนแปลงไม่สะดวกต่อการประมาณการ Chung & Pruitt (1994) จึงใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนต้นทุนในการเปลี่ยนแปลงโดยสามารถคำนวณค่า Tobin's Q ได้ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{(\text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญ} \times \text{จำนวนหุ้นสามัญ}) + \text{มูลค่าตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ์} + \text{มูลค่าตลาดของหนี้สิน}}{\text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์}}$$

จากการศึกษางานวิจัยพบว่า มีหลายงานวิจัยที่นำ Tobin's Q มาเป็นตัวชี้วัดผลประกอบการของบริษัท เช่น Lang & Stulz (1994), Bhagat & Black (2002), Klapper & Love (2004), Bonna (2012), กิตติชัย สถิตย์มั่นวิวัฒน์ (2548), นवलนภา และ ศิลปพร (2550) เป็นต้น

## 2.5 ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์

การกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถสะท้อนออกมาในรูปแบบของความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ บรรษัทภิบาล เป็นการปกป้องนักลงทุน (Investor Protection) โดยมีการเปิดเผยข้อมูลระหว่างเจ้าของกิจการและฝ่ายบริหารอย่างสม่ำเสมอ จึงช่วยลด Asymmetric Information ซึ่งเป็นสาเหตุของปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ดังนั้นบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะทำให้บุคคลภายในที่ทราบข้อมูลของบริษัทปกปิดไว้ เช่น การปกปิดพฤติกรรมของฝ่ายบริหาร การตกแต่งกำไรในรายงานผลประกอบการ หรือข่าวร้ายต่างๆ สามารถดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์โดยดึงเอาผลประโยชน์จากผู้ถือหุ้นรายอื่น ๆ มาเป็นผลประโยชน์ส่วนบุคคล (Private Benefits) อีกทั้งยังทำให้ราคาหลักทรัพย์ ไม่สะท้อนไปตามผลประกอบการที่แท้จริง (International Monetary Fund, 2016) เช่นเดียวกับ Claessens & Yurtoglu (2012) ที่กล่าวถึงบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับต่ำ จะส่งผลให้เกิดความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์สูง เพราะขาดความโปร่งใสของข้อมูลและบุคคลภายในมีข้อมูลที่สำคัญมากกว่า รวมไปถึงนักลงทุนและนักวิเคราะห์มีข้อมูลไม่เพียงพอที่จะนำมาคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์

จากการศึกษางานวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ลดลง อย่างงานวิจัยของ John, Litov & Yeung (2008) ซึ่งศึกษาบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิตจาก 39 ประเทศ โดยอาศัยข้อมูล Compustat Global Vantage dataset ปี 1992-2002 พบว่า บริษัทที่มีการปกป้องนักลงทุนดีมักจะส่งผลให้ผลประโยชน์ส่วนบุคคลของบุคคลภายในบริษัทต่ำกว่าบริษัทที่ปกป้องนักลงทุนต่ำ และบริษัทเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะตัดสินใจในการดำเนินงานที่สุ่มเสี่ยงต่ำกว่าบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Less Corporate Risk-Taking) ส่วนงานวิจัยของ Beekes et al. (2016) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการเปิดเผยข้อมูลของบริษัท โดยศึกษาบริษัทจดทะเบียนกว่า 5,000 แห่ง จากทั้งหมด 23 ประเทศ ตั้งแต่ปี 2003-2008 พบว่า หากบริษัทมีความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์สูง จะส่งผลต่อความต้องการในการเปิดเผยข้อมูลอย่างตรงต่อเวลาอย่างมีนัยสำคัญ โดยความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) คำนวณจาก Log ของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์รายวัน โดยนำมาแทนค่าในสูตรคำนวณ Volatility ราย 90 วัน

## 2.6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาพบว่า มีปัจจัยอื่นๆที่ส่งผลต่อผลประกอบการของบริษัท จึงต้องนำปัจจัยเหล่านี้มาเป็นตัวแปรควบคุมด้วย

### 2.6.1 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน

โดยปกติแล้วบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในระดับต่ำ จะมีผลการดำเนินงานดีกว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูง (วินัย อังศุโกมุกทกุล, 2539) แต่เนื่องจากการหาแหล่งเงินทุนของบริษัท สามารถแบ่งออกเป็นสองแหล่งหลักๆ ได้แก่ 1.จากเจ้าหนี้ โดยการกู้ยืม และ 2.จากเจ้าของ โดยการออกหุ้น แม้ว่าการออกหุ้นเพิ่มจะไม่ก่อให้เกิดหนี้สิน แต่มีปัจจัยหลายอย่าง que บริษัทต้องการหลีกเลี่ยง อย่างเช่น ต้นทุนในการออกหุ้นสูง และยังทำให้กำไรต่อหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเดิมควรจะได้รับมีมูลค่าลดลง ทำให้บริษัทจึงเลือกที่จะกู้ยืมจากเจ้าหนี้ก่อน สอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani & Miller (1963) โดยมีการคำนึงถึงประโยชน์ทางภาษี เมื่อบริษัทกู้ยืมเงินจากเจ้าหนี้จะสามารถนำดอกเบี้ยจ่ายเพื่อไปลดหย่อนภาษีได้แต่เมื่อกู้ยืมถึงระดับหนึ่งจะเกิดต้นทุนสูงกว่าประโยชน์ทางภาษีจึงทำให้มูลค่าของกิจการลดลงเช่นเดียวกับ การศึกษาวิจัยของ Leland (1994) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนกับมูลค่าของกิจการ พบว่า หากก่อนนี้จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มขึ้นในช่วงแรกส่งผลต่อมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นจากประโยชน์ทางภาษี แต่เมื่อถึงระดับหนึ่งหากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มขึ้นต่อจากนี้ ก็จะส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง

ตัวอย่างการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลประกอบการของบริษัท มีดังนี้ Berger (1995) ได้ทำการศึกษาบริษัทซึ่งอยู่ในกลุ่มธนาคารของสหรัฐอเมริกา ในปี ค.ศ.1983 – 1989 โดยศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วน Capital-asset ratio (CAR) และ ROE พบว่า ในช่วงแรกมีความสัมพันธ์ในทางบวก หาก Capital-asset ratio ลดลง 1% ซึ่งก็คือมีหนี้สินเพิ่ม 1% จะทำให้ ROE เพิ่มขึ้นถึง 6% แต่เมื่อถึงจุดหนึ่งจะมีความสัมพันธ์ในทางลบ เช่นเดียวกับ Chou & Lee (2008) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในไต้หวัน 139 บริษัท ยกเว้นสถาบันการเงิน ในปี ค.ศ.1987 – 2007 พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเพิ่มขึ้นจะทำให้ ROE เพิ่มขึ้นด้วยเมื่อถึงระดับหนึ่งจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม

### 2.6.2 ขนาดของบริษัท

ขนาดของบริษัทก็เป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อผลประกอบการของบริษัท จากงานวิจัยของ Lang & Stulz (1994) พบว่า การกระจายธุรกิจที่มากขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีการเพิ่มของ Tobin's Q ในระดับที่ต่ำกว่า ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการกระจายธุรกิจสูงกว่าบริษัท

ขนาดเล็ก จึงสรุปได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีการกระจายธุรกิจจะมีการเพิ่มขึ้นของผลประกอบการต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กที่ไม่มีการกระจายธุรกิจในขณะงานวิจัยของ Majumdar (1997) พบว่า ถึงแม้บริษัทขนาดใหญ่จะมีความสามารถในด้านผลิตภาพที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากมีความซับซ้อนกว่า ใช้เวลาในการตัดสินใจสูงกว่า แต่บริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการทำกำไรที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากมีความได้เปรียบในด้านการประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) ทำให้ต้นทุนในการผลิตต่ำกว่า ส่งผลให้ผลการดำเนินงานกิจการได้รับกำไรที่สูงกว่า นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ อัศนัย ชูรวดีกุล (2552) พบว่า บริษัทที่มียอดขายสูงซึ่งส่วนใหญ่แล้วมักจะเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ จะมีความสามารถในการทำกำไรที่ดีกว่าบริษัทที่มียอดขายต่ำ โดยให้เหตุผลว่า เจ้าหนี้จะปล่อยกู้ให้แก่บริษัทที่มียอดขายสูงมากกว่า เนื่องจากมีความน่าเชื่อถือมากกว่า ทำให้บริษัทเกิดสภาพคล่องสูงกว่าและสามารถนำสินทรัพย์ไปลงทุนเพื่อสร้างกำไรต่อได้ และจากงานวิจัยของ Beiner et al. (2004) พบว่า ขนาดของบริษัทสามารถวัดค่าได้โดยใช้ค่าลอการิทึมตามธรรมชาติของสินทรัพย์รวม โดยดูจากมูลค่าตามบัญชี (Book Value) ของแต่ละกิจการ

### 2.6.3 ความแตกต่างของแต่ละประเทศ

เนื่องจากแต่ละประเทศย่อมมีลักษณะที่แตกต่างกัน ไม่ว่าจะเป็นในเรื่องของข้อกฎหมาย ประชากรศาสตร์ ภาษา ศาสนา วัฒนธรรม หรือแม้แต่พฤติกรรม ย่อมส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทในแต่ละประเทศแตกต่างกันออกไป จากงานวิจัยของ นฤมล ล้อพงษ์ไพบูลย์ (2554) พบว่า ในแต่ละประเทศมีพื้นฐานเศรษฐกิจและสังคมที่เป็นลักษณะเฉพาะตัว จึงทำให้ปัจจัยในการกำกับดูแลกิจการมีลักษณะที่ต่างกันออกไป ประกอบกับกลุ่มตัวอย่างที่ต่างกัน ก็จะส่งผลให้ได้ผลการศึกษาที่ได้แตกต่างกัน อย่างเช่น Kiel & Nicholson (2003), Mak & Yuanto (2005) และ De Andres et al. (2005) (อ้างถึงใน พรอนงค์ บุชราตระกูล และคณะ 2559, น.9) ซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการและผลประกอบการของบริษัท พบว่า ผลการวิเคราะห์ของแต่ละประเทศจะให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างกันออกไป ดังนั้นความแตกต่างของแต่ละประเทศจึงเป็นอีกหนึ่งปัจจัยสำคัญที่จำเป็นจะต้องมีการควบคุมเพื่อให้สามารถศึกษาได้ หรือกำหนดเป็นตัวแปรควบคุม

## บทที่ 3 วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่า ASEAN Corporate Governance Scorecard และ กลไกบรรษัทภิบาล ส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และ ประเทศไทย โดยมีรายละเอียดของข้อมูล กลุ่มตัวอย่าง และวิธีวิจัย ดังนี้

### 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษาวิจัยครั้งนี้เป็นการประมวลผลข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในอดีต หรือ Empirical Archival Research โดยมีประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคอาเซียน 3 ประเทศ ได้แก่ มาเลเซีย สิงคโปร์ และไทย เนื่องจากปัจจุบันเป็นประเทศสมาชิกของระบบเชื่อมโยงการซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ในอาเซียน (ASEAN Trading Link) ซึ่งบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวได้รับการประเมินและจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการตามหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard และได้รับการเสนอผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการไว้ในรายงาน ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments โดยรวบรวมข้อมูลเพื่อมาศึกษาและวิเคราะห์เป็นจำนวน 2 ปี ซึ่งเป็นข้อมูลทั้งหมดที่ได้ประกาศและจัดทำเป็นรายงานจนถึงปัจจุบัน ได้แก่ ค.ศ. 2013 และค.ศ. 2014 เป็นจำนวนปีละ 111 บริษัท และคิดเป็นชุดข้อมูลทั้งหมด 222 ชุด

โดยการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยจะไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ ไม่ได้ประกาศไว้ในรายงาน ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments ทั้ง 2 ปี มีค่าผิดปกติ (Outliers) รวมไปถึงบริษัทที่เป็นสถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทที่ให้บริการทางด้านประกันภัยซึ่งอยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินเนื่องจากจะทำให้ผลประกอบการของบริษัทมีความคลาดเคลื่อนและเมื่อตัดข้อมูลของบริษัทดังกล่าวออกจะมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างในการพิจารณา 86 บริษัท และคิดเป็นชุดข้อมูลทั้งหมด 172 ชุด



### 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยรวบรวมข้อมูลในลักษณะของ Cross-sectional Data สำหรับข้อมูลในส่วนของการกำกับดูแลกิจการซึ่งเป็นข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรอิสระ สามารถรวบรวมได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1), รายงานประจำปีของบริษัท, รายงานผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ โดยใช้ ASEAN Corporate Governance Scorecard และข้อมูลที่เปิดเผยผ่านเว็บไซต์ของบริษัท สำหรับข้อมูลผลประกอบการของบริษัทและตัวเลขทางบัญชีอื่นๆ ซึ่งเป็นข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรตามและตัวแปรควบคุม สามารถรวบรวมได้จากรายงานทางการเงินของบริษัทและเว็บไซต์ต่างๆ ได้แก่เว็บไซต์ SETSMART, เว็บไซต์ Reuters, เว็บไซต์ Bloomberg, เว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์ไทย SET, เว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย BURSAMALAYSIA และเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ SGX ในส่วนของข้อมูลความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์จะนำข้อมูลราคาหลักทรัพย์รายวันมาจาก Data Stream

### 3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

#### 3.3.1 ตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระที่ใช้ในงานวิจัยนี้ ได้แก่

##### 3.3.1.1 คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG)

CG = 1 มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ที่ 90 คะแนนขึ้นไป

CG = 2 มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ที่ 80 - 89 คะแนน

CG = 3 มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ที่ 70 - 79 คะแนน

CG = 4 มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ที่ 60 - 69 คะแนน

CG = 5 มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ที่ 50 - 59 คะแนน

##### 3.3.1.2 ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (FRE)

ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทเก็บข้อมูลจากจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัทใน 1 ปี

##### 3.3.1.3 สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND)

$$\text{สัดส่วนของกรรมการอิสระ} = \frac{\text{จำนวนกรรมการอิสระ}}{\text{จำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด}}$$

ทั้งหมด

### 3.3.1.4 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD)

ขนาดของคณะกรรมการบริษัทเก็บข้อมูลจากจำนวนกรรมการบริษัท

### 3.3.1.5 การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL)

การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการเก็บข้อมูลจากตำแหน่งประธานกรรมการ และตำแหน่งประธานบริหาร

DUAL = 1 ประธานกรรมการเป็นคนเดียวกับประธานบริหาร

DUAL = 0 ประธานกรรมการไม่ใช่คนเดียวกับประธานบริหาร

### 3.3.2 ตัวแปรตาม

ตัวแปรตามที่ใช้เป็นตัวชี้วัดผลประกอบการของบริษัทที่ใช้ในงานวิจัยนี้ ได้แก่

#### 3.3.2.1 อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity:ROE)

$$\text{อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

#### 3.3.2.2 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA)

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{กำไรสุทธิ} + \text{ดอกเบี้ยจ่าย} (1 - \text{อัตราภาษี})}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

#### 3.3.2.3 Tobin's Q

จากการปรับปรุงวิธีคำนวณ Tobin's Q ของ Chung & Pruitt (1994)

$$\text{Tobin's Q} = \frac{(\text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญ} \times \text{จำนวนหุ้นสามัญ}) + \text{มูลค่าตลาดของหุ้นบริมสิทธิ์} + \text{มูลค่าตลาดของหนี้สิน}}{\text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์}}$$

#### 3.3.2.4 ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility)

$$\text{ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Log Returns)} = \text{Ln} \left( \frac{\text{ราคาหลักทรัพย์วันที่กำหนด (P}_i\text{)}}{\text{ราคาหลักทรัพย์วันก่อนหน้า (P}_{i-1}\text{)}} \right)$$

แล้วนำผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Log Returns) มาคำนวณต่อโดยแทนค่าในสูตร Volatility และคูณด้วยจำนวนชุดข้อมูลใน 1 ปี (Bennett & Gil, 2012)

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n - 1}} \times \sqrt{365}$$

เนื่องจากข้อมูลที่เก็บมาจาก Data Stream เป็นข้อมูลราคาหลักทรัพย์ราย 365 วันต่อปี จึงต้องนำมาคูณด้วย  $\sqrt{365}$



### 3.3.3 ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุมที่อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท ได้แก่

#### 3.3.3.1 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt-to-Equity: D/E Ratio)

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

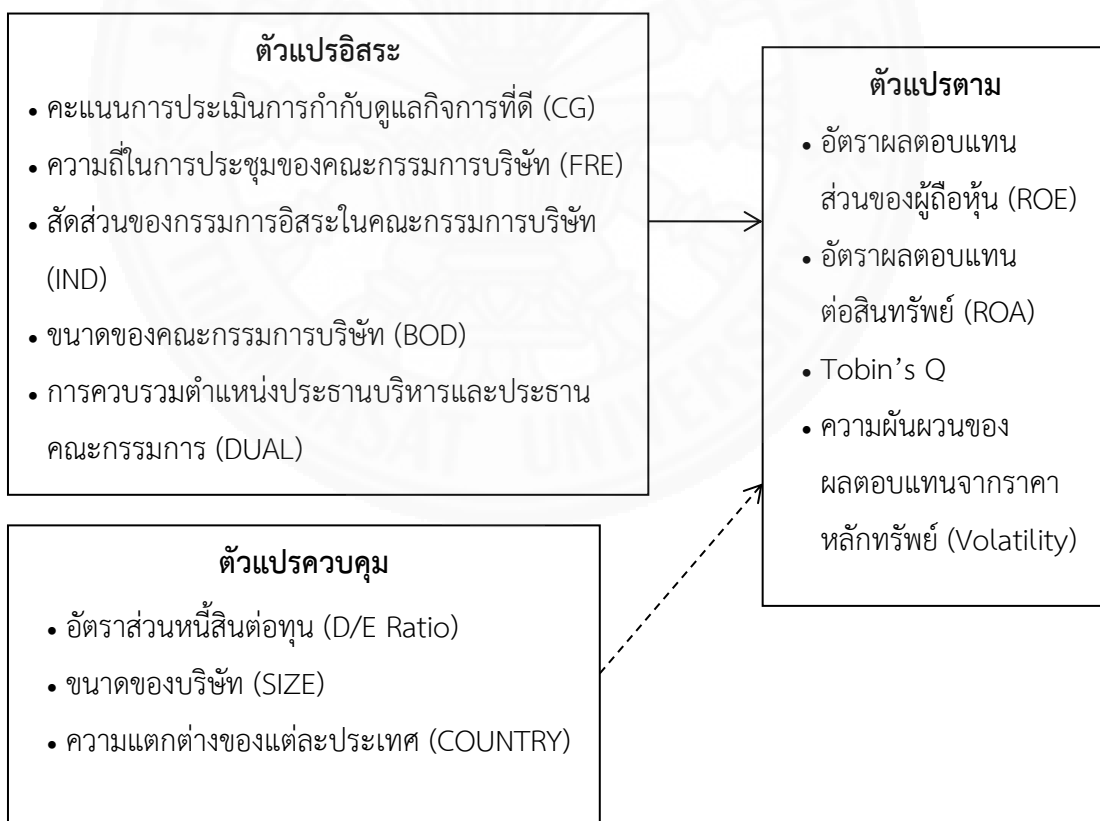
#### 3.3.3.2 ขนาดของบริษัท (SIZE)

ขนาดของบริษัท =  $\log$  (สินทรัพย์รวมของบริษัท)

#### 3.3.3.3 ความแตกต่างของแต่ละประเทศ (COUNTRY)

ความแตกต่างของแต่ละประเทศ =  $\ln$  (Gross National Product: GNP)

### 3.4 กรอบแนวคิดงานวิจัย



ภาพที่ 3.1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

### 3.5 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้เป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative) โดยนำข้อมูลทุติยภูมิที่ประกอบด้วยข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและผลประกอบการของบริษัท เพื่อมาทดสอบความสัมพันธ์ว่า ASEAN Corporate Governance Scorecard และ กลไกบรรษัทภิบาล ส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทยและจะใช้โปรแกรมและเทคนิคทางสถิติเพื่อวิเคราะห์ข้อมูล โดยมีวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลดังต่อไปนี้

**1.การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)** เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลสถิติที่ใช้ โดยการอธิบาย บรรยาย หรือสรุปลักษณะของกลุ่มข้อมูลในเบื้องต้น อย่างเช่น ค่าเฉลี่ยของข้อมูล ความถี่ของข้อมูล ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เป็นต้น

**2.การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)** เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ว่า ASEAN Corporate Governance Scorecard และ กลไกบรรษัทภิบาล ส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทยตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square: OLS) ในการทดสอบความสัมพันธ์ ซึ่งจะสามารถทราบได้ว่าปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตัวใดส่งผลต่อผลประกอบการของบริษัท โดยจะทำการวิเคราะห์ผลรวมประเทศ โดยแบ่งออกเป็นปีค.ศ. 2013 และ ปีค.ศ. 2014

**3.การวิเคราะห์การถดถอยโดยวิธี Pooled OLS (Pooled OLS Regression Analysis)** เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ว่า ASEAN Corporate Governance Scorecard และ กลไกบรรษัทภิบาล ส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทยตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square: OLS) ในการทดสอบความสัมพันธ์ โดยจะวิเคราะห์รวมทั้งปีค.ศ. 2013 และ ปีค.ศ. 2014 ซึ่งเป็นข้อมูล Panel Data เป็นข้อมูลที่มีลักษณะของข้อมูลแบบ Cross-section และข้อมูลแบบ Time series

### 3.6 สมมติฐานงานวิจัยและการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐานของการศึกษาความสัมพันธ์ของ ASEAN Corporate Governance Scorecard และ กลไกบรรษัทภิบาล ส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทย โดยการวิเคราะห์การ

ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) และการวิเคราะห์การถดถอยโดยวิธี Pooled OLS (Pooled OLS Regression Analysis) มีดังนี้

### 3.6.1 คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG)

- a.  $H_0$ : คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น  
 $H_1$ : คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น
- b.  $H_0$ : คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์  
 $H_1$ : คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
- c.  $H_0$ : คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q  
 $H_1$ : คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q
- d.  $H_0$ : คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์  
 $H_1$ : คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท

### 3.6.2 ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (FRE)

- a.  $H_0$ : ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น  
 $H_1$ : ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น
- b.  $H_0$ : ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์  
 $H_1$ : ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
- c.  $H_0$ : ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q  
 $H_1$ : ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q
- d.  $H_0$ : ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์  
 $H_1$ : ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์

### 3.6.3 สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND)

- a.  $H_0$ : สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น  
 $H_1$ : สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น
- b.  $H_0$ : สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์  
 $H_1$ : สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
- c.  $H_0$ : สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q  
 $H_1$ : สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q
- d.  $H_0$ : สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์  
 $H_1$ : สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์

### 3.6.4 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท(BOD)

- a.  $H_0$ : ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น  
 $H_1$ : ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น
- b.  $H_0$ : ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์  
 $H_1$ : ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
- c.  $H_0$ : ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q  
 $H_1$ : ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q
- d.  $H_0$ : ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์  
 $H_1$ : ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์

### 3.6.5 การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL)

- a.  $H_0$ : การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น  
 $H_1$ : การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

- b.  $H_0$ : การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์  
 $H_1$ : การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
- c.  $H_0$ : การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q  
 $H_1$ : การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q
- d.  $H_0$ : การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์  
 $H_1$ : การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์

สมมติฐานของการศึกษาสามารถเขียนเป็นสมการสหสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 CG + \beta_2 FRE + \beta_3 IND + \beta_4 BOD + \beta_5 DUAL + \beta_6 DE + \beta_7 SIZE + \beta_1 COUNT 1 + \beta_2 COUNT 2 + \beta_3 COUNT 3 + \varepsilon_i$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 CG + \beta_2 FRE + \beta_3 IND + \beta_4 BOD + \beta_5 DUAL + \beta_6 DE + \beta_7 SIZE + \beta_1 COUNT 1 + \beta_2 COUNT 2 + \beta_3 COUNT 3 + \varepsilon_i$$

$$Tobin's Q = \beta_0 + \beta_1 CG + \beta_2 FRE + \beta_3 IND + \beta_4 BOD + \beta_5 DUAL + \beta_6 DE + \beta_7 SIZE + \beta_1 COUNT 1 + \beta_2 COUNT 2 + \beta_3 COUNT 3 + \varepsilon_i$$

$$VOL = \beta_0 + \beta_1 CG + \beta_2 FRE + \beta_3 IND + \beta_4 BOD + \beta_5 DUAL + \beta_6 DE + \beta_7 SIZE + \beta_1 COUNT 1 + \beta_2 COUNT 2 + \beta_3 COUNT 3 + \varepsilon_i$$

โดยกำหนดให้

CG = คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี

FRE = ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท

IND = สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท

BOD = ขนาดของคณะกรรมการบริษัท

DUAL = การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ

DE = อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน

SIZE = ขนาดบริษัท

COUNT = ความแตกต่างของแต่ละประเทศ



## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

สำหรับบทที่ 4 จะแสดงและอธิบายรายละเอียดผลการวิเคราะห์ตามสมมติฐานที่นำเสนอไว้ในบทที่ 3 เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ว่า ASEAN Corporate Governance Scorecard และ กลไกบรรษัทภิบาล ส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทย โดยจะใช้โปรแกรมทางสถิติเพื่อวิเคราะห์ข้อมูล โดยแบ่งวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลเป็นดังนี้

1. การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)
2. การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)
3. การวิเคราะห์การถดถอยโดยวิธี Pooled OLS (Pooled OLS Regression)

#### 4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

##### 4.1.1 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาแบบรวมประเทศ

ปีค.ศ. 2013 – 2014

ตารางที่ 4.1 สรุปคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) แบบรวมประเทศ

| คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) | 2013  |         | 2014  |         |
|--|-------|---------|-------|---------|
|  | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| 90 คะแนนขึ้นไป                         | 12    | 13.95%  | 29    | 33.72%  |
| 80 - 89 คะแนน                          | 13    | 15.12%  | 34    | 39.53%  |
| 70 - 79 คะแนน                          | 23    | 26.74%  | 23    | 26.74%  |
| 60 - 69 คะแนน                          | 35    | 40.70%  | 0     | 0.00%   |
| 50 - 59 คะแนน                          | 3     | 3.49%   | 0     | 0.00%   |
| รวม                                    | 86    | 100.00% | 86    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.1 พบว่าในปีค.ศ. 2013 ซึ่งเป็นปีแรกที่มีการประเมินการกำกับดูแลกิจการอาเซียน (ACGS) บริษัทกลุ่มตัวอย่างซึ่งมีคะแนนสูงอยู่ใน 50 อันดับแรกของแต่ละประเทศ จะ



มีบริษัทจำนวนไม่มากที่มีผลคะแนน 80 คะแนนขึ้นไป และมีบริษัทที่ได้คะแนนต่ำสุดอยู่ในช่วง 50 - 59 คะแนน แต่ในปีค.ศ. 2014 บริษัทก็ได้มีการปรับตัวและได้รับผลการประเมินที่ดีขึ้น จะเห็นได้ว่าไม่มีบริษัทใดได้คะแนนต่ำกว่าช่วง 70 - 79 คะแนน และมีบริษัทที่ได้คะแนนสูงสุดในช่วง 90 คะแนนขึ้นไปเพิ่มขึ้นร้อยละ 20 โดยประมาณ

ตารางที่ 4.2 สรุปความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (FRE) แบบรวมประเทศ

| จำนวนครั้งในการประชุมของ<br>คณะกรรมการบริษัท (FRE) | 2013  |        | 2014  |        |
|--|-------|--------|-------|--------|
|  | จำนวน | ร้อยละ | จำนวน | ร้อยละ |
| 1-3  | 1     | 1.16%  | 1     | 1.16%  |
| 4-6  | 34    | 39.53% | 35    | 40.70% |
| 7-10   | 32    | 37.21% | 26    | 30.23% |
| 11-15  | 12    | 13.95% | 17    | 19.77% |
| 16-20  | 7     | 8.14%  | 6     | 6.98%  |
| 21-25  | 0     | 0.00%  | 0     | 0.00%  |
| 25-30  | 0     | 0.00%  | 1     | 1.16%  |
| รวม  | 86    | 100%   | 86    | 100%   |

จากตารางที่ 4.2 พบว่าทั้งปีค.ศ. 2013 และปีค.ศ.2014 ไม่ค่อยมีความแตกต่างกันมากนัก ส่วนใหญ่จะมีจำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทอยู่ที่ 4 - 10 ครั้งต่อปี

ตารางที่ 4.3 สรุปสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) แบบรวมประเทศ

| สัดส่วนของกรรมการอิสระใน<br>คณะกรรมการบริษัท (IND) | 2013  |        | 2014  |        |
|--|-------|--------|-------|--------|
|  | จำนวน | ร้อยละ | จำนวน | ร้อยละ |
| ร้อยละ 0 - 20                                      | 0     | 0.00%  | 0     | 0.00%  |
| ร้อยละ 21 - 30                                     | 0     | 0.00%  | 1     | 1.16%  |
| ร้อยละ 31 - 40                                     | 19    | 22.09% | 21    | 24.42% |
| ร้อยละ 41 - 50                                     | 17    | 19.77% | 20    | 23.26% |
| ร้อยละ 51 - 60                                     | 18    | 20.93% | 16    | 18.60% |

ตารางที่ 4.3 สรุปลำดับส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) แบบรวมประเทศ (ต่อ)

| สัดส่วนของกรรมการอิสระใน<br>คณะกรรมการบริษัท (IND) | 2013  |        | 2014  |        |
|--|-------|--------|-------|--------|
|  | จำนวน | ร้อยละ | จำนวน | ร้อยละ |
| ร้อยละ 61 - 70                                     | 18    | 20.93% | 14    | 16.28% |
| ร้อยละ 71 - 80                                     | 9     | 10.47% | 9     | 10.47% |
| ร้อยละ 81 - 90                                     | 3     | 3.49%  | 3     | 3.49%  |
| ร้อยละ 91 - 100                                    | 2     | 2.33%  | 2     | 2.33%  |

จากตารางที่ 4.3 พบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทปีค.ศ. 2013 และ 2014 ไม่ค่อยมีความแตกต่างกันมากนัก และมีการกระจายในช่วงร้อยละ 31 – 40, ร้อยละ 41 – 50, ร้อยละ 51 – 60 และ ร้อยละ 61 – 70 ใกล้เคียงกันมาก

ตารางที่ 4.4 สรุปขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) แบบรวมประเทศ

| ขนาดของคณะกรรมการ<br>บริษัท (BOD) | 2013  |         | 2014  |         |
|-----------------------------------|-------|---------|-------|---------|
|                                   | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| 0 - 5 คน                          | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| 6 - 10 คน                         | 46    | 53.49%  | 48    | 55.81%  |
| 11 - 15 คน                        | 39    | 45.35%  | 37    | 43.02%  |
| 16 - 20 คน                        | 1     | 1.16%   | 1     | 1.16%   |
| รวม                               | 86    | 100.00% | 86    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.4 พบว่าส่วนใหญ่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทจะอยู่ที่ 6 – 15 คน โดยประมาณ และคล้ายคลึงกันทั้งปีค.ศ. 2013 และ 2014

ตารางที่ 4.5 สรุปการควรวรรณตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL)

แบบรวมประเทศ

| การควรวรรณตำแหน่งผู้บริหารและ<br>ประธานคณะกรรมการ (DUAL) | 2013  |         | 2014  |         |
|--|-------|---------|-------|---------|
|  | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| ควว  | 2     | 2.33%   | 2     | 2.33%   |
| ไม่ควว   | 84    | 97.67%  | 84    | 97.67%  |
| รวม  | 86    | 100.00% | 86    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.5 พบว่าบริษัทร้อยละ 97.67 ไม่มีการควรวรรณตำแหน่งประธานบริหาร  
และประธานคณะกรรมการ

ตารางที่ 4.6 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาแบบรวมประเทศในปีค.ศ. 2013

| Variable | Mean    | Standard<br>Deviation | Minimun | Maximum |
|----------|---------|-----------------------|---------|---------|
| CG       | 3.0465  | 1.1262                | 1       | 5       |
| FRE      | 8.3372  | 4.0018                | 1       | 19      |
| BOD      | 10.4535 | 2.3094                | 7       | 16      |
| IND      | 0.5536  | 0.1582                | 0.3333  | 0.9091  |
| DUAL     | 0.0233  | 0.1516                | 0       | 1       |
| ROE      | 0.2054  | 0.3609                | -0.4918 | 2.3790  |
| ROA      | 0.1404  | 0.2189                | -0.0425 | 1.5001  |
| TOBINSQ  | 2.6636  | 3.3370                | 0.5990  | 23.4406 |
| VOL      | 0.3200  | 0.1118                | 0.1365  | 0.5893  |
| DE       | 0.9382  | 0.8718                | 0.0009  | 4.1931  |
| SIZE     | 10.0605 | 0.7352                | 8.5408  | 12.0128 |
| COUNTRY  | 27.2666 | 1.3117                | 26.2068 | 29.1772 |

จากตารางที่ 4.6 พบว่า คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.0465 ซึ่งอยู่ในช่วง 70 - 79 คะแนน โดยมีช่วงคะแนนสูงสุดอยู่ที่ 90 คะแนนขึ้นไป และต่ำสุดอยู่ที่ 50 - 59 คะแนน ส่วนสัดส่วนของกรรมการอิสระมีค่าเฉลี่ยที่ 55.36% ซึ่งถือว่ามีจำนวนกรรมการอิสระอยู่สูงกว่าครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมดโดยต่ำสุดอยู่ที่ 33.33% สอดคล้องกับหลักเกณฑ์มาตรฐานทั่วไปที่กำหนดให้มีจำนวนกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมดสำหรับการรวบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0233 ซึ่งมีแนวโน้มไปทาง 0 หรือก็คือ ไม่มีการรวบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ แสดงให้เห็นว่าส่วนใหญ่แล้วบริษัทในกลุ่มตัวอย่างจะไม่มีการรวบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ มีเพียง 2 บริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่มีการรวบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ โดยอยู่ในประเทศสิงคโปร์ 1 บริษัท และประเทศไทย 1 บริษัท โดยทั้ง 3 ประเทศมีการกำหนดไว้ว่า ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไว้อย่างชัดเจน เนื่องจากมีหน้าที่รับผิดชอบที่ต่างกัน ในส่วนของขนาดของคณะกรรมการบริษัทและความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท ประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์ไม่ได้มีการกำหนดจำนวนขั้นต่ำ แต่สำหรับประเทศไทยได้กำหนดขั้นต่ำไว้ คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัทขนาดต่ำสุดอยู่ที่ 7 คนความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทต้องมีการประชุมของคณะกรรมการบริษัทอย่างน้อย 3 เดือน/ครั้ง หรือ จำนวนครั้งการประชุมต่ำสุด 4 ครั้ง/ปี

ตารางที่ 4.7 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาแบบรวมประเทศในปีค.ศ. 2014

| Variable | Mean    | Standard Deviation | Minimum | Maximum |
|----------|---------|--------------------|---------|---------|
| CG       | 1.9302  | 0.7790             | 1       | 3       |
| FRE      | 8.6977  | 4.7405             | 2       | 28      |
| BOD      | 10.4767 | 2.4192             | 7       | 18      |
| IND      | 0.5412  | 0.1599             | 0.2222  | 0.9167  |
| DUAL     | 0.0233  | 0.1516             | 0       | 1       |
| ROE      | 0.1409  | 0.4993             | -3.6613 | 2.1164  |
| ROA      | 0.1202  | 0.1811             | -0.4108 | 0.9728  |
| TOBINSQ  | 2.9322  | 4.1541             | 0.5345  | 23.7442 |
| VOL      | 0.3016  | 0.1179             | 0.1132  | 0.6724  |

ตารางที่ 4.7 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาแบบรวมประเทศในปีค.ศ. 2014 (ต่อ)

| Variable | Mean    | Standard Deviation | Minimum | Maximum |
|----------|---------|--------------------|---------|---------|
| DE       | 0.8951  | 1.0623             | 0.0007  | 7.6579  |
| SIZE     | 10.0653 | 0.7435             | 8.6311  | 11.9662 |
| COUNTRY  | 27.3049 | 1.3054             | 26.2569 | 29.2077 |

จากตารางที่ 4.7 พบว่า คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.9302 ซึ่งอยู่ในช่วง 80 คะแนนขึ้นไป โดยมีช่วงคะแนนสูงสุดอยู่ที่ 90 คะแนนขึ้นไป และต่ำสุดอยู่ที่ 70 - 79 คะแนน แสดงให้เห็นว่า ภายในระยะเวลา 1 ปี บริษัทตระหนักถึงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีของอาเซียน (ACGS) และมีการปรับการดำเนินงานให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ดังกล่าวทำให้คะแนนโดยรวมเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ส่วนสัดส่วนของกรรมการอิสระมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 54.12% ซึ่งถือว่ามีจำนวนกรรมการอิสระอยู่ใกล้เคียงกับครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมดโดยต่ำสุดอยู่ที่ 22.22% ซึ่งต่ำกว่าหลักเกณฑ์มาตรฐานทั่วไปที่กำหนดให้มีจำนวนกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด โดยพบว่ามีเพียงบริษัทเดียวในประเทศมาเลเซียที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระต่ำกว่า 33.33% สำหรับการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0233 ซึ่งมีแนวโน้มไปทาง 0 หรือก็คือ ไม่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ แสดงให้เห็นว่าส่วนใหญ่แล้วบริษัทในกลุ่มตัวอย่างจะไม่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ มีเพียง 2 บริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ โดยอยู่ในประเทศสิงคโปร์ 1 บริษัท และประเทศไทย 1 บริษัท โดยทั้ง 3 ประเทศมีการกำหนดไว้ว่า ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไว้อย่างชัดเจน เนื่องจากมีหน้าที่รับผิดชอบที่ต่างกัน ในส่วนของขนาดของคณะกรรมการบริษัทและความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท ประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์ไม่ได้มีการกำหนดจำนวนขั้นต่ำ แต่สำหรับประเทศไทยได้กำหนดขั้นต่ำไว้ คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัทขนาดต่ำสุดอยู่ที่ 7 คนความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทต้องมีการประชุมของคณะกรรมการบริษัทอย่างน้อย 3 เดือน/ครั้ง หรือ จำนวนครั้งการประชุมต่ำสุด 4 ครั้ง/ปี

#### 4.1.2 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาประเทศมาเลเซีย

ปีค.ศ. 2013 - 2014

ตารางที่ 4.8 สรุปคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) ประเทศมาเลเซีย

| คะแนนการประเมินการ<br>กำกับดูแลกิจการ (CG) | 2013  |         | 2014  |         |
|--|-------|---------|-------|---------|
|  | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| 90 คะแนนขึ้นไป                             | 1     | 3.03%   | 9     | 27.27%  |
| 80 - 89 คะแนน                              | 3     | 9.09%   | 12    | 36.36%  |
| 70 - 79 คะแนน                              | 11    | 33.33%  | 12    | 36.36%  |
| 60 - 69 คะแนน                              | 18    | 54.55%  | 0     | 0.00%   |
| 50 - 59 คะแนน                              | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| รวม  | 33    | 100.00% | 33    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.8 พบว่า ในปีค.ศ. 2013 จะมีเพียง 4 บริษัท หรือคิดเป็นร้อยละ 12.12 จากบริษัทที่มีคะแนนสูงเป็น 50 อันดับแรกมีผลคะแนน 80 คะแนนขึ้นไป แต่ในปีค.ศ. 2014 บริษัทก็ได้มีการปรับตัวและได้รับผลการประเมินที่ดีขึ้น จะเห็นได้ว่าบริษัทกลุ่มตัวอย่างซึ่งมีคะแนนสูงอยู่ใน 50 อันดับแรกของประเทศ บริษัทที่มีผลคะแนน 80 คะแนนขึ้นไป คิดเป็นร้อยละ 63.63 และไม่มีบริษัทใดได้คะแนนต่ำกว่า 70 คะแนน

ตารางที่ 4.9 สรุปความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (FRE) ประเทศมาเลเซีย

| จำนวนครั้งในการประชุมของ<br>คณะกรรมการบริษัท (FRE) | 2013  |        | 2014  |        |
|--|-------|--------|-------|--------|
|  | จำนวน | ร้อยละ | จำนวน | ร้อยละ |
| 1-3  | 1     | 3.03%  | 1     | 3.03%  |
| 4-6  | 12    | 36.36% | 9     | 27.27% |
| 7-10   | 15    | 45.45% | 11    | 33.33% |
| 11-15  | 3     | 9.09%  | 9     | 27.27% |
| 16-20  | 2     | 6.06%  | 2     | 6.06%  |

ตารางที่ 4.9 สรุปความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (FRE) ประเทศมาเลเซีย (ต่อ)

| จำนวนครั้งในการประชุมของ<br>คณะกรรมการบริษัท (FRE) | 2013  |        | 2014  |        |
|--|-------|--------|-------|--------|
|  | จำนวน | ร้อยละ | จำนวน | ร้อยละ |
| 21-25  | 0     | 0.00%  | 0     | 0.00%  |
| 25-30  | 0     | 0.00%  | 1     | 3.03%  |
| รวม  | 33    | 100%   | 33    | 100%   |

จากตารางที่ 4.9 พบว่า ปีค.ศ. 2013 ส่วนใหญ่จะมีจำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทอยู่ที่ 4 – 10 ครั้งต่อปีแต่ปีค.ศ. 2014 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเล็กน้อยโดยส่วนใหญ่จะมีจำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทอยู่ที่ 4 – 15 ครั้งต่อปีมีเพียง 1 บริษัทที่มีจำนวนครั้งในการประชุม 1 – 3 ครั้งต่อปี

ตารางที่ 4.10 สรุปสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) ประเทศมาเลเซีย

| สัดส่วนของกรรมการอิสระใน<br>คณะกรรมการบริษัท (IND) | 2013  |         | 2014  |         |
|--|-------|---------|-------|---------|
|  | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| ร้อยละ 0 - 20                                      | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| ร้อยละ 21 - 30                                     | 0     | 0.00%   | 1     | 3.03%   |
| ร้อยละ 31 - 40                                     | 10    | 30.30%  | 8     | 24.24%  |
| ร้อยละ 41 - 50                                     | 5     | 15.15%  | 10    | 30.30%  |
| ร้อยละ 51 - 60                                     | 9     | 27.27%  | 7     | 21.21%  |
| ร้อยละ 61 - 70                                     | 8     | 24.24%  | 5     | 15.15%  |
| ร้อยละ 71 - 80                                     | 1     | 3.03%   | 2     | 6.06%   |
| ร้อยละ 81 - 90                                     | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| ร้อยละ 91 - 100                                    | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| รวม  | 33    | 100.00% | 33    | 100.00% |



จากตารางที่ 4.10 พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทปีค.ศ. 2013 และ 2014 ไม่ค่อยมีความแตกต่างกันมากนัก และจะมีการกระจายในช่วงร้อยละ 31 – 40, ร้อยละ 41 – 50, ร้อยละ 51 – 60 และ ร้อยละ 61 – 70 ซึ่งใกล้เคียงกันมาก

ตารางที่ 4.11 สรุปขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) ประเทศมาเลเซีย

| ขนาดของคณะกรรมการ<br>บริษัท (BOD) | 2013  |         | 2014  |         |
|-----------------------------------|-------|---------|-------|---------|
|                                   | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| 0 - 5 คน                          | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| 6 - 10 คน                         | 27    | 81.82%  | 27    | 81.82%  |
| 11 - 15 คน                        | 6     | 18.18%  | 6     | 18.18%  |
| 16 - 20 คน                        | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| รวม                               | 33    | 100.00% | 33    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.11 พบว่าส่วนใหญ่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทจะอยู่ที่ 6 – 10 คน โดยประมาณ ทั้งปีค.ศ. 2013 และ 2014

ตารางที่ 4.12 สรุปการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) ประเทศมาเลเซีย

| การควมรวมตำแหน่งผู้บริหารและ<br>ประธานคณะกรรมการ (DUAL) | 2013  |         | 2014  |         |
|---|-------|---------|-------|---------|
|   | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| ควม   | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| ไม่ควม  | 33    | 100.00% | 33    | 100.00% |
| รวม   | 33    | 100.00% | 33    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.12 พบว่า ไม่มีบริษัทใดที่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ

ตารางที่ 4.13 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013

| Variable | Mean   | Standard Deviation | Minimum | Maximum |
|----------|--------|--------------------|---------|---------|
| CG       | 3.3939 | 0.7882             | 1       | 4       |
| FRE      | 7.9697 | 3.6098             | 1       | 17      |
| BOD      | 9.1818 | 1.5503             | 7       | 13      |
| IND      | 0.5106 | 0.1268             | 0.3333  | 0.75    |
| DUAL     | 0      | 0                  | 0       | 0       |
| ROE      | 0.2570 | 0.5251             | -0.1031 | 2.3790  |
| ROA      | 0.1821 | 0.3032             | -0.0425 | 1.5001  |
| TOBINSQ  | 3.4815 | 4.5441             | 0.9583  | 23.4406 |
| VOL      | 0.2728 | 0.1028             | 0.1365  | 0.5360  |
| DE       | 0.4667 | 0.6167             | 0.0009  | 2.3264  |
| SIZE     | 9.6763 | 0.5128             | 8.8325  | 10.9587 |

จากตารางที่ 4.13 พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระมีค่าเฉลี่ยที่ 51.06% ซึ่งถือว่ามีจำนวนกรรมการอิสระอยู่สูงกว่าครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมดโดยต่ำสุดอยู่ที่ 33.33% สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ของ **Securities Commission Malaysia (2012)** ที่กำหนดจำนวนกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด และต้องไม่ต่ำกว่า 2 คนนอกจากนี้หากบริษัทมีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการหากประธานคณะกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระจะต้องมีสัดส่วนกรรมการอิสระสูงกว่าร้อยละ 50 เพื่อมาถ่วงดุลอำนาจฝ่ายบริหาร แต่อย่างไรก็ตามบริษัทกลุ่มตัวอย่างประเทศมาเลเซียไม่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการในส่วนของขนาดของคณะกรรมการบริษัทและความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีการกำหนดจำนวนขั้นต่ำ โดยพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีขั้นต่ำอยู่ที่ 7 คน ซึ่งเหมือนกับประเทศอื่นๆ แต่ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทกลับมีขั้นต่ำอยู่ที่ 1 ครั้งต่อปี ซึ่งต่ำกว่าประเทศอื่นๆอย่างมาก

ตารางที่ 4.14 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2014

| Variable | Mean   | Standard Deviation | Minimum | Maximum |
|----------|--------|--------------------|---------|---------|
| CG       | 2.0909 | 0.8048             | 1       | 3       |
| FRE      | 9.2727 | 5.1434             | 2       | 27      |
| BOD      | 9.0909 | 1.5883             | 7       | 14      |
| IND      | 0.5003 | 0.1309             | 0.2222  | 0.7778  |
| DUAL     | 0      | 0                  | 0       | 0       |
| ROE      | 0.0680 | 0.7670             | -3.6613 | 2.1164  |
| ROA      | 0.1188 | 0.2239             | -0.4108 | 0.9535  |
| TOBINSQ  | 3.4119 | 4.8010             | 0.7226  | 23.7442 |
| VOL      | 0.2625 | 0.1063             | 0.1132  | 0.5310  |
| DE       | 0.5967 | 1.3444             | 0.0007  | 7.6579  |
| SIZE     | 9.6866 | 0.5251             | 8.8327  | 10.9757 |

จากตารางที่ 4.14 พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระมีค่าเฉลี่ยที่ 50.03% ซึ่งถือว่า มีจำนวนกรรมการอิสระอยู่ครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมดโดยต่ำสุดอยู่ที่ 22.22% ซึ่งต่ำกว่าหลักเกณฑ์ของ **Securities Commission Malaysia (2012)** ที่กำหนดจำนวนกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด และต้องไม่ต่ำกว่า 2 คน อาจเนื่องมาจากบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงของจำนวนกรรมการอิสระในปีนั้น นอกจากนี้หากบริษัทมีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการหากประธานคณะกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ จะต้องมีส่วนกรรมการอิสระสูงกว่าร้อยละ 50 เพื่อมาถ่วงดุลอำนาจฝ่ายบริหาร แต่อย่างไรก็ตามบริษัทกลุ่มตัวอย่างประเทศมาเลเซียไม่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการในส่วนของคุณภาพของคณะกรรมการบริษัทและความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีการกำหนดจำนวนขั้นต่ำ โดยพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีขั้นต่ำอยู่ที่ 7 คน ซึ่งเหมือนกับประเทศอื่นๆ แต่ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทกลับมีขั้นต่ำอยู่ที่ 2 ครั้งต่อปี ซึ่งต่ำกว่าประเทศอื่นๆมาก

### 4.1.3 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาประเทศสิงคโปร์

ปีค.ศ. 2013 - 2014

ตารางที่ 4.15 สรุปคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) ประเทศสิงคโปร์

| คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) | 2013  |         | 2014  |         |
|--|-------|---------|-------|---------|
|  | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| 90 คะแนนขึ้นไป                         | 0     | 0.00%   | 9     | 34.62%  |
| 80 - 89 คะแนน                          | 0     | 0.00%   | 12    | 46.15%  |
| 70 - 79 คะแนน                          | 6     | 23.08%  | 5     | 19.23%  |
| 60 - 69 คะแนน                          | 17    | 65.38%  | 0     | 0.00%   |
| 50 - 59 คะแนน                          | 3     | 11.54%  | 0     | 0.00%   |
| รวม                                    | 26    | 100.00% | 26    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.15 พบว่าในปีค.ศ. 2013 ไม่มีบริษัทใดได้คะแนนสูงกว่า 79 คะแนนแต่ในปีค.ศ. 2014 บริษัทก็ได้มีการปรับตัวและได้รับผลการประเมินที่ดีขึ้นอย่างรวดเร็ว จะเห็นได้ว่าบริษัทกลุ่มตัวอย่างซึ่งมีคะแนนสูงอยู่ใน 50 อันดับแรกของประเทศทั้งหมดได้คะแนน 70 คะแนนขึ้นไป

ตารางที่ 4.16 สรุปความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (FRE) ประเทศสิงคโปร์

| จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (FRE) | 2013  |        | 2014  |        |
|--|-------|--------|-------|--------|
|  | จำนวน | ร้อยละ | จำนวน | ร้อยละ |
| 1-3  | 0     | 0.00%  | 0     | 0.00%  |
| 4-6  | 16    | 61.54% | 20    | 76.92% |
| 7-10   | 8     | 30.77% | 6     | 23.08% |
| 11-15  | 1     | 3.85%  | 0     | 0.00%  |
| 16-20  | 1     | 3.85%  | 0     | 0.00%  |
| รวม  | 26    | 100%   | 26    | 100%   |

จากตารางที่ 4.16 พบว่าทั้งปีค.ศ. 2013 และ 2014 ไม่ค่อยมีความแตกต่างกันมากนัก ส่วนใหญ่จะมีจำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทอยู่ที่ 4 – 6 ครั้งต่อปี

ตารางที่ 4.17 สรุปสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) ประเทศสิงคโปร์

| สัดส่วนของกรรมการอิสระ<br>ในคณะกรรมการบริษัท<br>(IND) | 2013  |         | 2014  |         |
|---|-------|---------|-------|---------|
|   | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| ร้อยละ 0 - 20   | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| ร้อยละ 21 - 30  | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| ร้อยละ 31 - 40  | 2     | 7.69%   | 4     | 15.38%  |
| ร้อยละ 41 - 50  | 2     | 7.69%   | 2     | 7.69%   |
| ร้อยละ 51 - 60  | 2     | 7.69%   | 3     | 11.54%  |
| ร้อยละ 61 - 70  | 9     | 34.62%  | 6     | 23.08%  |
| ร้อยละ 71 - 80  | 6     | 23.08%  | 7     | 26.92%  |
| ร้อยละ 81 - 90  | 3     | 11.54%  | 2     | 7.69%   |
| ร้อยละ 91 - 100                                       | 2     | 7.69%   | 2     | 7.69%   |
| รวม   | 26    | 100.00% | 26    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.17 พบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทปีค.ศ. 2013 และ 2014 จะมีความกระจายตัวสูงและไม่ค่อยมีความแตกต่างกันมากนัก โดยอยู่ตั้งแต่ร้อยละ 31 ขึ้นไป

ตารางที่ 4.18 สรุปขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) ประเทศสิงคโปร์

| ขนาดของคณะกรรมการ<br>บริษัท (BOD) | 2013  |        | 2014  |        |
|-----------------------------------|-------|--------|-------|--------|
|                                   | จำนวน | ร้อยละ | จำนวน | ร้อยละ |
| 0 - 5 คน                          | 0     | 0.00%  | 0     | 0.00%  |
| 6 - 10 คน                         | 15    | 57.69% | 16    | 61.54% |

ตารางที่ 4.18 สรุปขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) ประเทศสิงคโปร์ (ต่อ)

| ขนาดของคณะกรรมการ<br>บริษัท (BOD) | 2013  |         | 2014  |         |
|-----------------------------------|-------|---------|-------|---------|
|                                   | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| 11 - 15 คน                        | 11    | 42.31%  | 10    | 38.46%  |
| รวม                               | 26    | 100.00% | 26    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.18 พบว่าส่วนใหญ่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทจะอยู่ที่ 6 – 15 คน และทั้งปีค.ศ. 2013 และ 2014

ตารางที่ 4.19 สรุปการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) ประเทศสิงคโปร์

| การควมรวมตำแหน่งประธาน<br>บริหารและประธาน<br>คณะกรรมการ (DUAL) | 2013  |         | 2014  |         |
|--|-------|---------|-------|---------|
|  | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| ควม  | 1     | 3.70%   | 1     | 3.70%   |
| ไม่ควม   | 26    | 96.30%  | 26    | 96.30%  |
| รวม  | 27    | 100.00% | 27    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.19 พบว่าบริษัทร้อยละ 96.30% จะไม่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ

ตารางที่ 4.20 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาประเทศสิงคโปร์ในปีค.ศ. 2013

| Variable | Mean   | Standard Deviation | Minimum | Maximum |
|----------|--------|--------------------|---------|---------|
| CG       | 3.8846 | 0.5883             | 3       | 5       |
| FRE      | 6.4231 | 3.0090             | 4       | 17      |
| BOD      | 9.8846 | 1.6082             | 7       | 13      |
| IND      | 0.6836 | 0.1494             | 0.375   | 0.9091  |
| DUAL     | 0.0385 | 0.1961             | 0       | 1       |

ตารางที่ 4.20 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาประเทศสิงคโปร์ในปีค.ศ. 2013 (ต่อ)

| Variable | Mean   | Standard Deviation | Minimum | Maximum |
|----------|--------|--------------------|---------|---------|
| ROE      | 0.168  | 0.141              | -0.0489 | 0.6211  |
| ROA      | 0.0903 | 0.0651             | 0.0013  | 0.2559  |
| TOBINSQ  | 1.8032 | 1.2201             | 0.599   | 4.8406  |
| VOL      | 0.3022 | 0.1061             | 0.1524  | 0.5893  |
| D/E      | 1.1161 | 0.7105             | 0.2284  | 3.0233  |
| SIZE     | 9.7442 | 0.5234             | 8.5408  | 10.6019 |

จากตารางที่ 4.20 พบว่า คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.88 ซึ่งอยู่ในช่วง 60 - 79 คะแนน โดยมีช่วงคะแนนสูงสุดอยู่ที่ 70 - 79 คะแนน และต่ำสุดอยู่ที่ 50 - 59 คะแนน ซึ่งถือว่ายังอยู่ในระดับปานกลางค่อนข้างต่ำ แสดงให้เห็นว่าในปีแรกที่มีการนำหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีของอาเซียน (ACGS) มาใช้ ยังไม่มีบริษัทใดในสิงคโปร์ที่ได้รับคะแนนสูงกว่าช่วง 70 - 79 คะแนน ส่วนสัดส่วนของกรรมการอิสระมีค่าเฉลี่ยที่ 68.36% ซึ่งถือว่ามีความจํานวนกรรมการอิสระอยู่สูงกว่าครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมดโดยต่ำสุดอยู่ที่ 37.50% สูงกว่าหลักเกณฑ์ของ **Corporate Governance Council (2012)** ที่กำหนดจํานวนกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด และต้องไม่ต่ำกว่า 2 คน นอกจากนี้หากบริษัทมีการควบรวมนตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ หรือ ประธานคณะกรรมการเป็นบุคคลในครอบครัวเดียวกันกับประธานบริหาร หรือ ประธานคณะกรรมการเป็นสมาชิกในฝ่ายบริหาร หรือ ประธานคณะกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ จะต้องมีส่วนกรรมการอิสระสูงกว่าร้อยละ 50 เพื่อมาถ่วงดุลอำนาจฝ่ายบริหาร สำหรับการควบรวมนตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0385 เนื่องจากมีเพียงบริษัทเดียวในกลุ่มตัวอย่างที่มีการควบรวมนตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ โดย Corporate Governance Council กำหนดไว้ว่า ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไว้อย่างชัดเจน เนื่องจากมีหน้าที่รับผิดชอบที่ต่างกันในส่วนของคุณภาพการบริษัทและความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีการกำหนดจํานวนขั้นต่ำ แต่อย่างไรก็ตามก็มีค่าสถิติขั้นต่ำที่ใกล้เคียงกับประเทศที่ได้กำหนดไว้อย่างประเทศไทย



ตารางที่ 4.21 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาประเทศสิงคโปร์ในปีค.ศ. 2014

| Variable | Mean    | Standard Deviation | Minimum | Maximum |
|----------|---------|--------------------|---------|---------|
| CG       | 1.8462  | 0.7317             | 1       | 3       |
| FRE      | 5.6154  | 1.8128             | 4       | 10      |
| BOD      | 10.1923 | 1.7668             | 8       | 14      |
| IND      | 0.6512  | 0.1693             | 0.3333  | 0.9167  |
| DUAL     | 0.0385  | 0.1961             | 0       | 1       |
| ROE      | 0.1638  | 0.1173             | -0.0231 | 0.4455  |
| ROA      | 0.1049  | 0.0702             | 0.0016  | 0.2427  |
| TOBINSQ  | 2.5522  | 3.9272             | 0.5345  | 20.8918 |
| VOL      | 0.2343  | 0.0612             | 0.1587  | 0.3904  |
| D/E      | 1.0092  | 0.6872             | 0.2277  | 2.8620  |
| SIZE     | 9.7260  | 0.5224             | 8.6311  | 10.5946 |

จากตารางที่ 4.21 พบว่า คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.846 ซึ่งอยู่ในช่วง 80 คะแนนขึ้นไปใกล้เคียงกับช่วงคะแนนสูงสุดอยู่ที่ 90 คะแนนขึ้นไป และต่ำสุดอยู่ที่ 70 - 79 คะแนน แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการปรับตัวต่อหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีของอาเซียน (ACGS) ส่วนสัดส่วนของกรรมการอิสระมีค่าเฉลี่ยที่ 65.12% ซึ่งถือว่ามียานวนกรรมการอิสระอยู่สูงกว่าครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมดโดยต่ำสุดอยู่ที่ 33.33% สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ของ **Corporate Governance Council (2012)** ที่กำหนดจำนวนกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด และต้องไม่ต่ำกว่า 2 คน นอกจากนี้หากบริษัทมีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ หรือ ประธานคณะกรรมการเป็นบุคคลในครอบครัวเดียวกันกับประธานบริหาร หรือ ประธานคณะกรรมการเป็นสมาชิกในฝ่ายบริหาร หรือ ประธานคณะกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ จะต้องมีส่วนกรรมการอิสระสูงกว่าร้อยละ 50 เพื่อมาถ่วงดุลอำนาจฝ่ายบริหาร สำหรับการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0385 เนื่องจากมีเพียงบริษัทเดียวในกลุ่มตัวอย่างที่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ โดย Corporate Governance Council กำหนดไว้ว่า ควมแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไว้อย่างชัดเจน เนื่องจากมีหน้าที่รับผิดชอบที่ต่างกันในส่วนองขนาดของคณะกรรมการบริษัทและความถี่ในการประชุมของ

คณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีการกำหนดจำนวนขั้นต่ำ แต่อย่างไรก็ตามก็มีค่าสถิติขั้นต่ำที่ใกล้เคียงกับประเทศที่ได้กำหนดไว้อย่างประเทศไทย

#### 4.1.4 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014

ตารางที่ 4.22 สรุปคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) ประเทศไทย

| คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) | 2013  |         | 2014  |         |
|--|-------|---------|-------|---------|
|  | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| 90 คะแนนขึ้นไป                         | 11    | 40.74%  | 11    | 40.74%  |
| 80 - 89 คะแนน                          | 10    | 37.04%  | 10    | 37.04%  |
| 70 - 79 คะแนน                          | 6     | 22.22%  | 6     | 22.22%  |
| 60 - 69 คะแนน                          | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| 50 - 59 คะแนน                          | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| รวม                                    | 27    | 100.00% | 27    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.22 พบว่าทั้งปีค.ศ. 2013 และ 2014 ทุกบริษัทในกลุ่มตัวอย่างซึ่งมีคะแนนสูงอยู่ใน 50 อันดับแรกของประเทศได้รับคะแนนการประเมินตั้งแต่ 70 คะแนนขึ้นไป

ตารางที่ 4.23 สรุปความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (FRE) ประเทศไทย

| จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (FRE) | 2013  |        | 2014  |        |
|--|-------|--------|-------|--------|
|  | จำนวน | ร้อยละ | จำนวน | ร้อยละ |
| 1-3  | 0     | 0.00%  | 0     | 0.00%  |
| 4-6  | 6     | 22.22% | 4     | 14.81% |
| 7-10   | 9     | 33.33% | 10    | 37.04% |
| 11-15  | 8     | 29.63% | 11    | 40.74% |
| 16-20  | 4     | 14.81% | 1     | 3.70%  |
| 21-25  | 0     | 0.00%  | 0     | 0.00%  |

ตารางที่ 4.23 สรุปความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (FRE) ประเทศไทย (ต่อ)

| จำนวนครั้งในการประชุมของ<br>คณะกรรมการบริษัท (FRE) | 2013  |        | 2014  |        |
|--|-------|--------|-------|--------|
|  | จำนวน | ร้อยละ | จำนวน | ร้อยละ |
| 25-30  | 0     | 0.00%  | 1     | 3.70%  |
| รวม  | 27    | 100%   | 27    | 100%   |

จากตารางที่ 4.23 พบว่า ทั้งปีค.ศ. 2013 และ 2014 ไม่ค่อยมีความแตกต่างกันมากนัก ส่วนใหญ่จะมีจำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทอยู่ที่ 4 – 15 ครั้งต่อปีและไม่มีบริษัทใดที่มีจำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทต่ำกว่า 4 ครั้งต่อปี ซึ่งสอดคล้องกับกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่กำหนดให้บริษัทมีความถี่ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทอย่างน้อยไตรมาสละหนึ่งครั้ง

ตารางที่ 4.24 สรุปสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) ประเทศไทย

| สัดส่วนของกรรมการอิสระ<br>ในคณะกรรมการบริษัท<br>(IND) | 2013  |         | 2014  |         |
|---|-------|---------|-------|---------|
|   | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| ร้อยละ 0 - 20   | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| ร้อยละ 21 - 30  | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| ร้อยละ 31 - 40  | 7     | 25.93%  | 9     | 33.33%  |
| ร้อยละ 41 - 50  | 10    | 37.04%  | 8     | 29.63%  |
| ร้อยละ 51 - 60  | 7     | 25.93%  | 6     | 22.22%  |
| ร้อยละ 61 - 70  | 1     | 3.70%   | 3     | 11.11%  |
| ร้อยละ 71 - 80  | 2     | 7.41%   | 0     | 0.00%   |
| ร้อยละ 81 - 90  | 0     | 0.00%   | 1     | 3.70%   |
| ร้อยละ 91 - 100                                       | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| รวม   | 27    | 100.00% | 27    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.24 พบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทปีค.ศ. 2013 และปีค.ศ. 2014 ไม่ค่อยมีความแตกต่างกันมากนัก โดยส่วนใหญ่จะอยู่ในช่วงร้อยละ 31 – 70 สอดคล้องตามที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้มีสัดส่วนของกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด

ตารางที่ 4.25 สรุปขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) ประเทศไทย

| ขนาดของคณะกรรมการ<br>บริษัท (BOD) | 2013  |         | 2014  |         |
|-----------------------------------|-------|---------|-------|---------|
|                                   | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| 0 - 5 คน                          | 0     | 0.00%   | 0     | 0.00%   |
| 6 - 10 คน                         | 4     | 14.81%  | 5     | 18.52%  |
| 11 - 15 คน                        | 22    | 81.48%  | 21    | 77.78%  |
| 16 - 20 คน                        | 1     | 3.70%   | 1     | 3.70%   |
| รวม                               | 27    | 100.00% | 27    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.25 พบว่าส่วนใหญ่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทจะอยู่ที่ 11 – 15 คน ซึ่งสูงกว่าประเทศมาเลเซียและประเทศสิงคโปร์เล็กน้อย โดยคล้ายคลึงกันทั้งปีค.ศ. 2013 และ 2014

ตารางที่ 4.26 สรุปการควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) ประเทศไทย

| การควบรวมตำแหน่งประธาน<br>บริหารและประธานคณะกรรมการ<br>(DUAL) | 2013  |         | 2014  |         |
|---|-------|---------|-------|---------|
|   | จำนวน | ร้อยละ  | จำนวน | ร้อยละ  |
| ควบ   | 1     | 3.70%   | 1     | 3.70%   |
| ไม่ควบ  | 26    | 96.30%  | 26    | 96.30%  |
| รวม   | 27    | 100.00% | 27    | 100.00% |

จากตารางที่ 4.5 พบว่าบริษัทร้อยละ 96.30% จะไม่มีการควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ

ตารางที่ 4.27 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาในประเทศไทยในปีค.ศ. 2013

| Variable | Mean    | Standard Deviation | Minimum | Maximum |
|----------|---------|--------------------|---------|---------|
| CG       | 1.815   | 0.7863             | 1       | 3       |
| FRE      | 10.63   | 4.2801             | 4       | 19      |
| BOD      | 12.5556 | 2.2418             | 7       | 16      |
| IND      | 0.4811  | 0.1257             | 0.3333  | 0.7857  |
| DUAL     | 0.037   | 0.1925             | 0       | 1       |
| ROE      | 0.1786  | 0.2487             | -0.4918 | 0.9526  |
| ROA      | 0.1376  | 0.1862             | -0.0364 | 0.9426  |
| TOBINSQ  | 2.4925  | 2.8177             | 0.9598  | 15.0948 |
| VOL      | 0.3949  | 0.0899             | 0.1993  | 0.534   |
| D/E      | 1.3433  | 1.0232             | 0.0108  | 4.1931  |
| SIZE     | 10.8345 | 0.5203             | 10.0432 | 12.0128 |

จากตารางที่ 4.27 พบว่า กลุ่มบริษัทที่ศึกษาในประเทศไทยมีข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาในส่วนของการกำกับดูแลกิจการดังนี้ ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทอยู่ที่ 10.63 หรืออยู่ที่ 10 - 11 ครั้งต่อปี โดยมีจำนวนครั้งการประชุมต่ำสุดอยู่ที่ 4 ครั้ง ซึ่งตรงกับหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด คือ ต้องมีการประชุมของคณะกรรมการบริษัทอย่างน้อย 3 เดือน/ครั้ง ดังนั้นจำนวนครั้งการประชุมต่ำสุดคือ 4 ครั้งต่อปี สอดคล้องกับงานวิจัย **วรกมล เกษมทรัพย์ (2553)** สำหรับขนาดของคณะกรรมการบริษัทเฉลี่ยอยู่ที่ 12.56 หรือประมาณ 12 - 13 คน โดยมีขนาดต่ำสุดอยู่ที่ 7 คน ซึ่งสอดคล้องกับหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด คือ มีขนาดของคณะกรรมการบริษัทอย่างน้อย 5 คนขึ้นไป (**Cheung & Chan, 2003**) ในส่วนของสัดส่วนกรรมการอิสระจะมีค่าเฉลี่ยที่ 48.11% ทั้งหมด โดยต่ำสุดอยู่ที่ 33.33% เท่ากับที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดคือ มีจำนวนกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด และต้องไม่ต่ำกว่า 3 คน (**วรกมล เกษมทรัพย์, 2553**) สำหรับการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.037 เนื่องจากมีเพียงบริษัทเดียวในกลุ่มตัวอย่างที่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดไว้ว่า ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไว้อย่างชัดเจน เนื่องจากมีหน้าที่รับผิดชอบที่ต่างกัน

ตารางที่ 4.28 สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาประเทศไทยในปีค.ศ. 2014

| Variable | Mean    | Standard Deviation | Minimum | Maximum |
|----------|---------|--------------------|---------|---------|
| CG       | 1.815   | 0.7863             | 1       | 3       |
| FRE      | 10.963  | 4.7433             | 5       | 28      |
| BOD      | 12.4444 | 2.547              | 7       | 18      |
| IND      | 0.4851  | 0.1320             | 0.3333  | 0.8462  |
| DUAL     | 0.037   | 0.1925             | 0       | 1       |
| ROE      | 0.2081  | 0.2563             | -0.0796 | 0.9856  |
| ROA      | 0.1367  | 0.2005             | -0.0385 | 0.9728  |
| TOBINSQ  | 2.7117  | 3.5679             | 0.8851  | 17.6171 |
| VOL      | 0.4141  | 0.0912             | 0.2538  | 0.6724  |
| D/E      | 1.1499  | 0.9038             | 0.0135  | 4.1193  |
| SIZE     | 10.8551 | 0.5105             | 10.0611 | 11.9662 |

จากตารางที่ 4.28 พบว่ากลุ่มบริษัทที่ศึกษาประเทศไทยมีข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาใน ส่วนของการกำกับดูแลกิจการดังนี้ ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทอยู่ที่ 10.963 หรือ อยู่ที่ 11 ครั้งต่อปี โดยมีจำนวนครั้งการประชุมต่ำสุดอยู่ที่ 5 ครั้ง ซึ่งสูงกว่าหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด คือ ต้องมีการประชุมของคณะกรรมการบริษัทอย่างน้อย 3 เดือน/ครั้ง ดังนั้นจำนวนครั้งการประชุมต่ำสุดคือ 4 ครั้งต่อปี สอดคล้องกับงานวิจัย **วรกมล เกษมทรัพย์ (2553)** สำหรับขนาดของคณะกรรมการบริษัทเฉลี่ยอยู่ที่ 12.44 หรือประมาณ 12 – 13 คน โดยมีขนาดต่ำสุดอยู่ที่ 7 คน ซึ่งสอดคล้องกับหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด คือ มีขนาดของคณะกรรมการบริษัทอย่างน้อย 5 คนขึ้นไป (**Cheung & Chan, 2003**) ในส่วนของ สัดส่วนกรรมการอิสระจะมีค่าเฉลี่ยที่ 48.51% ทั้งหมด โดยต่ำสุดอยู่ที่ 33.33% เท่ากับที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดคือ มีจำนวนกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการ ทั้งหมด และต้องไม่ต่ำกว่า 3 คน (**วรกมล เกษมทรัพย์, 2553**) สำหรับการควมรวมตำแหน่งประธาน บริหารและประธานคณะกรรมการมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.037 เนื่องจากมีเพียงบริษัทเดียวในกลุ่มตัวอย่างที่ มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ไทยกำหนดไว้ว่า ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไว้อย่างชัดเจน เนื่องจากมีหน้าที่รับผิดชอบที่ต่างกัน

## 4.2 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

### 4.2.1 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณแบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013

ตารางที่ 4.29 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013

**Coefficients<sup>a</sup>**

| Variable      | Standardized Coefficients | t       | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|---------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |         |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)    |                           | 1.75    | 0.085 |                         |      |
| CG            | -0.0577                   | -0.36   | 0.722 | 0.4659                  | 2.15 |
| FRE           | -0.0092                   | -0.07   | 0.945 | 0.6905                  | 1.45 |
| BOD           | -0.0746                   | -0.45   | 0.652 | 0.4465                  | 2.24 |
| IND           | -0.085                    | -0.73   | 0.467 | 0.9009                  | 1.11 |
| DUAL          | -0.0672                   | -0.57   | 0.567 | 0.8896                  | 1.12 |
| D/E           | 0.0379                    | 0.31    | 0.755 | 0.8303                  | 1.2  |
| SIZE          | -0.2059                   | -1.2    | 0.233 | 0.4148                  | 2.41 |
| Prob > F      |                           | 0.7528  |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.0512  |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | -0.0339 |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.367   |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.29 พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบรรษัทภิบาลใดที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ **Bhagat & Black (2002)** และ **Lawrence &**

**Stapledon (1999)** ที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และสอดคล้องงานวิจัยของ **Beiner et al. (2004)** และ **Bonna (2012)** ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้จากการศึกษาของงานวิจัยของ **Ponnu (2008)** พบว่า CEO Duality หรือ การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.30 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013

#### Correlations

|     |                     | ROE     | CG       | FRE     | BOD      | IND | DUAL | D/E | SIZE |
|-----|---------------------|---------|----------|---------|----------|-----|------|-----|------|
| ROE | Pearson Correlation | 1       |          |         |          |     |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     |         |          |         |          |     |      |     |      |
| CG  | Pearson Correlation | 0.0999  | 1        |         |          |     |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.3602  |          |         |          |     |      |     |      |
| FRE | Pearson Correlation | -0.0859 | -0.5334* | 1       |          |     |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.4318  | 0.000    |         |          |     |      |     |      |
| BOD | Pearson Correlation | -0.1441 | -0.6053* | 0.3970* | 1        |     |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.1856  | 0.000    | 0.0002  |          |     |      |     |      |
| IND | Pearson Correlation | -0.0305 | 0.09     | -0.0597 | -0.2160* | 1   |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.7805  | 0.4099   | 0.5849  | 0.0458   |     |      |     |      |



ตารางที่ 4.30 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 (ต่อ)

|      |                     | ROE     | CG       | FRE     | BOD     | IND     | DUAL   | D/E     | SIZE |
|------|---------------------|---------|----------|---------|---------|---------|--------|---------|------|
| DUAL | Pearson Correlation | -0.0517 | 0.1314   | -0.0906 | -0.1313 | -0.1957 | 1      |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.6363  | 0.2278   | 0.4065  | 0.2282  | 0.0709  |        |         |      |
| D/E  | Pearson Correlation | -0.0471 | -0.0869  | 0.0772  | 0.2934* | -0.0926 | 0.0512 | 1       |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.667   | 0.4264   | 0.48    | 0.0061  | 0.3965  | 0.6394 |         |      |
| SIZE | Pearson Correlation | -0.1998 | -0.6178* | 0.4460* | 0.6750* | -0.1621 | 0.03   | 0.3487* | 1    |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0651  | 0        | 0       | 0       | 0.136   | 0.7842 | 0.001   |      |

จากตารางที่ 4.30 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระอื่นๆ และ ตัวแปรควบคุม ไม่ได้มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ตารางที่ 4.31 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013

#### Coefficients<sup>a</sup>

| Variable   | Standardized Coefficients | t     | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|------------|---------------------------|-------|-------|-------------------------|------|
|            | Beta                      |       |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant) |                           | 1.94  | 0.056 |                         |      |
| CG         | -0.1748                   | -1.1  | 0.273 | 0.4659                  | 2.15 |
| FRE        | -0.0088                   | -0.07 | 0.946 | 0.6905                  | 1.45 |
| BOD        | -0.2124                   | -1.31 | 0.193 | 0.4465                  | 2.24 |
| IND        | -0.0535                   | -0.47 | 0.64  | 0.9009                  | 1.11 |
| DUAL       | -0.0632                   | -0.55 | 0.583 | 0.8896                  | 1.12 |
| D/E        | -0.0708                   | -0.6  | 0.552 | 0.8303                  | 1.2  |

ตารางที่ 4.31 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 (ต่อ)

| Variable      | Standardized Coefficients | t      | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |        |       | Tolerance               | VIF  |
| SIZE          | -0.1586                   | -0.94  | 0.348 | 0.4148                  | 2.41 |
| Prob > F      |                           | 0.3958 |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.087  |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.0051 |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.2183 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.31 พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบรรษัทภิบาลใดที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ **Bhagat & Black (2002)** และ **Lawrence & Stapledon (1999)** ที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และสอดคล้องงานวิจัยของ **Beiner et al. (2004)** และ **Bonna (2012)** ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้จากการศึกษางานวิจัยของ **Ponnu (2008)** พบว่า CEO Duality หรือการควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.32 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อ  
สินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013

Correlations

|      |                     | ROA      | CG       | FRE     | BOD      | IND     | DUAL   | D/E     | SIZE |
|------|---------------------|----------|----------|---------|----------|---------|--------|---------|------|
| ROA  | Pearson Correlation | 1        |          |         |          |         |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |          |         |        |         |      |
| CG   | Pearson Correlation | 0.0494   | 1        |         |          |         |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.6512   |          |         |          |         |        |         |      |
| FRE  | Pearson Correlation | -0.0671  | -0.5334* | 1       |          |         |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.5391   | 0.000    |         |          |         |        |         |      |
| BOD  | Pearson Correlation | -0.2181* | -0.6053* | 0.3970* | 1        |         |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0437   | 0.000    | 0.0002  |          |         |        |         |      |
| IND  | Pearson Correlation | 0.0218   | 0.09     | -0.0597 | -0.2160* | 1       |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.8422   | 0.4099   | 0.5849  | 0.0458   |         |        |         |      |
| DUAL | Pearson Correlation | -0.0554  | 0.1314   | -0.0906 | -0.1313  | -0.1957 | 1      |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.6126   | 0.2278   | 0.4065  | 0.2282   | 0.0709  |        |         |      |
| D/E  | Pearson Correlation | -0.1722  | -0.0869  | 0.0772  | 0.2934*  | -0.0926 | 0.0512 | 1       |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.1128   | 0.4264   | 0.48    | 0.0061   | 0.3965  | 0.6394 |         |      |
| SIZE | Pearson Correlation | -0.2158* | -0.6178* | 0.4460* | 0.6750*  | -0.1621 | 0.03   | 0.3487* | 1    |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.046    | 0.000    | 0.000   | 0.000    | 0.136   | 0.7842 | 0.001   |      |

จากตารางที่ 4.32 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ คือขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) และ ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

ตารางที่ 4.33 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013

#### Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized Coefficients | t      | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |        |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)    |                           | 3.28   | 0.002 |                         |      |
| CG            | -0.2991                   | -1.93  | 0.057 | 0.4659                  | 2.15 |
| FRE           | -0.0694                   | -0.55  | 0.587 | 0.6905                  | 1.45 |
| BOD           | -0.1647                   | -1.04  | 0.3   | 0.4465                  | 2.24 |
| IND           | -0.0800                   | -0.72  | 0.474 | 0.9009                  | 1.11 |
| DUAL          | -0.0298                   | -0.27  | 0.791 | 0.8896                  | 1.12 |
| D/E           | 0.0158                    | 0.14   | 0.892 | 0.8303                  | 1.2  |
| SIZE          | -0.3452                   | -2.11  | 0.038 | 0.4148                  | 2.41 |
| Prob > F      |                           | 0.1269 |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.1308 |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.0528 |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 3.2476 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.33 พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบริษัทใดที่มีความสัมพันธ์ต่อค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ **Bhagat & Black (2002)** และ **Lawrence & Stapledon (1999)** ที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และสอดคล้องงานวิจัยของ **Beiner et al. (2004)** และ **Bonna (2012)** ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้จากการศึกษางานวิจัยของ **Ponnu (2008)** พบว่า CEO Duality หรือการควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตามจะเห็นได้ว่าตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่อค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญคือ ขนาดของบริษัท (SIZE) โดยมีค่า Sig. 0.038 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับค่า Tobin's Q สอดคล้องกับ **Lang & Stulz (1994)** ที่พบว่า การกระจายธุรกิจที่มากขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีการเพิ่มของ Tobin's Q ในระดับที่ต่ำกว่า ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการกระจายธุรกิจสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก จึงสรุปได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีการกระจายธุรกิจจะมีการเพิ่มขึ้นของผลประกอบการต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กที่ไม่มีการกระจายธุรกิจ สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.34 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013

#### Correlations

|         |                     | TOBINSQ  | CG       | FRE     | BOD | IND | DUAL | D/E | SIZE |
|---------|---------------------|----------|----------|---------|-----|-----|------|-----|------|
| TOBINSQ | Pearson Correlation | 1        |          |         |     |     |      |     |      |
|         | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |     |     |      |     |      |
| CG      | Pearson Correlation | 0.0383   | 1        |         |     |     |      |     |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.726    |          |         |     |     |      |     |      |
| FRE     | Pearson Correlation | -0.1205  | -0.5334* | 1       |     |     |      |     |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.2692   | 0.000    |         |     |     |      |     |      |
| BOD     | Pearson Correlation | -0.2184* | -0.6053* | 0.3970* | 1   |     |      |     |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0434   | 0.000    | 0.0002  |     |     |      |     |      |

ตารางที่ 4.34 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 (ต่อ)

|      |                     | TOBINSQ  | CG       | FRE     | BOD      | IND     | DUAL   | D/E     | SIZE |
|------|---------------------|----------|----------|---------|----------|---------|--------|---------|------|
| IND  | Pearson Correlation | -0.0069  | 0.09     | -0.0597 | -0.2160* | 1       |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.9495   | 0.4099   | 0.5849  | 0.0458   |         |        |         |      |
| DUAL | Pearson Correlation | -0.0351  | 0.1314   | -0.0906 | -0.1313  | -0.1957 | 1      |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.7486   | 0.2278   | 0.4065  | 0.2282   | 0.0709  |        |         |      |
| D/E  | Pearson Correlation | -0.1264  | -0.0869  | 0.0772  | 0.2934*  | -0.0926 | 0.0512 | 1       |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.2463   | 0.4264   | 0.48    | 0.0061   | 0.3965  | 0.6394 |         |      |
| SIZE | Pearson Correlation | -0.2850* | -0.6178* | 0.4460* | 0.6750*  | -0.1621 | 0.03   | 0.3487* | 1    |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0078   | 0        | 0       | 0        | 0.136   | 0.7842 | 0.001   |      |

จากตารางที่ 4.34 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ คือขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) และ ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q

ตารางที่ 4.35 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพัทธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013

#### Coefficients<sup>a</sup>

| Variable   | Standardized Coefficients | t     | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|------------|---------------------------|-------|-------|-------------------------|------|
|            | Beta                      |       |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant) |                           | -0.18 | 0.856 |                         |      |
| CG         | -0.1148                   | -0.8  | 0.426 | 0.4659                  | 2.15 |
| FRE        | -0.1722                   | -1.46 | 0.148 | 0.6905                  | 1.45 |
| BOD        | 0.0189                    | 0.13  | 0.898 | 0.4465                  | 2.24 |

ตารางที่ 4.35 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 (ต่อ)

| Variable      | Standardized Coefficients | t      | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |        |       | Tolerance               | VIF  |
| IND           | -0.1026                   | -0.99  | 0.323 | 0.9009                  | 1.11 |
| DUAL          | 0.2088                    | 2.01   | 0.048 | 0.8896                  | 1.12 |
| D/E           | 0.1574                    | 1.46   | 0.147 | 0.8303                  | 1.2  |
| SIZE          | 0.2916                    | 1.92   | 0.059 | 0.4148                  | 2.41 |
| Prob > F      |                           | 0.0016 |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.2509 |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.1837 |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.1011 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.35 พบว่า มีตัวแปรอิสระ หรือ ตัวแปรกลไกบริษัทภิบาล 1 ตัวแปรจากทั้งหมด 5 ตัวแปรที่ส่งผลต่อความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตัวแปรตาม ได้แก่ การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) โดยมีค่า Sig. คือ 0.048 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ โดยพบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวก เมื่อพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์คือ 0.1574 ดังนั้นหากมีการควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการเพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.1574% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ **Rechner & Dalton (1991)** พบว่า บริษัทที่มีการควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะทำให้ผลประกอบการของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร โดยสะท้อนที่ผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทที่อยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากผู้ที่ทำหน้าที่ควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการจะมีแนวโน้มไปทางฝ่ายบริหารที่มากกว่า สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity พบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.36 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของ  
ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013

**Correlations**

|      |                     | VOL     | CG       | FRE     | BOD      | IND     | DUAL   | D/E     | SIZE |
|------|---------------------|---------|----------|---------|----------|---------|--------|---------|------|
| VOL  | Pearson Correlation | 1       |          |         |          |         |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     |         |          |         |          |         |        |         |      |
| CG   | Pearson Correlation | -0.21   | 1        |         |          |         |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0524  |          |         |          |         |        |         |      |
| FRE  | Pearson Correlation | 0.0259  | -0.5334* | 1       |          |         |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.8129  | 0.000    |         |          |         |        |         |      |
| BOD  | Pearson Correlation | 0.2577* | -0.6053* | 0.3970* | 1        |         |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0166  | 0.000    | 0.0002  |          |         |        |         |      |
| IND  | Pearson Correlation | -0.2094 | 0.09     | -0.0597 | -0.2160* | 1       |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.053   | 0.4099   | 0.5849  | 0.0458   |         |        |         |      |
| DUAL | Pearson Correlation | 0.2437* | 0.1314   | -0.0906 | -0.1313  | -0.1957 | 1      |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0237  | 0.2278   | 0.4065  | 0.2282   | 0.0709  |        |         |      |
| D/E  | Pearson Correlation | 0.2815* | -0.0869  | 0.0772  | 0.2934*  | -0.0926 | 0.0512 | 1       |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0086  | 0.4264   | 0.48    | 0.0061   | 0.3965  | 0.6394 |         |      |
| SIZE | Pearson Correlation | 0.3762* | -0.6178* | 0.4460* | 0.6750*  | -0.1621 | 0.03   | 0.3487* | 1    |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0004  | 0.000    | 0.000   | 0.000    | 0.136   | 0.7842 | 0.001   |      |



จากตารางที่ 4.36 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ ได้แก่ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD), การควบคุมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) และ ตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) และ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility)

#### 4.2.2 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณแบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014

ตารางที่ 4.37 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014

Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized Coefficients | t       | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|---------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |         |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)    |                           | -0.03   | 0.978 |                         |      |
| CG            | 0.0004                    | 0.00    | 0.997 | 0.7078                  | 1.41 |
| FRE           | -0.1170                   | -1.14   | 0.256 | 0.8600                  | 1.16 |
| BOD           | 0.0478                    | 0.39    | 0.696 | 0.6069                  | 1.65 |
| IND           | -0.0788                   | -0.75   | 0.454 | 0.8207                  | 1.22 |
| DUAL          | -0.0156                   | -0.16   | 0.875 | 0.9222                  | 1.08 |
| D/E           | -0.5488                   | -5.65   | 0.000 | 0.9507                  | 1.05 |
| SIZE          | 0.0789                    | 0.62    | 0.535 | 0.5595                  | 1.79 |
| Prob > F      |                           | 0.0002  |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.2997  |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.2369  |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.43618 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.37 พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบริษัทใดที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ **Bhagat & Black (2002)** และ **Lawrence &**

**Stapledon (1999)** ที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และสอดคล้องงานวิจัยของ **Beiner et al. (2004)** และ **Bonna (2012)** ก็พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้จากการศึกษางานวิจัยของ **Ponnu (2008)** พบว่า CEO Duality หรือการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตามจะเห็นได้ว่าตัวแปรควบคุมที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญคือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) โดยมีค่า Sig. 0.000 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสอดคล้องกับ **Berger (1995)** และ **Chou & Lee (2008)** ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเพิ่มขึ้นจะทำให้ ROE เพิ่มขึ้นด้วยเมื่อถึงระดับหนึ่งจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.38 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014

#### Correlations

|     |                     | ROE     | CG       | FRE | BOD | IND | DUAL | D/E | SIZE |
|-----|---------------------|---------|----------|-----|-----|-----|------|-----|------|
| ROE | Pearson Correlation | 1       |          |     |     |     |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     |         |          |     |     |     |      |     |      |
| CG  | Pearson Correlation | 0.0392  | 1        |     |     |     |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.7202  |          |     |     |     |      |     |      |
| FRE | Pearson Correlation | -0.0605 | -0.2352* | 1   |     |     |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.58    | 0.0293   |     |     |     |      |     |      |

ตารางที่ 4.38 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014 (ต่อ)

|      |                     | ROE      | CG       | FRE     | BOD     | IND     | DUAL   | D/E    | SIZE |
|------|---------------------|----------|----------|---------|---------|---------|--------|--------|------|
| BOD  | Pearson Correlation | -0.0097  | -0.3130* | 0.2251* | 1       |         |        |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.9293   | 0.0033   | 0.0372  |         |         |        |        |      |
| IND  | Pearson Correlation | -0.0864  | -0.3413* | -0.0366 | -0.0485 | 1       |        |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.429    | 0.0013   | 0.7377  | 0.6577  |         |        |        |      |
| DUAL | Pearson Correlation | -0.019   | 0.2131*  | -0.0883 | -0.0627 | -0.1694 | 1      |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.8621   | 0.0488   | 0.4187  | 0.5665  | 0.1189  |        |        |      |
| D/E  | Pearson Correlation | -0.5245* | -0.0468  | -0.0301 | 0.1521  | 0.0059  | 0.0506 | 1      |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0        | 0.6685   | 0.7834  | 0.1621  | 0.9571  | 0.6433 |        |      |
| SIZE | Pearson Correlation | -0.0241  | -0.2918* | 0.3172* | 0.6043* | -0.1124 | 0.0463 | 0.1872 | 1    |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.8258   | 0.0064   | 0.0029  | 0       | 0.3029  | 0.6724 | 0.0844 |      |

จากตารางที่ 4.38 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรควบคุม คืออัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ตารางที่ 4.39 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014

#### Coefficients<sup>a</sup>

| Variable   | Standardized Coefficients | t    | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|------------|---------------------------|------|-------|-------------------------|------|
|            | Beta                      |      |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant) |                           | 1.47 | 0.146 |                         |      |
| CG         | 0.0241                    | 0.19 | 0.849 | 0.7078                  | 1.41 |

ตารางที่ 4.39 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014 (ต่อ)

| Variable      | Standardized Coefficients | t       | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|---------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |         |       | Tolerance               | VIF  |
| FRE           | -0.0824                   | -0.72   | 0.474 | 0.86                    | 1.16 |
| BOD           | -0.0175                   | -0.13   | 0.898 | 0.6069                  | 1.65 |
| IND           | -0.0729                   | -0.62   | 0.536 | 0.8207                  | 1.22 |
| DUAL          | -0.0647                   | -0.58   | 0.56  | 0.9222                  | 1.08 |
| D/E           | -0.2647                   | -2.43   | 0.017 | 0.9507                  | 1.05 |
| SIZE          | -0.108                    | -0.76   | 0.45  | 0.5595                  | 1.79 |
| Prob > F      |                           | 0.1743  |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.1197  |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.0407  |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.17734 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.39 พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบริษัทใดที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ **Bhagat & Black (2002)** ที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัท และงานวิจัยของ **Beiner et al. (2004)** ก็พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัท นอกจากนี้จากการศึกษาของงานวิจัยของ **Ponnu (2008)** พบว่า CEO ไม่มี ความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัท แต่อย่างไรก็ตามพบว่าตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) โดยมีค่า Sig. 0.017 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในทางลบ สอดคล้องกับ **Berger (1995)** และ **Chou & Lee (2008)** ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเพิ่มขึ้นจะทำให้ผลประกอบการเพิ่มขึ้นด้วย แต่เมื่อถึงระดับหนึ่งจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity พบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.40 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อ  
สินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014

Correlations

|      |                     | ROA      | CG       | FRE     | BOD     | IND     | DUAL   | D/E    | SIZE |
|------|---------------------|----------|----------|---------|---------|---------|--------|--------|------|
| ROA  | Pearson Correlation | 1        |          |         |         |         |        |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |         |         |        |        |      |
| CG   | Pearson Correlation | 0.1039   | 1        |         |         |         |        |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.341    |          |         |         |         |        |        |      |
| FRE  | Pearson Correlation | -0.1099  | -0.2352* | 1       |         |         |        |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.3138   | 0.0293   |         |         |         |        |        |      |
| BOD  | Pearson Correlation | -0.1415  | -0.3130* | 0.2251* | 1       |         |        |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.1938   | 0.0033   | 0.0372  |         |         |        |        |      |
| IND  | Pearson Correlation | -0.0558  | -0.3413* | -0.0366 | -0.0485 | 1       |        |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.6102   | 0.0013   | 0.7377  | 0.6577  |         |        |        |      |
| DUAL | Pearson Correlation | -0.0572  | 0.2131*  | -0.0883 | -0.0627 | -0.1694 | 1      |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.6007   | 0.0488   | 0.4187  | 0.5665  | 0.1189  |        |        |      |
| D/E  | Pearson Correlation | -0.2900* | -0.0468  | -0.0301 | 0.1521  | 0.0059  | 0.0506 | 1      |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0068   | 0.6685   | 0.7834  | 0.1621  | 0.9571  | 0.6433 |        |      |
| SIZE | Pearson Correlation | -0.196   | -0.2918* | 0.3172* | 0.6043* | -0.1124 | 0.0463 | 0.1872 | 1    |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0705   | 0.0064   | 0.0029  | 0.000   | 0.3029  | 0.6724 | 0.0844 |      |

จากตารางที่ 4.40 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรควบคุม คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

ตารางที่ 4.41 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014

Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized Coefficients | t      | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |        |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)    |                           | 2.14   | 0.036 |                         |      |
| CG            | 0.0473                    | 0.37   | 0.713 | 0.7078                  | 1.41 |
| FRE           | -0.0473                   | -0.41  | 0.685 | 0.8600                  | 1.16 |
| BOD           | 0.0338                    | 0.24   | 0.808 | 0.6069                  | 1.65 |
| IND           | 0.003                     | 0.02   | 0.98  | 0.8207                  | 1.22 |
| DUAL          | -0.0208                   | -0.19  | 0.853 | 0.9222                  | 1.08 |
| D/E           | -0.1027                   | -0.93  | 0.355 | 0.9507                  | 1.05 |
| SIZE          | -0.2572                   | -1.79  | 0.078 | 0.5595                  | 1.79 |
| Prob > F      |                           | 0.3241 |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.0957 |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.0146 |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 4.1237 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.41 พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบรรษัทภิบาลใดที่มีความสัมพันธ์ต่อค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ **Bhagat & Black (2002)** และ **Lawrence & Stapledon (1999)** ที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และสอดคล้องงานวิจัยของ **Beiner et al. (2004)** และ **Bonna (2012)** ก็พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้จากการศึกษาของงานวิจัยของ **Ponnu (2008)** พบว่า CEO Duality หรือ การควบรวม

ตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.42 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014

### Correlations

|         |                     | TOBINSQ | CG       | FRE     | BOD     | IND     | DUAL | D/E | SIZE |
|---------|---------------------|---------|----------|---------|---------|---------|------|-----|------|
| TOBINSQ | Pearson Correlation | 1       |          |         |         |         |      |     |      |
|         | Sig. (2-tailed)     |         |          |         |         |         |      |     |      |
| CG      | Pearson Correlation | 0.1223  | 1        |         |         |         |      |     |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.262   |          |         |         |         |      |     |      |
| FRE     | Pearson Correlation | -0.1276 | -0.2352* | 1       |         |         |      |     |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.2416  | 0.0293   |         |         |         |      |     |      |
| BOD     | Pearson Correlation | -0.1616 | -0.3130* | 0.2251* | 1       |         |      |     |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1371  | 0.0033   | 0.0372  |         |         |      |     |      |
| IND     | Pearson Correlation | 0.0187  | -0.3413* | -0.0366 | -0.0485 | 1       |      |     |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.864   | 0.0013   | 0.7377  | 0.6577  |         |      |     |      |
| DUAL    | Pearson Correlation | -0.0262 | 0.2131*  | -0.0883 | -0.0627 | -0.1694 | 1    |     |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.8105  | 0.0488   | 0.4187  | 0.5665  | 0.1189  |      |     |      |

ตารางที่ 4.42 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014 (ต่อ)

|      |                     | TOBINSQ  | CG       | FRE     | BOD     | IND     | DUAL   | D/E    | SIZE |
|------|---------------------|----------|----------|---------|---------|---------|--------|--------|------|
| D/E  | Pearson Correlation | -0.1475  | -0.0468  | -0.0301 | 0.1521  | 0.0059  | 0.0506 | 1      |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.1753   | 0.6685   | 0.7834  | 0.1621  | 0.9571  | 0.6433 |        |      |
| SIZE | Pearson Correlation | -0.2862* | -0.2918* | 0.3172* | 0.6043* | -0.1124 | 0.0463 | 0.1872 | 1    |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0076   | 0.0064   | 0.0029  | 0.000   | 0.3029  | 0.6724 | 0.0844 |      |

จากตารางที่ 4.42 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q

ตารางที่ 4.43 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014

#### Coefficients<sup>a</sup>

| Variable   | Standardized Coefficients | t     | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|------------|---------------------------|-------|-------|-------------------------|------|
|            | Beta                      |       |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant) |                           | -1.43 | 0.156 |                         |      |
| CG         | 0.2441                    | 2.17  | 0.033 | 0.7078                  | 1.41 |
| FRE        | 0.1890                    | 1.85  | 0.068 | 0.8600                  | 1.16 |
| BOD        | 0.1114                    | 0.92  | 0.363 | 0.6069                  | 1.65 |
| IND        | -0.1660                   | -1.59 | 0.117 | 0.8207                  | 1.22 |
| DUAL       | 0.1053                    | 1.07  | 0.289 | 0.9222                  | 1.08 |
| D/E        | -0.0172                   | -0.18 | 0.86  | 0.9507                  | 1.05 |
| SIZE       | 0.3027                    | 2.39  | 0.019 | 0.5595                  | 1.79 |



ตารางที่ 4.43 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014 (ต่อ)

|               |         |
|---------------|---------|
| Prob > F      | 0.0002  |
| R-squared     | 0.2988  |
| Adj R-squared | 0.2359  |
| Root MSE      | 0.10305 |

จากตารางที่ 4.43 พบว่า มีตัวแปรอิสระ หรือ ตัวแปรกลไกบรรษัทภิบาล 1 ตัวแปรจากทั้งหมด 5 ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ต่อความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ซึ่งเป็นตัวแปรตาม ได้แก่ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีค่า Sig. คือ 0.033 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์คือ 0.2441 แสดงว่า คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่สูงสุดแทนค่าด้วย 1 เรียงลำดับจนไปถึงต่ำสุดแทนค่าด้วย 5) หากคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการเปลี่ยนแปลง 1% จะส่งผลให้ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงข้าม 0.2441% เนื่องจากคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสะท้อนถึงความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทให้แก่เจ้าของ หรือ ผู้ถือหุ้นมากขึ้นจึงช่วยลด Asymmetric Information และทำให้ผู้ถือหุ้นและบุคคลภายนอกคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ โดยสะท้อนผลประกอบการที่แท้จริงได้ ราคาหลักทรัพย์จึงลดความผันผวนลงซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Claessens & Yurtoglu (2012) และ John, Litov & Yeung (2008) ที่พบว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับต่ำ จะส่งผลให้เกิดความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์สูง เพราะขาดความโปร่งใสของข้อมูลและบุคคลภายในมีข้อมูลที่สำคัญมากกว่า รวมไปถึงนักลงทุนและนักวิเคราะห์ที่มีข้อมูลไม่เพียงพอที่จะนำมาคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ ส่วนตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่อความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) โดยมีค่า Sig. 0.019 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก แสดงให้เห็นว่า บริษัทขนาดใหญ่จะมีความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์สูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity พบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.44 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของ  
ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2014

**Correlations**

|      |                     | VOL      | CG       | FRE     | BOD     | IND     | DUAL   | D/E    | SIZE |
|------|---------------------|----------|----------|---------|---------|---------|--------|--------|------|
| VOL  | Pearson Correlation | 1        |          |         |         |         |        |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |         |         |        |        |      |
| CG   | Pearson Correlation | 0.1564   | 1        |         |         |         |        |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.1504   |          |         |         |         |        |        |      |
| FRE  | Pearson Correlation | 0.2500*  | -0.2352* | 1       |         |         |        |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0203   | 0.0293   |         |         |         |        |        |      |
| BOD  | Pearson Correlation | 0.2593*  | -0.3130* | 0.2251* | 1       |         |        |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0159   | 0.0033   | 0.0372  |         |         |        |        |      |
| IND  | Pearson Correlation | -0.3136* | -0.3413* | -0.0366 | -0.0485 | 1       |        |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0033   | 0.0013   | 0.7377  | 0.6577  |         |        |        |      |
| DUAL | Pearson Correlation | 0.175    | 0.2131*  | -0.0883 | -0.0627 | -0.1694 | 1      |        |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.1071   | 0.0488   | 0.4187  | 0.5665  | 0.1189  |        |        |      |
| D/E  | Pearson Correlation | 0.0437   | -0.0468  | -0.0301 | 0.1521  | 0.0059  | 0.0506 | 1      |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.6895   | 0.6685   | 0.7834  | 0.1621  | 0.9571  | 0.6433 |        |      |
| SIZE | Pearson Correlation | 0.3791*  | -0.2918* | 0.3172* | 0.6043* | -0.1124 | 0.0463 | 0.1872 | 1    |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0003   | 0.0064   | 0.0029  | 0.000   | 0.3029  | 0.6724 | 0.0844 |      |

จากตารางที่ 4.44 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ ได้แก่ความถี่ในการประชุมของ คณะกรรมการบริษัท (FRE), สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) และขนาดของ คณะกรรมการบริษัท (BOD) และตัวแปรควบคุม ได้แก่ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับ ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility)

#### 4.3 การวิเคราะห์การถดถอยโดยวิธี Pooled OLS (Pooled OLS Regression Analysis)

##### 4.3.1 การวิเคราะห์การถดถอยวิธี Pooled OLS แบบรวมประเทศ

ปีค.ศ. 2013 - 2014

ตารางที่ 4.45 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพัทธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014

##### Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized Coefficients | t      | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |        |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)    |                           | 0.37   | 0.715 |                         |      |
| CG            | 0.0808                    | 0.95   | 0.345 | 0.7286                  | 1.37 |
| FRE           | -0.0656                   | -0.81  | 0.422 | 0.8004                  | 1.25 |
| BOD           | 0.0382                    | 0.39   | 0.7   | 0.5428                  | 1.84 |
| IND           | -0.0709                   | -0.94  | 0.349 | 0.9289                  | 1.08 |
| DUAL          | -0.0415                   | -0.55  | 0.586 | 0.9173                  | 1.09 |
| D/E           | -0.3524                   | -4.63  | 0.000 | 0.9154                  | 1.09 |
| SIZE          | 0.0202                    | 0.2    | 0.844 | 0.5029                  | 1.99 |
| Prob > F      |                           | 0.0012 |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.1346 |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.0974 |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.415  |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.45 พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบรรษัทภิบาลใดที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ **Bhagat & Black (2002)** และ **Lawrence & Stapledon (1999)** ที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และสอดคล้องงานวิจัยของ **Beiner et al. (2004)** และ **Bonna (2012)** ก็พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้จากการศึกษาของ **Ponnu (2008)** พบว่า CEO Duality หรือ การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตามจะเห็นได้ว่าตัวแปรควบคุมที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญคือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) โดยมีค่า Sig. 0.000 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับ **Berger (1995)** และ **Chou & Lee (2008)** ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเพิ่มขึ้นจะทำให้ ROE เพิ่มขึ้นด้วยเมื่อถึงระดับหนึ่งจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆ สูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.46 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปี.ศ. 2013 - 2014

#### Correlations

|     |                     | ROE    | CG | FRE | BOD | IND | DUAL | D/E | SIZE |
|-----|---------------------|--------|----|-----|-----|-----|------|-----|------|
| ROE | Pearson Correlation | 1      |    |     |     |     |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     |        |    |     |     |     |      |     |      |
| CG  | Pearson Correlation | 0.0948 | 1  |     |     |     |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.2172 |    |     |     |     |      |     |      |

ตารางที่ 4.46 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 – 2014 (ต่อ)

|      |                     | ROE      | CG       | FRE     | BOD     | IND      | DUAL   | D/E     | SIZE |
|------|---------------------|----------|----------|---------|---------|----------|--------|---------|------|
| FRE  | Pearson Correlation | -0.0727  | -0.3527* | 1       |         |          |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.343    | 0        |         |         |          |        |         |      |
| BOD  | Pearson Correlation | -0.0642  | -0.4103* | 0.3012* | 1       |          |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.403    | 0        | 0.0001  |         |          |        |         |      |
| IND  | Pearson Correlation | -0.0592  | -0.0547  | -0.0485 | -0.1299 | 1        |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.4403   | 0.477    | 0.5272  | 0.0894  |          |        |         |      |
| DUAL | Pearson Correlation | -0.0322  | 0.1408   | -0.089  | -0.0962 | -0.1824* | 1      |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.6748   | 0.0662   | 0.2457  | 0.21    | 0.0166   |        |         |      |
| D/E  | Pearson Correlation | -0.3434* | -0.048   | 0.0129  | 0.2134* | -0.0371  | 0.0507 | 1       |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0        | 0.5326   | 0.8668  | 0.0049  | 0.6286   | 0.5093 |         |      |
| SIZE | Pearson Correlation | -0.0962  | -0.4146* | 0.3745* | 0.6385* | -0.137   | 0.0382 | 0.2583* | 1    |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.2095   | 0        | 0       | 0       | 0.0732   | 0.6193 | 0.0006  |      |

จากตารางที่ 4.46 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรควบคุม คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ตารางที่ 4.47 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014

Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized Coefficients | t      | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |        |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)    |                           | 2.07   | 0.04  |                         |      |
| CG            | -0.0048                   | -0.06  | 0.956 | 0.7286                  | 1.37 |
| FRE           | -0.0351                   | -0.42  | 0.676 | 0.8004                  | 1.25 |
| BOD           | -0.0869                   | -0.85  | 0.394 | 0.5428                  | 1.84 |
| IND           | -0.0564                   | -0.72  | 0.47  | 0.9289                  | 1.08 |
| DUAL          | -0.0645                   | -0.82  | 0.411 | 0.9173                  | 1.09 |
| D/E           | -0.1790                   | -2.28  | 0.024 | 0.9154                  | 1.09 |
| SIZE          | -0.0971                   | -0.92  | 0.36  | 0.5029                  | 1.99 |
| Prob > F      |                           | 0.0456 |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.083  |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.0436 |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.1966 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.47 พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบรรษัทภิบาลใดที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ **Bhagat & Black (2002)** และ **Lawrence & Stapledon (1999)** ที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และสอดคล้องงานวิจัยของ **Beiner et al. (2004)** และ **Bonna (2012)** ก็พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้จากการศึกษาของงานวิจัยของ **Ponnu (2008)** พบว่า CEO Duality หรือการควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตามจะเห็นได้ว่าตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) โดยมีค่า Sig. 0.024

ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม สอดคล้องกับ Berger (1995) และ Chou & Lee (2008) ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม เมื่อเพิ่มขึ้นจะทำให้ผลประกอบการเพิ่มขึ้นด้วย แต่เมื่อถึงระดับหนึ่งจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.48 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Correlations

|     |                     | ROA      | CG       | FRE     | BOD     | IND | DUAL | D/E | SIZE |
|-----|---------------------|----------|----------|---------|---------|-----|------|-----|------|
| ROA | Pearson Correlation | 1        |          |         |         |     |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |         |     |      |     |      |
| CG  | Pearson Correlation | 0.0861   | 1        |         |         |     |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.2629   |          |         |         |     |      |     |      |
| FRE | Pearson Correlation | -0.0888  | -0.3527* | 1       |         |     |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.2467   | 0.000    |         |         |     |      |     |      |
| BOD | Pearson Correlation | -0.1813* | -0.4103* | 0.3012* | 1       |     |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.0173   | 0.000    | 0.0001  |         |     |      |     |      |
| IND | Pearson Correlation | -0.012   | -0.0547  | -0.0485 | -0.1299 | 1   |      |     |      |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.8813   | 0.477    | 0.5272  | 0.0894  |     |      |     |      |

ตารางที่ 4.48 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 – 2014 (ต่อ)

|      |                     | ROA      | CG       | FRE     | BOD     | IND      | DUAL   | D/E     | SIZE |
|------|---------------------|----------|----------|---------|---------|----------|--------|---------|------|
| DUAL | Pearson Correlation | -0.0559  | 0.1408   | -0.089  | -0.0962 | -0.1824* | 1      |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.4664   | 0.0662   | 0.2457  | 0.210   | 0.0166   |        |         |      |
| D/E  | Pearson Correlation | -0.2256* | -0.048   | 0.0129  | 0.2134* | -0.0371  | 0.0507 | 1       |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0029   | 0.5326   | 0.8668  | 0.0049  | 0.6286   | 0.5093 |         |      |
| SIZE | Pearson Correlation | -0.2057* | -0.4146* | 0.3745* | 0.6385* | -0.137   | 0.0382 | 0.2583* | 1    |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0068   | 0        | 0       | 0       | 0.0732   | 0.6193 | 0.0006  |      |

จากตารางที่ 4.48 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) และตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (SIZE) และ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

ตารางที่ 4.49 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพัทธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Coefficients<sup>a</sup>

| Variable   | Standardized Coefficients | t     | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|------------|---------------------------|-------|-------|-------------------------|------|
|            | Beta                      |       |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant) |                           | 3.84  | 0.000 |                         |      |
| CG         | -0.1004                   | -1.15 | 0.252 | 0.7286                  | 1.37 |
| FRE        | -0.0504                   | -0.61 | 0.546 | 0.8004                  | 1.25 |
| BOD        | -0.0311                   | -0.31 | 0.759 | 0.5428                  | 1.84 |
| IND        | -0.0495                   | -0.64 | 0.523 | 0.9289                  | 1.08 |
| DUAL       | -0.0189                   | -0.24 | 0.809 | 0.9173                  | 1.09 |



ตารางที่ 4.49 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า

Tobin's Q แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 – 2014 (ต่อ)

| Variable      | Standardized Coefficients | t      | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |        |       | Tolerance               | VIF  |
| D/E           | -0.0656                   | -0.84  | 0.401 | 0.9154                  | 1.09 |
| SIZE          | -0.2748                   | -2.61  | 0.01  | 0.5029                  | 1.99 |
| Prob > F      |                           | 0.0216 |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.0944 |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.0555 |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 3.6616 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.49 พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบรรษัทภิบาลใดที่มีความสัมพันธ์ต่อค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ **Bhagat & Black (2002)** และ **Lawrence & Stapledon (1999)** ที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และสอดคล้องงานวิจัยของ **Beiner et al. (2004)** และ **Bonna (2012)** ก็พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้จากการศึกษาของงานวิจัยของ **Ponnu (2008)** พบว่า CEO Duality หรือ การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตามจะเห็นได้ว่าตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่อค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) โดยมีค่า Sig. 0.01 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับค่า Tobin's Q สอดคล้องกับ **Lang & Stulz (1994)** ที่พบว่า การกระจายธุรกิจที่มากขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีการเพิ่มของ Tobin's Q ในระดับที่ต่ำกว่า ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการกระจายธุรกิจสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก จึงสรุปได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีการกระจายธุรกิจจะมีการเพิ่มขึ้นของผลประกอบการต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กที่ไม่มีการกระจายธุรกิจ สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) พบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.50 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q แบบ  
รวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014

Correlations

|         |                     | TOBINSQ  | CG       | FRE     | BOD     | IND      | DUAL   | D/E     | SIZE |
|---------|---------------------|----------|----------|---------|---------|----------|--------|---------|------|
| TOBINSQ | Pearson Correlation | 1        |          |         |         |          |        |         |      |
|         | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |         |          |        |         |      |
| CG      | Pearson Correlation | 0.0473   | 1        |         |         |          |        |         |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.539    |          |         |         |          |        |         |      |
| FRE     | Pearson Correlation | -0.123   | -0.3527* | 1       |         |          |        |         |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1079   | 0.000    |         |         |          |        |         |      |
| BOD     | Pearson Correlation | -0.1853* | -0.4103* | 0.3012* | 1       |          |        |         |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.015    | 0.000    | 0.0001  |         |          |        |         |      |
| IND     | Pearson Correlation | 0.0059   | -0.0547  | -0.0485 | -0.1299 | 1        |        |         |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.9388   | 0.477    | 0.5272  | 0.0894  |          |        |         |      |
| DUAL    | Pearson Correlation | -0.03    | 0.1408   | -0.089  | -0.0962 | -0.1824* | 1      |         |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.6964   | 0.0662   | 0.2457  | 0.210   | 0.0166   |        |         |      |
| D/E     | Pearson Correlation | -0.1398  | -0.048   | 0.0129  | 0.2134* | -0.0371  | 0.0507 | 1       |      |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0674   | 0.5326   | 0.8668  | 0.0049  | 0.6286   | 0.5093 |         |      |
| SIZE    | Pearson Correlation | -0.2838* | -0.4146* | 0.3745* | 0.6385* | -0.137   | 0.0382 | 0.2583* | 1    |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0002   | 0.000    | 0.000   | 0.000   | 0.0732   | 0.6193 | 0.0006  |      |

จากตารางที่ 4.50 ตัวแปรอิสระ คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) และตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q

ตารางที่ 4.51 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014

Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized Coefficients | t       | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|---------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |         |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)    |                           | -1.59   | 0.113 |                         |      |
| CG            | 0.1514                    | 1.88    | 0.061 | 0.7286                  | 1.37 |
| FRE           | 0.0646                    | 0.84    | 0.401 | 0.8004                  | 1.25 |
| BOD           | 0.0901                    | 0.97    | 0.335 | 0.5428                  | 1.84 |
| IND           | -0.1638                   | -2.3    | 0.023 | 0.9289                  | 1.08 |
| DUAL          | 0.1596                    | 2.23    | 0.027 | 0.9173                  | 1.09 |
| D/E           | 0.0341                    | 0.47    | 0.636 | 0.9154                  | 1.09 |
| SIZE          | 0.3179                    | 3.28    | 0.001 | 0.5029                  | 1.99 |
| Prob > F      |                           | 0.000   |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.2323  |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.1994  |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.10252 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.51 พบว่า มีตัวแปรอิสระ หรือ ตัวแปรกลไกบริษัทอีก 2 ตัวแปรจากทั้งหมด 5 ตัวแปรที่ส่งผลต่อความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตัวแปรตาม ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) โดยมีค่า Sig. คือ 0.023 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์คือ -0.1638 แสดงว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการ

บริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์หากสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทเปลี่ยนแปลง 1% จะส่งผลให้ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม 0.1638% เนื่องจากว่าหากมีสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทสูง แสดงว่า มีตัวแทนของเจ้าของกิจการมาดูแลควบคุมการดำเนินงานของผู้บริหาร เพื่อให้มีการดำเนินการที่โปร่งใส เป็นที่น่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้น โดยจะช่วยถ่วงดุลอำนาจฝ่ายบริหารในการตัดสินใจต่างๆ ไม่ให้ฝ่ายบริหารดำเนินการใดๆ โดยปราศจากการคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดเจ้าของ จึงทำให้ฝ่ายเจ้าของมีความมั่นใจในบริษัท สะท้อนในรูปแบบของราคาหลักทรัพย์ที่ลดความผันผวนลง และอีกตัวแปรหนึ่งคือ การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) โดยมีค่า Sig. คือ 0.027 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์คือ 0.1596 แสดงว่า การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ หากมีการควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการเพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.1596% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ **Rechner & Dalton (1991)** พบว่า บริษัทที่มีการควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการจะทำให้ผลประกอบการของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร โดยสะท้อนที่ผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทที่อยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากผู้ที่ทำหน้าที่ควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะมีแนวโน้มไปทางฝ่ายบริหารที่มากกว่า ทำให้นักลงทุน ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการไม่มั่นใจในการดำเนินงานของฝ่ายบริหาร ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ผันผวน และกระทบต่อความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ ในส่วนตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่อความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) โดยมีค่า Sig. 0.001 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก แสดงให้เห็นว่า บริษัทขนาดใหญ่จะมีความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์สูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.52 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของ  
ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) แบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 - 2014

**Correlations**

|      |                     | VOL      | CG       | FRE     | BOD     | IND      | DUAL   | D/E     | SIZE |
|------|---------------------|----------|----------|---------|---------|----------|--------|---------|------|
| VOL  | Pearson Correlation | 1        |          |         |         |          |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |         |          |        |         |      |
| CG   | Pearson Correlation | -0.0103  | 1        |         |         |          |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.8932   |          |         |         |          |        |         |      |
| FRE  | Pearson Correlation | 0.1462   | -0.3527* | 1       |         |          |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0557   | 0.000    |         |         |          |        |         |      |
| BOD  | Pearson Correlation | 0.2573*  | -0.4103* | 0.3012* | 1       |          |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0007   | 0.000    | 0.0001  |         |          |        |         |      |
| IND  | Pearson Correlation | -0.2589* | -0.0547  | -0.0485 | -0.1299 | 1        |        |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0006   | 0.477    | 0.5272  | 0.0894  |          |        |         |      |
| DUAL | Pearson Correlation | 0.2077*  | 0.1408   | -0.089  | -0.0962 | -0.1824* | 1      |         |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0063   | 0.0662   | 0.2457  | 0.210   | 0.0166   |        |         |      |
| D/E  | Pearson Correlation | 0.1487   | -0.048   | 0.0129  | 0.2134* | -0.0371  | 0.0507 | 1       |      |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.0516   | 0.5326   | 0.8668  | 0.0049  | 0.6286   | 0.5093 |         |      |
| SIZE | Pearson Correlation | 0.3761*  | -0.4146* | 0.3745* | 0.6385* | -0.137   | 0.0382 | 0.2583* | 1    |
|      | Sig. (2-tailed)     | 0.000    | 0.000    | 0.000   | 0.000   | 0.0732   | 0.6193 | 0.0006  |      |

จากตารางที่ 4.52 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND), ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) และการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) และตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility)

#### 4.3.2 การวิเคราะห์การถดถอยวิธี Pooled OLS ประเทศมาเลเซีย

ปีค.ศ. 2013 - 2014

ตารางที่ 4.53 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013 - 2014

Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized Coefficients | t      | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |        |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)    |                           | 0.59   | 0.558 |                         |      |
| CG            | 0.0265                    | 0.16   | 0.874 | 0.4378                  | 2.28 |
| FRE           | -0.0307                   | -0.26  | 0.796 | 0.8641                  | 1.16 |
| BOD           | 0.0341                    | 0.28   | 0.78  | 0.8189                  | 1.22 |
| IND           | 0.0091                    | 0.07   | 0.943 | 0.7437                  | 1.34 |
| DUAL          | (omitted)                 |        |       |                         |      |
| D/E           | -0.5023                   | -4.5   | 0.000 | 0.9671                  | 1.03 |
| SIZE          | -0.1122                   | -0.91  | 0.368 | 0.7891                  | 1.27 |
| COUNTRY       | -0.0889                   | -0.58  | 0.566 | 0.5106                  | 1.96 |
| Prob > F      |                           | 0.0031 |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.2996 |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.2151 |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.5840 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.53 จะพบว่าตัวแปรการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) ถูกละไว้ เนื่องจากบริษัทกลุ่มตัวอย่างในประเทศมาเลเซียไม่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ ในส่วนของการทดสอบความสัมพันธ์พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบรรษัทภิบาลใดที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ **Bhagat & Black (2002)** และ **Lawrence & Stapledon (1999)** ที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และสอดคล้องงานวิจัยของ **Beiner et al. (2004)** และ **Bonna (2012)** ก็พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตามจะเห็นได้ว่าตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE) อย่างมีนัยสำคัญคือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) โดยมีค่า Sig. 0.000 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสอดคล้องกับ **Berger (1995)** และ **Chou & Lee (2008)** ที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเพิ่มขึ้นจะทำให้ ROE เพิ่มขึ้นด้วยเมื่อถึงระดับหนึ่งจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.54 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Correlations

|     |                     | ROE    | CG | FRE | BOD | IND | D/E | SIZE | COUNTRY |
|-----|---------------------|--------|----|-----|-----|-----|-----|------|---------|
| ROE | Pearson Correlation | 1      |    |     |     |     |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     |        |    |     |     |     |     |      |         |
| CG  | Pearson Correlation | 0.1712 | 1  |     |     |     |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.1693 |    |     |     |     |     |      |         |

ตารางที่ 4.54 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013 – 2014 (ต่อ)

|         |                     | ROE      | CG       | FRE     | BOD      | IND     | D/E    | SIZE   | COUNTRY |
|---------|---------------------|----------|----------|---------|----------|---------|--------|--------|---------|
| FRE     | Pearson Correlation | -0.1036  | -0.2299  | 1       |          |         |        |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.4078   | 0.0633   |         |          |         |        |        |         |
| BOD     | Pearson Correlation | -0.062   | -0.0546  | 0.1538  | 1        |         |        |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.6208   | 0.6632   | 0.2177  |          |         |        |        |         |
| IND     | Pearson Correlation | -0.0135  | -0.2435* | -0.1102 | -0.2914* | 1       |        |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.9146   | 0.0488   | 0.3785  | 0.0176   |         |        |        |         |
| D/E     | Pearson Correlation | -0.5207* | -0.1162  | 0.0488  | 0.1162   | 0.0435  | 1      |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0        | 0.353    | 0.6975  | 0.353    | 0.7284  |        |        |         |
| SIZE    | Pearson Correlation | -0.1761  | -0.2366  | 0.2978* | 0.2810*  | -0.0779 | 0.1122 | 1      |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.157    | 0.0558   | 0.0152  | 0.0223   | 0.5342  | 0.3696 |        |         |
| COUNTRY | Pearson Correlation | -0.1445  | -0.6390* | 0.1473  | -0.0294  | -0.0403 | 0.063  | 0.01   | 1       |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.2471   | 0        | 0.238   | 0.8147   | 0.7482  | 0.6154 | 0.9363 |         |

จากตารางที่ 4.54 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)



ตารางที่ 4.55 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013 - 2014

Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized Coefficients | t       | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|---------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |         |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)    |                           | -0.07   | 0.942 |                         |      |
| CG            | 0.1736                    | 0.97    | 0.336 | 0.4378                  | 2.28 |
| FRE           | -0.0322                   | -0.25   | 0.801 | 0.8641                  | 1.16 |
| BOD           | 0.0232                    | 0.18    | 0.86  | 0.8189                  | 1.22 |
| IND           | 0.1850                    | 1.35    | 0.183 | 0.7437                  | 1.34 |
| DUAL          | (omitted)                 |         |       |                         |      |
| D/E           | -0.1519                   | -1.26   | 0.213 | 0.9671                  | 1.03 |
| SIZE          | -0.2676                   | -2.01   | 0.05  | 0.7891                  | 1.27 |
| COUNTRY       | 0.0163                    | 0.1     | 0.922 | 0.5106                  | 1.96 |
| Prob > F      |                           | 0.0886  |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.1853  |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.087   |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.25455 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.55 พบว่า ตัวแปรการควบคุมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) ถูกละไว้ เนื่องจากบริษัทกลุ่มตัวอย่างในประเทศมาเลเซียไม่มีการควบคุมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ ในส่วนของการทดสอบความสัมพันธ์พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบรรษัทภิบาลใดที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ **Bhagat & Black (2002)** และ **Lawrence & Stapledon (1999)** ที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และมีความสอดคล้องงานวิจัยของ **Beiner et al. (2004)** และ **Bonna (2012)** ก็พบว่า ขนาดของ

คณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญ คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) โดยมีค่า Sig. 0.05 ซึ่งเท่ากับระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม สอดคล้องกับ Lang & Stulz (1994) ที่พบว่า การกระจายธุรกิจที่มากขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีการเพิ่มของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในระดับที่ต่ำกว่า ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการกระจายธุรกิจสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก จึงสรุปได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีการกระจายธุรกิจจะมีการเพิ่มขึ้นของผลประกอบการต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กที่ไม่มีการกระจายธุรกิจ สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.56 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Correlations

|     |                     | ROA     | CG      | FRE    | BOD | IND | D/E | SIZE | COUNTRY |
|-----|---------------------|---------|---------|--------|-----|-----|-----|------|---------|
| ROA | Pearson Correlation | 1       |         |        |     |     |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     |         |         |        |     |     |     |      |         |
| CG  | Pearson Correlation | 0.2052  | 1       |        |     |     |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.0984  |         |        |     |     |     |      |         |
| FRE | Pearson Correlation | -0.1736 | -0.2299 | 1      |     |     |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.1633  | 0.0633  |        |     |     |     |      |         |
| BOD | Pearson Correlation | -0.1385 | -0.0546 | 0.1538 | 1   |     |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.2675  | 0.6632  | 0.2177 |     |     |     |      |         |

ตารางที่ 4.56 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013 – 2014 (ต่อ)

|         |                     | ROA      | CG       | FRE     | BOD      | IND     | D/E    | SIZE   | COUNTRY |
|---------|---------------------|----------|----------|---------|----------|---------|--------|--------|---------|
| IND     | Pearson Correlation | 0.1531   | -0.2435* | -0.1102 | -0.2914* | 1       |        |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.2197   | 0.0488   | 0.3785  | 0.0176   |         |        |        |         |
| D/E     | Pearson Correlation | -0.192   | -0.1162  | 0.0488  | 0.1162   | 0.0435  | 1      |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1227   | 0.353    | 0.6975  | 0.353    | 0.7284  |        |        |         |
| SIZE    | Pearson Correlation | -0.3430* | -0.2366  | 0.2978* | 0.2810*  | -0.0779 | 0.1122 | 1      |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0048   | 0.0558   | 0.0152  | 0.0223   | 0.5342  | 0.3696 |        |         |
| COUNTRY | Pearson Correlation | -0.1197  | -0.6390* | 0.1473  | -0.0294  | -0.0403 | 0.063  | 0.01   | 1       |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.3384   | 0        | 0.238   | 0.8147   | 0.7482  | 0.6154 | 0.9363 |         |

จากตารางที่ 4.56 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

ตารางที่ 4.57 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q ประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Coefficients<sup>a</sup>

| Variable   | Standardized Coefficients | t     | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|------------|---------------------------|-------|-------|-------------------------|------|
|            | Beta                      |       |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant) |                           | -0.52 | 0.606 |                         |      |
| CG         | 0.1178                    | 0.67  | 0.502 | 0.4378                  | 2.28 |
| FRE        | -0.0652                   | -0.52 | 0.602 | 0.8641                  | 1.16 |
| BOD        | 0.0940                    | 0.74  | 0.464 | 0.8189                  | 1.22 |

ตารางที่ 4.57 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า

Tobin's Q ประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013 - 2014 (ต่อ)

| Variable      | Standardized | t      | Sig.  | Collinearity |      |
|---------------|--------------|--------|-------|--------------|------|
|               | Coefficients |        |       | Statistics   |      |
|               | Beta         |        |       | Tolerance    | VIF  |
| IND           | 0.1975       | 1.47   | 0.146 | 0.7437       | 1.34 |
| DUAL          | (omitted)    |        |       |              |      |
| D/E           | 0.0184       | 0.16   | 0.876 | 0.9671       | 1.03 |
| SIZE          | -0.4007      | -3.08  | 0.003 | 0.7891       | 1.27 |
| COUNTRY       | 0.0909       | 0.56   | 0.576 | 0.5106       | 1.96 |
| Prob > F      |              | 0.0305 |       |              |      |
| R-squared     |              | 0.2258 |       |              |      |
| Adj R-squared |              | 0.1324 |       |              |      |
| Root MSE      |              | 4.3204 |       |              |      |

จากตารางที่ 4.57 พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบริษัทใดที่มีความสัมพันธ์ต่อค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ **Bhagat & Black (2002)** ที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และสอดคล้องงานวิจัยของ **Beiner et al. (2004)** พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้จากการศึกษางานวิจัยของ **Ponnu (2008)** พบว่า CEO Duality หรือ การควบรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตามจะเห็นได้ว่าตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่อค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) โดยมีค่า Sig. 0.003 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับค่า Tobin's Q สอดคล้องกับ **Lang & Stulz (1994)** ที่พบว่า การกระจายธุรกิจที่มากขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีการเพิ่มของ Tobin's Q ในระดับที่ต่ำกว่า ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการกระจายธุรกิจสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก จึงสรุปได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีการกระจายธุรกิจจะมีการเพิ่มขึ้นของผลประกอบการต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก นอกจากนี้ยังพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.58 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q  
ประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013 - 2014

Correlations

|         |                     | TOBINSQ  | CG       | FRE     | BOD      | IND     | D/E    | SIZE   | COUNTRY |
|---------|---------------------|----------|----------|---------|----------|---------|--------|--------|---------|
| TOBINSQ | Pearson Correlation | 1        |          |         |          |         |        |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |          |         |        |        |         |
| CG      | Pearson Correlation | 0.1142   | 1        |         |          |         |        |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.3614   |          |         |          |         |        |        |         |
| FRE     | Pearson Correlation | -0.2046  | -0.2299  | 1       |          |         |        |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0993   | 0.0633   |         |          |         |        |        |         |
| BOD     | Pearson Correlation | -0.0931  | -0.0546  | 0.1538  | 1        |         |        |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.4573   | 0.6632   | 0.2177  |          |         |        |        |         |
| IND     | Pearson Correlation | 0.177    | -0.2435* | -0.1102 | -0.2914* | 1       |        |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1553   | 0.0488   | 0.3785  | 0.0176   |         |        |        |         |
| D/E     | Pearson Correlation | -0.0182  | -0.1162  | 0.0488  | 0.1162   | 0.0435  | 1      |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.8848   | 0.353    | 0.6975  | 0.353    | 0.7284  |        |        |         |
| SIZE    | Pearson Correlation | -0.4339* | -0.2366  | 0.2978* | 0.2810*  | -0.0779 | 0.1122 | 1      |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0003   | 0.0558   | 0.0152  | 0.0223   | 0.5342  | 0.3696 |        |         |
| COUNTRY | Pearson Correlation | -0.0076  | -0.6390* | 0.1473  | -0.0294  | -0.0403 | 0.063  | 0.01   | 1       |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.952    | 0.000    | 0.238   | 0.8147   | 0.7482  | 0.6154 | 0.9363 |         |

จากตารางที่ 4.58 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q

ตารางที่ 4.59 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized | t      | Sig.  | Collinearity |      |
|---------------|--------------|--------|-------|--------------|------|
|               | Coefficients |        |       | Statistics   |      |
|               | Beta         |        |       | Tolerance    | VIF  |
| (Constant)    |              | 0.34   | 0.736 |              |      |
| CG            | 0.0503       | 0.27   | 0.788 | 0.4378       | 2.28 |
| FRE           | 0.2317       | 1.75   | 0.085 | 0.8641       | 1.16 |
| BOD           | -0.2063      | -1.52  | 0.134 | 0.8189       | 1.22 |
| IND           | -0.0483      | -0.34  | 0.736 | 0.7437       | 1.34 |
| DUAL          | (omitted)    |        |       |              |      |
| D/E           | -0.0929      | -0.74  | 0.46  | 0.9671       | 1.03 |
| SIZE          | -0.1614      | -1.17  | 0.248 | 0.7891       | 1.27 |
| COUNTRY       | -0.0525      | -0.31  | 0.761 | 0.5106       | 1.96 |
| Prob > F      |              | 0.3356 |       |              |      |
| R-squared     |              | 0.1235 |       |              |      |
| Adj R-squared |              | 0.0177 |       |              |      |
| Root MSE      |              | 0.103  |       |              |      |

จากตารางที่ 4.59 พบว่า ตัวแปรการควบคุมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) ถูกละไว้ เนื่องจากบริษัทกลุ่มตัวอย่างในประเทศมาเลเซียไม่มีการควบคุมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ ในส่วนของการทดสอบความสัมพันธ์พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบริษัทใดที่มีความสัมพันธ์ต่อความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์

(Volatility) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆ สูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.60 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Correlations

|     |                     | VOL     | CG       | FRE     | BOD      | IND    | D/E | SIZE | COUNTRY |
|-----|---------------------|---------|----------|---------|----------|--------|-----|------|---------|
| VOL | Pearson Correlation | 1       |          |         |          |        |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     |         |          |         |          |        |     |      |         |
| CG  | Pearson Correlation | 0.1026  | 1        |         |          |        |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.4125  |          |         |          |        |     |      |         |
| FRE | Pearson Correlation | 0.1334  | -0.2299  | 1       |          |        |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.2855  | 0.0633   |         |          |        |     |      |         |
| BOD | Pearson Correlation | -0.214  | -0.0546  | 0.1538  | 1        |        |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.0845  | 0.6632   | 0.2177  |          |        |     |      |         |
| IND | Pearson Correlation | -0.0153 | -0.2435* | -0.1102 | -0.2914* | 1      |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.903   | 0.0488   | 0.3785  | 0.0176   |        |     |      |         |
| D/E | Pearson Correlation | -0.135  | -0.1162  | 0.0488  | 0.1162   | 0.0435 | 1   |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.2799  | 0.353    | 0.6975  | 0.353    | 0.7284 |     |      |         |

ตารางที่ 4.60 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศมาเลเซียในปีค.ศ. 2013 – 2014 (ต่อ)

|         |                     | VOL     | CG       | FRE     | BOD     | IND     | D/E    | SIZE   | COUNTRY |
|---------|---------------------|---------|----------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|
| SIZE    | Pearson Correlation | -0.1694 | -0.2366  | 0.2978* | 0.2810* | -0.0779 | 0.1122 | 1      |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1738  | 0.0558   | 0.0152  | 0.0223  | 0.5342  | 0.3696 |        |         |
| COUNTRY | Pearson Correlation | -0.05   | -0.6390* | 0.1473  | -0.0294 | -0.0403 | 0.063  | 0.01   | 1       |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.6902  | 0        | 0.238   | 0.8147  | 0.7482  | 0.6154 | 0.9363 |         |

จากตารางที่ 4.60 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระอื่นๆ และ ตัวแปรควบคุม ไม่ได้มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility)

#### 4.3.3 การวิเคราะห์การถดถอยวิธี Pooled OLS ประเทศสิงคโปร์

ปีค.ศ. 2013 – 2014

ตารางที่ 4.61 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014

##### Coefficients<sup>a</sup>

| Variable   | Standardized Coefficients | t     | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|------------|---------------------------|-------|-------|-------------------------|------|
|            | Beta                      |       |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant) |                           | 0.79  | 0.433 |                         |      |
| CG         | -0.1377                   | -0.47 | 0.643 | 0.1433                  | 6.98 |
| FRE        | 0.0384                    | 0.33  | 0.742 | 0.9279                  | 1.08 |
| BOD        | 0.2414                    | 1.57  | 0.123 | 0.5297                  | 1.89 |
| IND        | -0.5190                   | -4    | 0.000 | 0.7392                  | 1.35 |
| DUAL       | -0.2744                   | -2.16 | 0.037 | 0.7703                  | 1.3  |



ตารางที่ 4.61 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 – 2014 (ต่อ)

| Variable      | Standardized Coefficients | t     | Sig.    | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|-------|---------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |       |         | Tolerance               | VIF  |
| D/E           | -0.0017                   | -0.01 | 0.988   | 0.9194                  | 1.09 |
| SIZE          | -0.3187                   | -2.63 | 0.012   | 0.8486                  | 1.18 |
| COUNTRY       | -0.2078                   | -0.78 | 0.443   | 0.1732                  | 5.77 |
| Prob > F      |                           |       | 0.0004  |                         |      |
| R-squared     |                           |       | 0.4646  |                         |      |
| Adj R-squared |                           |       | 0.365   |                         |      |
| Root MSE      |                           |       | 0.10234 |                         |      |

จากตารางที่ 4.61 พบว่ามีตัวแปรอิสระ หรือ ตัวแปรกลไกบริษัทภิบาล 2 ตัวแปรจากทั้งหมด 5 ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE) ซึ่งเป็นตัวแปรตาม ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) และ การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) ซึ่งสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) มีค่า Sig. คือ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์คือ -0.5190 แสดงว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น หากสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทเปลี่ยนแปลง 1% จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม 0.5190% เนื่องจากถ้าบริษัทมีกรรมการอิสระในสัดส่วนที่สูงมาก ก็จะทำให้กรรมการส่วนใหญ่เป็นบุคคลภายนอก มีความเข้าใจในรูปแบบธุรกิจ วัฒนธรรม และตัวบริษัทไม่เพียงพอ อาจทำให้เกิดการตัดสินใจผิดพลาด อีกทั้งเมื่อมีบุคคลภายนอกเป็นกรรมการบริษัทมาก ก็จะทำให้มีหลากหลายความคิดเห็น และอาจดำเนินการตัดสินใจต่างๆ ได้ล่าช้า จึงส่งผลให้ผลประกอบการของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร สำหรับการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) พบว่า มีค่า Sig. คือ 0.037 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า การควมรวมตำแหน่ง

ประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์คือ -0.2744 แสดงว่า การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นหากมีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการเปลี่ยนแปลง 1% จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นเปลี่ยนแปลงทิศทางตรงกันข้าม 0.2744% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ **Rechner & Dalton (1991)** พบว่า บริษัทที่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการจะทำให้ผลประกอบการของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร เนื่องจากผู้ที่ทำหน้าที่ควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะมีแนวโน้มไปทางฝ่ายบริหารที่มากกว่า ส่วนตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญ คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) โดยมีค่า Sig. 0.012 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม สอดคล้องกับ **Lang & Stulz (1994)** ที่พบว่า การกระจายธุรกิจที่มากขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีการเพิ่มของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในระดับที่ต่ำกว่า ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการกระจายธุรกิจสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก จึงสรุปได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีการกระจายธุรกิจจะมีการเพิ่มขึ้นของผลประกอบการต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กที่ไม่มีการกระจายธุรกิจ สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.62 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 – 2014

#### Correlations

|     |                     | ROE     | CG     | FRE | BOD | IND | DUAL | D/E | SIZE | COUNTRY |
|-----|---------------------|---------|--------|-----|-----|-----|------|-----|------|---------|
| ROE | Pearson Correlation | 1       |        |     |     |     |      |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     |         |        |     |     |     |      |     |      |         |
| CG  | Pearson Correlation | -0.0596 | 1      |     |     |     |      |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.6749  |        |     |     |     |      |     |      |         |
| FRE | Pearson Correlation | 0.0113  | 0.1104 | 1   |     |     |      |     |      |         |
|     | Sig. (2-tailed)     | 0.9367  | 0.436  |     |     |     |      |     |      |         |

ตารางที่ 4.62 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 – 2014 (ต่อ)

|         |                     | ROE      | CG       | FRE     | BOD     | IND      | DUAL   | D/E     | SIZE    | COUNTRY |
|---------|---------------------|----------|----------|---------|---------|----------|--------|---------|---------|---------|
| BOD     | Pearson Correlation | 0.2442   | -0.4084* | -0.0517 | 1       |          |        |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.081    | 0.0026   | 0.716   |         |          |        |         |         |         |
| IND     | Pearson Correlation | -0.4474* | -0.0571  | 0.1312  | -0.0283 | 1        |        |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0009   | 0.6875   | 0.354   | 0.8422  |          |        |         |         |         |
| DUAL    | Pearson Correlation | -0.1747  | 0.1876   | -0.0826 | -0.1248 | -0.3557* | 1      |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.2156   | 0.1829   | 0.5606  | 0.3779  | 0.0097   |        |         |         |         |
| D/E     | Pearson Correlation | 0.0263   | 0.1067   | 0.1401  | 0.0682  | -0.091   | 0.0119 | 1       |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.8534   | 0.4517   | 0.3219  | 0.6308  | 0.5214   | 0.933  |         |         |         |
| SIZE    | Pearson Correlation | -0.3563* | -0.0608  | -0.0383 | 0.2544  | 0.1683   | 0.0805 | 0.1233  | 1       |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0095   | 0.6684   | 0.7877  | 0.0688  | 0.2329   | 0.5704 | 0.3839  |         |         |
| COUNTRY | Pearson Correlation | -0.0165  | -0.8428* | -0.1636 | 0.0925  | -0.103   | 0      | -0.0777 | -0.0178 | 1       |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.9078   | 0        | 0.2466  | 0.5144  | 0.4674   | 1      | 0.5841  | 0.9004  |         |

จากตารางที่ 4.62 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) และตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ตารางที่ 4.63 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Coefficients<sup>a</sup>

| Variable   | Standardized Coefficients | t     | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|------------|---------------------------|-------|-------|-------------------------|------|
|            | Beta                      |       |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant) |                           | 1.61  | 0.116 |                         |      |
| CG         | -0.4803                   | -1.82 | 0.076 | 0.1433                  | 6.98 |
| FRE        | -0.1842                   | -1.78 | 0.083 | 0.9279                  | 1.08 |
| BOD        | 0.0057                    | 0.04  | 0.967 | 0.5297                  | 1.89 |

ตารางที่ 4.63 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 – 2014 (ต่อ)

| Variable      | Standardized Coefficients | t       | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|---------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |         |       | Tolerance               | VIF  |
| IND           | -0.3                      | -2.58   | 0.013 | 0.7392                  | 1.35 |
| DUAL          | -0.1342                   | -1.18   | 0.245 | 0.7703                  | 1.3  |
| D/E           | -0.1242                   | -1.19   | 0.239 | 0.9194                  | 1.09 |
| SIZE          | -0.5816                   | -5.37   | 0     | 0.8486                  | 1.18 |
| COUNTRY       | -0.377                    | -1.57   | 0.123 | 0.1732                  | 5.77 |
| Prob > F      |                           | 0       |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.5713  |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.4916  |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.04807 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.63 พบว่า มีตัวแปรอิสระ หรือ ตัวแปรกลไกบริษัท 1 ตัวแปรจากทั้งหมด 5 ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ซึ่งเป็นตัวแปรตาม ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) โดยมีค่า Sig. คือ 0.013 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์คือ -0.3 แสดงว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม หากสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทเปลี่ยนแปลง 1% จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม 0.3% เนื่องจากถ้าบริษัทมีกรรมการอิสระในสัดส่วนที่สูงมาก ก็จะทำให้กรรมการส่วนใหญ่เป็นบุคคลภายนอก มีความเข้าใจในรูปแบบธุรกิจ วัฒนธรรม และตัวบริษัทไม่เพียงพอ อาจทำให้เกิดการตัดสินใจผิดพลาด อีกทั้งเมื่อมีบุคคลภายนอกเป็นกรรมการบริษัทมาก ก็จะทำให้มีหลากหลายความคิดเห็น และอาจดำเนินการตัดสินใจต่างๆ ได้ล่าช้า จึงส่งผลให้ผลประกอบการของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร สำหรับตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญ คือ ขนาดของ

บริษัท (SIZE) โดยมีค่า Sig. 0.000 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม สอดคล้องกับ Lang & Stulz (1994) ที่พบว่า การกระจายธุรกิจ ที่มากขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีการเพิ่มของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในระดับที่ต่ำกว่า ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการกระจายธุรกิจสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก จึงสรุปได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีการกระจายธุรกิจจะมีการเพิ่มขึ้นของผลประกอบการต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กที่ไม่มีการกระจายธุรกิจ สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity พบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.64 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Correlations

|         |                     | ROA      | CG       | FRE     | BOD     | IND      | DUAL   | D/E     | SIZE    | COUNTRY |
|---------|---------------------|----------|----------|---------|---------|----------|--------|---------|---------|---------|
| ROA     | Pearson Correlation | 1        |          |         |         |          |        |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |         |          |        |         |         |         |
| CG      | Pearson Correlation | -0.1711  | 1        |         |         |          |        |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.2253   |          |         |         |          |        |         |         |         |
| FRE     | Pearson Correlation | -0.1992  | 0.1104   | 1       |         |          |        |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1568   | 0.436    |         |         |          |        |         |         |         |
| BOD     | Pearson Correlation | 0.0453   | -0.4084* | -0.0517 | 1       |          |        |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.7498   | 0.0026   | 0.716   |         |          |        |         |         |         |
| IND     | Pearson Correlation | -0.2969* | -0.0571  | 0.1312  | -0.0283 | 1        |        |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0326   | 0.6875   | 0.354   | 0.8422  |          |        |         |         |         |
| DUAL    | Pearson Correlation | -0.1514  | 0.1876   | -0.0826 | -0.1248 | -0.3557* | 1      |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.2839   | 0.1829   | 0.5606  | 0.3779  | 0.0097   |        |         |         |         |
| D/E     | Pearson Correlation | -0.2176  | 0.1067   | 0.1401  | 0.0682  | -0.091   | 0.0119 | 1       |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1212   | 0.4517   | 0.3219  | 0.6308  | 0.5214   | 0.933  |         |         |         |
| SIZE    | Pearson Correlation | -0.6138* | -0.0608  | -0.0383 | 0.2544  | 0.1683   | 0.0805 | 0.1233  | 1       |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.000    | 0.6684   | 0.7877  | 0.0688  | 0.2329   | 0.5704 | 0.3839  |         |         |
| COUNTRY | Pearson Correlation | 0.1093   | -0.8428* | -0.1636 | 0.0925  | -0.103   | 0.000  | -0.0777 | -0.0178 | 1       |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.4407   | 0.000    | 0.2466  | 0.5144  | 0.4674   | 1.000  | 0.5841  | 0.9004  |         |

จากตารางที่ 4.64 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) และตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

ตารางที่ 4.65 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized | t      | Sig.  | Collinearity |      |
|---------------|--------------|--------|-------|--------------|------|
|               | Coefficients |        |       | Statistics   |      |
|               | Beta         |        |       | Tolerance    | VIF  |
| (Constant)    |              | -0.54  | 0.595 |              |      |
| CG            | 0.1015       | 0.29   | 0.774 | 0.1433       | 6.98 |
| FRE           | -0.1034      | -0.75  | 0.457 | 0.9279       | 1.08 |
| BOD           | 0.1883       | 1.03   | 0.307 | 0.5297       | 1.89 |
| IND           | 0.1249       | 0.81   | 0.423 | 0.7392       | 1.35 |
| DUAL          | -0.0315      | -0.21  | 0.836 | 0.7703       | 1.3  |
| D/E           | -0.1346      | -0.97  | 0.336 | 0.9194       | 1.09 |
| SIZE          | -0.4454      | -3.09  | 0.003 | 0.8486       | 1.18 |
| COUNTRY       | 0.1759       | 0.55   | 0.584 | 0.1732       | 5.77 |
| Prob > F      |              | 0.1195 |       |              |      |
| R-squared     |              | 0.243  |       |              |      |
| Adj R-squared |              | 0.1024 |       |              |      |
| Root MSE      |              | 2.7513 |       |              |      |

จากตารางที่ 4.65 พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบรรษัทภิบาลใดที่มีความสัมพันธ์ต่อค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ **Bhagat & Black (2002)** และ **Lawrence & Stapledon (1999)** ที่พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมี

นัยสำคัญ และสอดคล้องงานวิจัยของ **Beiner et al. (2004)** และ **Bonna (2012)** ก็พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้จากการศึกษางานวิจัยของ **Ponnu (2008)** พบว่า CEO Duality หรือการควรวรมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตามจะเห็นได้ว่าตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่อค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญคือ ขนาดของบริษัท (SIZE) โดยมีค่า Sig. 0.003 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับค่า Tobin's Q สอดคล้องกับ **Lang & Stulz (1994)** ที่พบว่า การกระจายธุรกิจที่มากขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีการเพิ่มของ Tobin's Q ในระดับที่ต่ำกว่า ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการกระจายธุรกิจสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก จึงสรุปได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีการกระจายธุรกิจจะมีการเพิ่มขึ้นของผลประกอบการต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กที่ไม่มีการกระจายธุรกิจสำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.66 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Correlations

|         |                     | TOBINSQ | CG       | FRE     | BOD     | IND | DUAL | D/E | SIZE | COUNTRY |
|---------|---------------------|---------|----------|---------|---------|-----|------|-----|------|---------|
| TOBINSQ | Pearson Correlation | 1       |          |         |         |     |      |     |      |         |
|         | Sig. (2-tailed)     |         |          |         |         |     |      |     |      |         |
| CG      | Pearson Correlation | -0.1354 | 1        |         |         |     |      |     |      |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.3386  |          |         |         |     |      |     |      |         |
| FRE     | Pearson Correlation | -0.1135 | 0.1104   | 1       |         |     |      |     |      |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.4229  | 0.436    |         |         |     |      |     |      |         |
| BOD     | Pearson Correlation | 0.0463  | -0.4084* | -0.0517 | 1       |     |      |     |      |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.7442  | 0.0026   | 0.716   |         |     |      |     |      |         |
| IND     | Pearson Correlation | 0.0305  | -0.0571  | 0.1312  | -0.0283 | 1   |      |     |      |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.8298  | 0.6875   | 0.354   | 0.8422  |     |      |     |      |         |

ตารางที่ 4.66 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 – 2014 (ต่อ)

|         |                     | TOBINSQ  | CG       | FRE     | BOD     | IND      | DUAL   | D/E     | SIZE    | COUNTRY |
|---------|---------------------|----------|----------|---------|---------|----------|--------|---------|---------|---------|
| DUAL    | Pearson Correlation | -0.1093  | 0.1876   | -0.0826 | -0.1248 | -0.3557* | 1      |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.441    | 0.1829   | 0.5606  | 0.3779  | 0.0097   |        |         |         |         |
| D/E     | Pearson Correlation | -0.2057  | 0.1067   | 0.1401  | 0.0682  | -0.091   | 0.0119 | 1       |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1435   | 0.4517   | 0.3219  | 0.6308  | 0.5214   | 0.933  |         |         |         |
| SIZE    | Pearson Correlation | -0.4010* | -0.0608  | -0.0383 | 0.2544  | 0.1683   | 0.0805 | 0.1233  | 1       |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0032   | 0.6684   | 0.7877  | 0.0688  | 0.2329   | 0.5704 | 0.3839  |         |         |
| COUNTRY | Pearson Correlation | 0.1302   | -0.8428* | -0.1636 | 0.0925  | -0.103   | 0      | -0.0777 | -0.0178 | 1       |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.3575   | 0        | 0.2466  | 0.5144  | 0.4674   | 1      | 0.5841  | 0.9004  |         |

จากตารางที่ 4.66 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 4.67 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Coefficients<sup>a</sup>

| Variable   | Standardized Coefficients | t     | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|------------|---------------------------|-------|-------|-------------------------|------|
|            | Beta                      |       |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant) |                           | -0.37 | 0.71  |                         |      |
| CG         | 0.5814                    | 2.14  | 0.038 | 0.1433                  | 6.98 |
| FRE        | -0.2193                   | -2.05 | 0.046 | 0.9279                  | 1.08 |
| BOD        | -0.0079                   | -0.06 | 0.956 | 0.5297                  | 1.89 |
| IND        | -0.0274                   | -0.23 | 0.82  | 0.7392                  | 1.35 |
| DUAL       | 0.3304                    | 2.81  | 0.007 | 0.7703                  | 1.3  |
| D/E        | 0.0995                    | 0.93  | 0.36  | 0.9194                  | 1.09 |



ตารางที่ 4.67 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 – 2014 (ต่อ)

| Variable      | Standardized Coefficients | t       | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|---------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |         |       | Tolerance               | VIF  |
| SIZE          | 0.1862                    | 1.66    | 0.103 | 0.8486                  | 1.18 |
| COUNTRY       | 0.092                     | 0.37    | 0.712 | 0.1732                  | 5.77 |
| Prob > F      |                           | 0.000   |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.543   |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.4583  |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.06798 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.67 พบว่า มีตัวแปรอิสระ หรือ ตัวแปรกลไกบรรษัทภิบาล 3 ตัวแปรจากทั้งหมด 5 ตัวแปรที่ส่งผลต่อความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตัวแปรตามได้แก่ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) โดยมีค่า Sig. คือ 0.038 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์คือ 0.5814 แสดงว่า คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่สูงสุดแทนค่าด้วย 1 เรียงลำดับจนไปถึงต่ำสุดแทนค่าด้วย 5) หากคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการเปลี่ยนแปลง 1% จะส่งผลให้ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงข้าม 0.5814% เนื่องจากคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสะท้อนถึงความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทให้แก่เจ้าของ หรือ ผู้ถือหุ้นมากขึ้นจึงช่วยลด Asymmetric Information และทำให้ผู้ถือหุ้นและบุคคลภายนอกคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ โดยสะท้อนผลประกอบการที่แท้จริงได้ ราคาหลักทรัพย์จึงลดความผันผวนลงซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Claessens & Yurtoglu (2012) และ John, Litov & Yeung (2008) ที่พบว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับต่ำ จะส่งผลให้เกิดความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์สูง เพราะขาดความโปร่งใสของข้อมูลและบุคคลภายในมีข้อมูลที่สำคัญมากกว่า รวมไปถึงนักลงทุนและ

นักวิเคราะห์ที่มีข้อมูลไม่เพียงพอที่จะนำมาคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ ตัวแปรถัดไปคือ ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (IND) โดยมีค่า Sig. คือ 0.046 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์คือ -0.2193 แสดงว่า ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ หากความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทเปลี่ยนแปลง 1% จะส่งผลให้ค่า Tobin's Q เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน 0.2193% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของงานวิจัยของ **Evan & Weir (1995)** ที่ให้เหตุผลว่า การจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัททำให้ทราบถึงปัญหาที่เกิดขึ้นและสามารถจัดการกับปัญหาเหล่านั้นได้อย่างทันท่วงที อีกทั้งยังแสดงให้เห็นถึงการสื่อสารระหว่างฝ่ายบริหารและคณะกรรมการบริษัท ทำให้ฝ่ายผู้ถือหุ้นสามารถทราบข้อมูลได้ทัดเทียมกับฝ่ายบริหารมากยิ่งขึ้น รับทราบความเคลื่อนไหวของบริษัท สร้างความเชื่อมั่นของเจ้าของกิจการหรือนักลงทุน สะท้อนเป็นราคาหลักทรัพย์มีความผันผวนลดลง อีกตัวแปรหนึ่งคือ การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) โดยมีค่า Sig. คือ 0.007 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์คือ 0.3304 แสดงว่า การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ หากมีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการเพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.3304% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ **Rechner & Dalton (1991)** พบว่า บริษัทที่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะทำให้ผลประกอบการของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร โดยสะท้อนที่ผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทที่อยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากผู้ที่ทำหน้าที่ควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะมีแนวโน้มไปทางฝ่ายบริหารที่มากกว่า สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.68 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013 - 2014

Correlations

|         |                     | VOL      | CG       | FRE     | BOD     | IND      | DUAL   | D/E     | SIZE    | COUNTRY |
|---------|---------------------|----------|----------|---------|---------|----------|--------|---------|---------|---------|
| VOL     | Pearson Correlation | 1        |          |         |         |          |        |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |         |          |        |         |         |         |
| CG      | Pearson Correlation | 0.5458*  | 1        |         |         |          |        |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.000    |          |         |         |          |        |         |         |         |
| FRE     | Pearson Correlation | -0.1939  | 0.1104   | 1       |         |          |        |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1685   | 0.436    |         |         |          |        |         |         |         |
| BOD     | Pearson Correlation | -0.2119  | -0.4084* | -0.0517 | 1       |          |        |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1316   | 0.0026   | 0.716   |         |          |        |         |         |         |
| IND     | Pearson Correlation | -0.1938  | -0.0571  | 0.1312  | -0.0283 | 1        |        |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1686   | 0.6875   | 0.354   | 0.8422  |          |        |         |         |         |
| DUAL    | Pearson Correlation | 0.4845*  | 0.1876   | -0.0826 | -0.1248 | -0.3557* | 1      |         |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0003   | 0.1829   | 0.5606  | 0.3779  | 0.0097   |        |         |         |         |
| D/E     | Pearson Correlation | 0.1525   | 0.1067   | 0.1401  | 0.0682  | -0.091   | 0.0119 | 1       |         |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.2806   | 0.4517   | 0.3219  | 0.6308  | 0.5214   | 0.933  |         |         |         |
| SIZE    | Pearson Correlation | 0.1898   | -0.0608  | -0.0383 | 0.2544  | 0.1683   | 0.0805 | 0.1233  | 1       |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1777   | 0.6684   | 0.7877  | 0.0688  | 0.2329   | 0.5704 | 0.3839  |         |         |
| COUNTRY | Pearson Correlation | -0.3711* | -0.8428* | -0.1636 | 0.0925  | -0.103   | 0.000  | -0.0777 | -0.0178 | 1       |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0068   | 0.000    | 0.2466  | 0.5144  | 0.4674   | 1.000  | 0.5841  | 0.9004  |         |

จากตารางที่ 4.68 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ คือคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) และการควรวรมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) ตัวแปรควบคุม คือ ความแตกต่างตามประเทศ (COUNTRY) มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility)

#### 4.3.4 การวิเคราะห์การถดถอยวิธี Pooled OLS ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 – 2014

ตารางที่ 4.69 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014

Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized Coefficients | t      | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |        |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)    |                           | 0.09   | 0.928 |                         |      |
| CG            | 0.2762                    | 1.54   | 0.132 | 0.4829                  | 2.07 |
| FRE           | 0.0776                    | 0.42   | 0.675 | 0.4611                  | 2.17 |
| BOD           | -0.5612                   | -3.39  | 0.001 | 0.5711                  | 1.75 |
| IND           | -0.0154                   | -0.08  | 0.934 | 0.4646                  | 2.15 |
| DUAL          | -0.2860                   | -2.07  | 0.045 | 0.8169                  | 1.22 |
| D/E           | -0.2566                   | -1.85  | 0.07  | 0.8172                  | 1.22 |
| SIZE          | 0.1811                    | 1.11   | 0.273 | 0.5868                  | 1.7  |
| COUNTRY       | -0.0117                   | -0.09  | 0.927 | 0.9764                  | 1.02 |
| Prob > F      |                           | 0.025  |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.312  |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.187  |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.2278 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.69 พบว่า มีตัวแปรอิสระ หรือ ตัวแปรกลไกบริษัทภิบาล 2 ตัวแปรจากทั้งหมด 5 ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งเป็นตัวแปรตาม ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) โดยมีค่า Sig. คือ 0.001 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นโดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ คือ -0.5612 แสดงว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

หุ้นหากขนาดของคณะกรรมการบริษัทเปลี่ยนแปลง 1% จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม 0.5612% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ **Guest (2009)** ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลประกอบการของบริษัท และ **Lipton & Lorsch (1992)** โดยให้เหตุผลว่า หากขนาดของคณะกรรมการบริษัทใหญ่ขึ้นจะส่งผลให้ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทลดลง เนื่องจากจำนวนคนในคณะกรรมการบริษัทเพิ่มมากขึ้นความคิดเห็นในที่ประชุมจะมีความหลากหลายมากขึ้นดังนั้นจึงทำให้การตัดสินใจต่างๆต้องใช้เวลาค่อนข้างมากและอาจทำให้เสียโอกาสในการดำเนินธุรกิจจึงกระทบต่อผลประกอบการ อีกตัวแปรหนึ่งคือ การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) พบว่า มีค่า Sig. คือ 0.045 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์คือ -0.286 แสดงว่า การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น หากมีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการเปลี่ยนแปลง 1% จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นเปลี่ยนแปลงทิศทางตรงกันข้าม 0.286% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ **Rechner & Dalton (1991)** พบว่า บริษัทที่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะทำให้ผลประกอบการของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร เนื่องจากผู้ที่ทำหน้าที่ควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะมีแนวโน้มไปทางฝ่ายบริหารที่มากกว่า สำหรับตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญคือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) โดยมีค่า Sig. 0.018 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับ **Berger (1995)** และ **Chou & Lee (2008)** ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเพิ่มขึ้น จะทำให้ ROE เพิ่มขึ้นด้วยเมื่อถึงระดับหนึ่งจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.70 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014

Correlations

|         |                     | ROE      | CG       | FRE     | BOD      | IND     | DUAL    | D/E     | SIZE   | COUNTRY |
|---------|---------------------|----------|----------|---------|----------|---------|---------|---------|--------|---------|
| ROE     | Pearson Correlation | 1        |          |         |          |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |          |         |         |         |        |         |
| CG      | Pearson Correlation | 0.1926   | 1        |         |          |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.167    |          |         |          |         |         |         |        |         |
| FRE     | Pearson Correlation | -0.1256  | -0.6058* | 1       |          |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.3653   | 0.000    |         |          |         |         |         |        |         |
| BOD     | Pearson Correlation | -0.4160* | -0.2958* | 0.3128* | 1        |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0018   | 0.0315   | 0.0213  |          |         |         |         |        |         |
| IND     | Pearson Correlation | -0.0439  | -0.5996* | 0.6421* | 0.1179   | 1       |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.7525   | 0.000    | 0.000   | 0.396    |         |         |         |        |         |
| DUAL    | Pearson Correlation | -0.0657  | 0.3141*  | -0.1678 | -0.2915* | -0.2322 | 1       |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.637    | 0.022    | 0.2251  | 0.0325   | 0.0911  |         |         |        |         |
| D/E     | Pearson Correlation | -0.1789  | 0.26     | -0.1609 | 0.0026   | -0.2573 | 0.0242  | 1       |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1957   | 0.0601   | 0.2451  | 0.985    | 0.0604  | 0.8621  |         |        |         |
| SIZE    | Pearson Correlation | -0.2112  | -0.3031* | 0.2356  | 0.5788*  | 0.1708  | -0.1152 | 0.1634  | 1      |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1252   | 0.0274   | 0.0863  | 0.000    | 0.2168  | 0.407   | 0.2378  |        |         |
| COUNTRY | Pearson Correlation | 0.0595   | 0.0299   | 0.0376  | -0.0236  | 0.016   | 0.000   | -0.1015 | 0.0203 | 1       |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.6691   | 0.8315   | 0.7874  | 0.8655   | 0.9083  | 1.000   | 0.4651  | 0.8842 |         |

จากตารางที่ 4.70 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ตารางที่ 4.71 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014

Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized Coefficients | t      | Sig.   | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|--------|--------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |        |        | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)    |                           | 0.74   | 0.4650 |                         |      |
| CG            | 0.2437                    | 1.44   | 0.156  | 0.4829                  | 2.07 |
| FRE           | 0.0810                    | 0.47   | 0.642  | 0.4611                  | 2.17 |
| BOD           | -0.5959                   | -3.84  | 0.000  | 0.5711                  | 1.75 |
| IND           | 0.0325                    | 0.19   | 0.851  | 0.4646                  | 2.15 |
| DUAL          | -0.2830                   | -2.18  | 0.035  | 0.8169                  | 1.22 |
| D/E           | -0.3508                   | -2.7   | 0.01   | 0.8172                  | 1.22 |
| SIZE          | 0.1398                    | 0.91   | 0.3670 | 0.5868                  | 1.7  |
| COUNTRY       | -0.0871                   | -0.73  | 0.4670 | 0.9764                  | 1.02 |
| Prob > F      |                           | 0.0029 |        |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.3935 |        |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.2832 |        |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.1635 |        |                         |      |

จากตารางที่ 4.71 พบว่า มีตัวแปรอิสระ หรือ ตัวแปรกลไกบริษัทภิบาล 2 ตัวแปรจากทั้งหมด 5 ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ซึ่งเป็นตัวแปรตาม ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) โดยมีค่า Sig. คือ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ คือ -0.5959 แสดงว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม หากขนาดของคณะกรรมการบริษัทเปลี่ยนแปลง 1% จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม 0.5959% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ **Guest (2009)** ที่

พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลประกอบการของบริษัท และ **Lipton & Lorsch (1992)** โดยให้เหตุผลว่า หากขนาดของคณะกรรมการบริษัทใหญ่ขึ้นจะส่งผลให้ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทลดลง เนื่องจากจำนวนคนในคณะกรรมการบริษัทเพิ่มมากขึ้นความคิดเห็นในที่ประชุมจะมีความหลากหลายมากขึ้นดังนั้นจึงทำให้การตัดสินใจต่างๆต้องใช้เวลาค่อนข้างมากและอาจทำให้เสียโอกาสในการดำเนินธุรกิจจึงกระทบต่อผลประกอบการ อีกตัวแปรหนึ่งคือ การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) พบว่า มีค่า Sig. คือ 0.035 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์คือ -0.283 แสดงว่า การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม หากมีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการเปลี่ยนแปลง 1% จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นเปลี่ยนแปลงทิศทางตรงกันข้าม 0.283% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ **Rechner & Dalton (1991)** พบว่า บริษัทที่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะทำให้ผลประกอบการของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร เนื่องจากผู้ที่ทำหน้าที่ควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะมีแนวโน้มไปทางฝ่ายบริหารที่มากกว่าสำหรับตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) โดยมีค่า Sig. 0.001 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และมีความสัมพันธ์ในทางลบ สอดคล้องกับ **Berger (1995)** และ **Chou & Lee (2008)** ที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเมื่อเพิ่มขึ้นจะทำให้ผลประกอบการเพิ่มขึ้นด้วย แต่เมื่อถึงระดับหนึ่งจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity



ตารางที่ 4.72 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนต่อ  
สินทรัพย์รวม (ROA) ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014

Correlations

|         |                     | ROA      | CG       | FRE     | BOD      | IND     | DUAL    | D/E     | SIZE   | COUNTRY |
|---------|---------------------|----------|----------|---------|----------|---------|---------|---------|--------|---------|
| ROA     | Pearson Correlation | 1        |          |         |          |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |          |         |         |         |        |         |
| CG      | Pearson Correlation | 0.1263   | 1        |         |          |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.3674   |          |         |          |         |         |         |        |         |
| FRE     | Pearson Correlation | -0.0759  | -0.6058* | 1       |          |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.5857   | 0.000    |         |          |         |         |         |        |         |
| BOD     | Pearson Correlation | -0.4512* | -0.2958* | 0.3128* | 1        |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0006   | 0.0315   | 0.0213  |          |         |         |         |        |         |
| IND     | Pearson Correlation | 0.034    | -0.5996* | 0.6421* | 0.1179   | 1       |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.8074   | 0.000    | 0.000   | 0.396    |         |         |         |        |         |
| DUAL    | Pearson Correlation | -0.0707  | 0.3141*  | -0.1678 | -0.2915* | -0.2322 | 1       |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.6112   | 0.022    | 0.2251  | 0.0325   | 0.0911  |         |         |        |         |
| D/E     | Pearson Correlation | -0.2955* | 0.26     | -0.1609 | 0.0026   | -0.2573 | 0.0242  | 1       |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0301   | 0.0601   | 0.2451  | 0.985    | 0.0604  | 0.8621  |         |        |         |
| SIZE    | Pearson Correlation | -0.2676  | -0.3031* | 0.2356  | 0.5788*  | 0.1708  | -0.1152 | 0.1634  | 1      |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0505   | 0.0274   | 0.0863  | 0.000    | 0.2168  | 0.407   | 0.2378  |        |         |
| COUNTRY | Pearson Correlation | -0.0023  | 0.0299   | 0.0376  | -0.0236  | 0.016   | 0.000   | -0.1015 | 0.0203 | 1       |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.9866   | 0.8315   | 0.7874  | 0.8655   | 0.9083  | 1.000   | 0.4651  | 0.8842 |         |

จากตารางที่ 4.72 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) และตัวแปรควบคุม คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

ตารางที่ 4.73 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014

Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized Coefficients | t      | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |        |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)    |                           | 0.27   | 0.792 |                         |      |
| CG            | 0.1027                    | 0.57   | 0.572 | 0.4829                  | 2.07 |
| FRE           | 0.0939                    | 0.51   | 0.614 | 0.4611                  | 2.17 |
| BOD           | -0.5728                   | -3.45  | 0.001 | 0.5711                  | 1.75 |
| IND           | -0.1350                   | -0.73  | 0.467 | 0.4646                  | 2.15 |
| DUAL          | -0.1430                   | -1.03  | 0.308 | 0.8169                  | 1.22 |
| D/E           | -0.2753                   | -1.98  | 0.053 | 0.8172                  | 1.22 |
| SIZE          | 0.1228                    | 0.75   | 0.457 | 0.5868                  | 1.7  |
| COUNTRY       | -0.0328                   | -0.26  | 0.797 | 0.9764                  | 1.02 |
| Prob > F      |                           | 0.0276 |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.3081 |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.182  |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 2.902  |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.73 พบว่า มีตัวแปรอิสระ หรือ ตัวแปรกลไกบริษัทภิบาล 1 ตัวแปรจากทั้งหมด 5 ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ต่อค่า Tobin's Q ซึ่งเป็นตัวแปรตาม ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท โดยมีค่า Sig. คือ 0.001 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักและยอมรับ H1 ที่ว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์คือ -0.5728 แสดงว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับค่า Tobin's Q หากขนาดของคณะกรรมการบริษัทเปลี่ยนแปลง 1% จะส่งผลให้ค่า Tobin's Q เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม 0.5728% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ **Guest (2009)** ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลประกอบการของ

บริษัท และ Lipton & Lorsch (1992) โดยให้เหตุผลว่า หากขนาดของคณะกรรมการบริษัทใหญ่ขึ้นจะส่งผลให้ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทลดลง เนื่องจากจำนวนคนในคณะกรรมการบริษัทเพิ่มมากขึ้นความคิดเห็นในที่ประชุมจะมีความหลากหลายมากขึ้นดังนั้นจึงทำให้การตัดสินใจต่างๆต้องใช้เวลาค่อนข้างมากและอาจทำให้เสียโอกาสในการดำเนินธุรกิจจึงกระทบต่อผลประกอบการ สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity พบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.74 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและค่า Tobin's Q ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Correlations

|         |                     | TOBINSQ  | CG       | FRE     | BOD      | IND     | DUAL    | D/E     | SIZE   | COUNTRY |
|---------|---------------------|----------|----------|---------|----------|---------|---------|---------|--------|---------|
| TOBINSQ | Pearson Correlation | 1        |          |         |          |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |          |         |         |         |        |         |
| CG      | Pearson Correlation | 0.1414   | 1        |         |          |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.3124   |          |         |          |         |         |         |        |         |
| FRE     | Pearson Correlation | -0.1193  | -0.6058* | 1       |          |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.3903   | 0.000    |         |          |         |         |         |        |         |
| BOD     | Pearson Correlation | -0.4583* | -0.2958* | 0.3128* | 1        |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0005   | 0.0315   | 0.0213  |          |         |         |         |        |         |
| IND     | Pearson Correlation | -0.0907  | -0.5996* | 0.6421* | 0.1179   | 1       |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.5141   | 0.000    | 0.000   | 0.396    |         |         |         |        |         |
| DUAL    | Pearson Correlation | 0.0579   | 0.3141*  | -0.1678 | -0.2915* | -0.2322 | 1       |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.6775   | 0.022    | 0.2251  | 0.0325   | 0.0911  |         |         |        |         |
| D/E     | Pearson Correlation | -0.219   | 0.26     | -0.1609 | 0.0026   | -0.2573 | 0.0242  | 1       |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1116   | 0.0601   | 0.2451  | 0.985    | 0.0604  | 0.8621  |         |        |         |
| SIZE    | Pearson Correlation | -0.2591  | -0.3031* | 0.2356  | 0.5788*  | 0.1708  | -0.1152 | 0.1634  | 1      |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0585   | 0.0274   | 0.0863  | 0.000    | 0.2168  | 0.407   | 0.2378  |        |         |
| COUNTRY | Pearson Correlation | 0.0347   | 0.0299   | 0.0376  | -0.0236  | 0.016   | 0.000   | -0.1015 | 0.0203 | 1       |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.8031   | 0.8315   | 0.7874  | 0.8655   | 0.9083  | 1.000   | 0.4651  | 0.8842 |         |

จากตารางที่ 4.74 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) มีความสัมพันธ์กับความสัมพันธ์กับค่า Tobin's Q

ตารางที่ 4.75 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014

Coefficients<sup>a</sup>

| Variable      | Standardized Coefficients | t      | Sig.  | Collinearity Statistics |      |
|---------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------|------|
|               | Beta                      |        |       | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)    |                           | -1.16  | 0.254 |                         |      |
| CG            | 0.0269                    | 0.14   | 0.891 | 0.4829                  | 2.07 |
| FRE           | -0.1869                   | -0.94  | 0.355 | 0.4611                  | 2.17 |
| BOD           | 0.3198                    | 1.78   | 0.082 | 0.5711                  | 1.75 |
| IND           | -0.1155                   | -0.58  | 0.565 | 0.4646                  | 2.15 |
| DUAL          | 0.0849                    | 0.57   | 0.574 | 0.8169                  | 1.22 |
| D/E           | 0.1530                    | 1.02   | 0.314 | 0.8172                  | 1.22 |
| SIZE          | -0.1951                   | -1.1   | 0.277 | 0.5868                  | 1.7  |
| COUNTRY       | 0.1626                    | 1.18   | 0.243 | 0.9764                  | 1.02 |
| Prob > F      |                           | 0.2744 |       |                         |      |
| R-squared     |                           | 0.190  |       |                         |      |
| Adj R-squared |                           | 0.043  |       |                         |      |
| Root MSE      |                           | 0.0886 |       |                         |      |

จากตารางที่ 4.75 พบว่า ไม่มีตัวแปรกลไกบริษัทใดที่มีความสัมพันธ์ต่อความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยดูจากค่า Sig. ซึ่งมากกว่า 0.05 สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity สามารถดูได้จากค่า Variance Inflation Factors (VIF) หากค่า VIF สูงมาก หรือเกิน 10 แสดงว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรการกำกับดูแล

กิจการ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการอื่นๆสูง จากตารางข้างต้นพบว่า ค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือ ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่า ไม่มีตัวแปรใดที่พบปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 4.76 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) ประเทศไทยปีค.ศ. 2013 - 2014

#### Correlations

|         |                     | VOL      | CG       | FRE     | BOD      | IND     | DUAL    | D/E     | SIZE   | COUNTRY |
|---------|---------------------|----------|----------|---------|----------|---------|---------|---------|--------|---------|
| VOL     | Pearson Correlation | 1        |          |         |          |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     |          |          |         |          |         |         |         |        |         |
| CG      | Pearson Correlation | 0.2452   | 1        |         |          |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0767   |          |         |          |         |         |         |        |         |
| FRE     | Pearson Correlation | -0.2769* | -0.6058* | 1       |          |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0426   | 0.000    |         |          |         |         |         |        |         |
| BOD     | Pearson Correlation | 0.0732   | -0.2958* | 0.3128* | 1        |         |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.599    | 0.0315   | 0.0213  |          |         |         |         |        |         |
| IND     | Pearson Correlation | -0.2913* | -0.5996* | 0.6421* | 0.1179   | 1       |         |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.0326   | 0.000    | 0.000   | 0.396    |         |         |         |        |         |
| DUAL    | Pearson Correlation | 0.0786   | 0.3141*  | -0.1678 | -0.2915* | -0.2322 | 1       |         |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.572    | 0.022    | 0.2251  | 0.0325   | 0.0911  |         |         |        |         |
| D/E     | Pearson Correlation | 0.1828   | 0.26     | -0.1609 | 0.0026   | -0.2573 | 0.0242  | 1       |        |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.1859   | 0.0601   | 0.2451  | 0.985    | 0.0604  | 0.8621  |         |        |         |
| SIZE    | Pearson Correlation | -0.0781  | -0.3031* | 0.2356  | 0.5788*  | 0.1708  | -0.1152 | 0.1634  | 1      |         |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.5746   | 0.0274   | 0.0863  | 0.000    | 0.2168  | 0.407   | 0.2378  |        |         |
| COUNTRY | Pearson Correlation | 0.1075   | 0.0299   | 0.0376  | -0.0236  | 0.016   | 0.000   | -0.1015 | 0.0203 | 1       |
|         | Sig. (2-tailed)     | 0.4393   | 0.8315   | 0.7874  | 0.8655   | 0.9083  | 1.000   | 0.4651  | 0.8842 |         |

จากตารางที่ 4.76 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) และ ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (FRE) มีความสัมพันธ์กับกับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility)

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่า ASEAN Corporate Governance Scorecard และกลไกบรรษัทภิบาล ว่าส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทย ซึ่งบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวได้รับการประเมินและจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการตามหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard ซึ่งเป็นคะแนนการกำกับดูแลกิจการอาเซียนที่ได้รับการยอมรับในมาตรฐานสากล และบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์เหล่านี้จะต้องได้รับการเสนอผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการไว้ในรายงาน ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments โดยยกเว้นบริษัทที่เป็นสถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และบริษัทที่ให้บริการทางด้านประกันภัยในงานวิจัยนี้ได้รวบรวมข้อมูลเพื่อศึกษาและวิเคราะห์เป็นจำนวน 2 ปี ตั้งแต่ ค.ศ. 2013 – 2014 เหลือเป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 86 บริษัท คิดเป็นชุดข้อมูลทั้งหมด 172 ชุด ซึ่งการศึกษาจะใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) และการวิเคราะห์การถดถอยโดยวิธี Pooled OLS (Pooled OLS Regression Analysis) โดยมีตัวแปรกลไกบรรษัทภิบาล หรือตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา ดังนี้ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG), ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (FRE), สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND), ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) และการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ (DUAL) ส่วนตัวแปรผลประกอบการของบริษัท ได้แก่ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA), ค่า Tobin's Q (TOBINSQ) และความเสี่ยงของบริษัทคือ ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (VOL)

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทแบบรวมประเทศ โดยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ พบว่า ปีค.ศ. 2013 การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทที่มีการควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะทำให้ผลประกอบการของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร โดยสะท้อนที่ผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทที่อยู่ในระดับต่ำ เพราะผู้ที่ทำหน้าที่ควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะมีแนวโน้มที่จะดำเนินการต่างๆไปทางผลประโยชน์ฝ่ายบริหารที่มากกว่า และปีค.ศ.

2014 พบว่า คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสะท้อนถึงความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทให้แก่เจ้าของ หรือ ผู้ถือหุ้นมากขึ้นจึงช่วยลด Asymmetric Information และทำให้ผู้ถือหุ้นและบุคคลภายนอกคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ โดยสะท้อนผลประกอบการที่แท้จริงได้

สำหรับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทแบบรวมประเทศปีค.ศ. 2013 – 2014 โดยการวิเคราะห์การถดถอยวิธี Pooled OLS (Pooled OLS Regression Analysis) พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม เนื่องจากว่าหากมีสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทสูงแสดงว่า มีตัวแทนของเจ้าของกิจการมาดูแลควบคุมการดำเนินงานของผู้บริหาร เพื่อให้มีการดำเนินการที่โปร่งใส เป็นที่น่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้น โดยจะช่วยเหลือดูแลอำนาจฝ่ายบริหารในการตัดสินใจต่างๆ ไม่ให้ฝ่ายบริหารดำเนินการใดๆโดยปราศจากการคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดเจ้าของ จึงทำให้ฝ่ายเจ้าของมีความมั่นใจในบริษัท สะท้อนในรูปแบบของราคาหลักทรัพย์ที่ลดความผันผวนลง และยังพบอีกว่า การควรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์เช่นเดียวกับผลการศึกษารวมประเทศปีค.ศ. 2013

ส่วนการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างรายประเทศปีค.ศ. 2013 – 2014 โดยการวิเคราะห์การถดถอยวิธี Pooled OLS (Pooled OLS Regression Analysis) พบว่า ประเทศมาเลเซีย ไม่มีตัวแปรกำกับดูแลกิจการใดที่มีความสัมพันธ์ต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัท ในขณะที่ประเทศสิงคโปร์พบว่า การควรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากบริษัทที่มีการควรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการจะทำให้ผลประกอบการของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร เพราะผู้ที่ทำหน้าที่ควรรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการ จะมีแนวโน้มที่จะดำเนินการต่างๆไปทางผลประโยชน์ฝ่ายบริหารที่มากกว่า และพบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นนอกจากนี้ยังพบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมอีกด้วย เนื่องจากว่าหากบริษัทมีกรรมการอิสระในสัดส่วนที่สูงมาก ก็จะทำให้กรรมการส่วนใหญ่เป็นบุคคลภายนอก มีความเข้าใจในรูปแบบธุรกิจ วัฒนธรรม และตัวบริษัทไม่เพียงพอ อาจทำให้เกิดการตัดสินใจผิดพลาด อีกทั้งเมื่อมีบุคคลภายนอกเป็นกรรมการบริษัทมาก ก็จะทำให้มีหลากหลายความคิดเห็น และอาจดำเนินการตัดสินใจต่างๆได้ล่าช้า อาจมีความผิดพลาดในการตัดสินใจ จึงส่งผลให้ผลประกอบการของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร สำหรับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ พบว่า การควรรวมตำแหน่ง

ประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี และความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากการจัดประชุมของคณะกรรมการบริษัททำให้ทราบถึงปัญหาที่เกิดขึ้นและสามารถจัดการกับปัญหาเหล่านั้นได้อย่างทันท่วงที อีกทั้งยังแสดงให้เห็นถึงการสื่อสารระหว่างฝ่ายบริหารและคณะกรรมการบริษัท ทำให้ฝ่ายผู้ถือหุ้นสามารถทราบข้อมูลได้ทัดเทียมกับฝ่ายบริหารมากยิ่งขึ้น รับทราบความเคลื่อนไหวของบริษัท สร้างความเชื่อมั่นของเจ้าของกิจการหรือนักลงทุน ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีความผันผวนลดลง ในส่วนของประเทศไทย พบว่า การควมรวมตำแหน่งประธานบริหารและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และยังพบอีกว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม เนื่องจากว่าถ้าขนาดของคณะกรรมการบริษัทใหญ่ขึ้นจะส่งผลให้ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทลดลง เพราะจำนวนคนในคณะกรรมการบริษัทเพิ่มมากขึ้น ความคิดเห็นในที่ประชุมจะมีความหลากหลายมากขึ้น ดังนั้นจึงทำให้การตัดสินใจต่างๆต้องใช้เวลาค่อนข้างมากและอาจทำให้เสียโอกาสในการดำเนินธุรกิจจึงกระทบต่อผลประกอบการ

จากผลการวิเคราะห์ข้างต้น แสดงให้เห็นว่า ผลการวิเคราะห์การถดถอยความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทมีความแตกต่างกันตามประเทศ เนื่องมาจากมีตัวแปรกลไกบรรษัทภิบาลของแต่ละประเทศมีความแตกต่างกัน รวมไปถึงลักษณะของกลุ่มตัวอย่างก็มีความแตกต่างกันออกไปส่งผลให้การวิเคราะห์ได้ผลลัพธ์ที่ไม่เหมือนกัน

นอกจากนี้ผลการศึกษายังแสดงให้เห็นว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการอาเซียน หรือ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) ได้เข้ามามีบทบาทสำคัญแก่กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทยเป็นอย่างมาก โดยดูได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาพบว่า บริษัทกลุ่มตัวอย่างมีการเปลี่ยนแปลงของคะแนนการกำกับดูแลกิจการในทิศทางที่สูงขึ้น จากในปีค.ศ. 2013 บริษัทกลุ่มตัวอย่างได้รับการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (ACGS) ต่ำกว่า 70 คะแนน ถึง 38 บริษัท จากทั้งหมด 86 บริษัท คิดเป็น 44.19% ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด แต่ในปีค.ศ. 2014 พบว่าไม่มีบริษัทใดได้รับการประเมินคะแนนต่ำกว่า 70 คะแนน แสดงให้เห็นถึงความตระหนักและการปรับตัวของบริษัทต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามหลักเกณฑ์ของ ASEAN Corporate Governance Scorecard ซึ่งมีประเมินที่แม่นยำและเชื่อถือได้ เนื่องจากการทำเครื่องหมายที่ละรายการ (Box-ticking) หากบริษัทสามารถปฏิบัติตามได้จะทำเครื่องหมายเพื่อไปรวบรวมคะแนน โดยการเปลี่ยนแปลงของคะแนนจะเห็นได้ชัดในประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์ โดยเฉพาะบริษัทกลุ่มตัวอย่าง



ในประเทศสิงคโปร์จากที่ปีค.ศ. 2013 ไม่มีบริษัทใดได้รับการประเมินคะแนนสูงกว่า 79 คะแนน แต่ในปีค.ศ. 2014 บริษัทก็ได้มีการปรับตัวและได้รับผลการประเมินที่ดีขึ้นอย่างรวดเร็ว พบว่า 21 บริษัทจากทั้งหมด 26 บริษัทได้รับการประเมินคะแนนสูงกว่า 79 คะแนน คิดเป็น 80.77% ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างประเทศสิงคโปร์ และจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการอาเซียน (ACGS) และความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (Volatility) พบว่า คะแนน ASEAN Corporate Governance Scorecard ส่งผลในทางลบต่อความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ ซึ่งก็คือ หากบริษัทได้รับการประเมินคะแนน ASEAN Corporate Governance Scorecard เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ความผันผวนของผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ลดลง เนื่องจากคะแนน ASEAN Corporate Governance Scorecard สามารถกำกับให้บริษัทมีความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น และยังได้รับความเชื่อถือจากเจ้าของกิจการ นักลงทุน รวมไปถึงนักวิเคราะห์หลักทรัพย์และบุคคลภายนอก จึงช่วยลด Asymmetric Information ทำให้ผู้ถือหุ้นและนักวิเคราะห์สามารถคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ โดยสะท้อนผลประกอบการที่แท้จริงจากข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยได้ จึงมีข้อมูลที่เพียงพอในการคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์จึงลดความผันผวนลง จึงสรุปได้ว่าคะแนน ASEAN Corporate Governance Scorecard มีบทบาทสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการให้มีความโปร่งใสมากขึ้น และได้รับการยอมรับจากเจ้าของกิจการ ผู้ถือหุ้น นักลงทุน นักวิเคราะห์ รวมไปถึงบุคคลภายนอกอื่นๆ

## 5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

ข้อจำกัดของงานวิจัยนี้ คือ กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา เนื่องจากว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการอาเซียนหรือ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) เพิ่งมีการเริ่มต้นรายงานในปีค.ศ.2013 ตีพิมพ์รายงาน ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments มาเพียงสองครั้งเท่านั้น จึงทำให้มีข้อมูลที่จำกัด และไม่เพียงพอที่จะนำมาวิเคราะห์ผลแบบ Time Series ได้แม่นยำ ประกอบกับการรายงานผลจะรายงานเพียงบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับคะแนนสูงสุด 50 อันดับแรกของประเทศ โดยจะรายงานเป็นช่วงคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และไม่ได้เปิดเผยรายชื่อและคะแนนของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับคะแนนต่ำกว่า จึงทำให้มีข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างในจำนวนไม่มากนัก อาจไม่เพียงพอที่จะสะท้อนตลาดบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ภูมิภาคอาเซียนได้ทั้งหมด

### 5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของ ASEAN Corporate Governance Scorecard และ กลไกบรรษัทภิบาล ว่าส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศไทยเนื่องจากปัจจุบันเป็นทั้งสามประเทศเป็นประเทศสมาชิกของระบบเชื่อมโยงการซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ในอาเซียน (ASEAN Trading Link) และเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับการยอมรับว่ามีความพร้อมของ ตลาดเงินและตลาดทุนในระดับสูง สามารถรองรับนักลงทุนต่างชาติได้ เมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆในอาเซียน ณ ปัจจุบัน ประกอบกับมีข้อมูลที่เพียงพอต่อการศึกษาในครั้งนี้ หากในอนาคตมีผู้สนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ภูมิภาคอาเซียน โดยอ้างอิงคะแนนการกำกับดูแลกิจการอาเซียน (ACGS) ตามหลักเกณฑ์ของ ASEAN Corporate Governance Scorecard ก็สามารนำไปศึกษากับประเทศอาเซียนอื่นๆ และสามารถศึกษาจากข้อมูลที่จะเปิดเผยในปีต่อไปได้ในอนาคต



## รายการอ้างอิง

### หนังสือและบทความในหนังสือ

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2555*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- สังเวียน อินทรวิชัย. (2545). *รวมบทความ “การกำกับดูแลกิจการที่ดี”*. พิมพ์ครั้งที่1, กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- เพชร ชุมทรัพย์. (2534). *วิเคราะห์งบการเงิน : หลักและการประยุกต์*. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

### บทความวารสาร

- นวนลภา อัครพุทธิพร และ ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2550). *คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมี ความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการหรือไม่*.วารสารวิชาชีพบัญชี, ปีที่3, ฉบับที่6, หน้า95-106.
- ไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล และ เสาวนีย์ สิมขวัฒน์.(2549). *การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยการลงทุนหรือไม่*. วารสารวิชาชีพบัญชี, ฉบับที่4, หน้า4-14.
- รัชฎาทิพย์ อุปถัมภ์ประชา. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างหลักธรรมาภิบาลกับผลประกอบการของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*.วารสารบริหารธุรกิจศรีนครินทร์วิ โรฒ,ปีที่6, ฉบับที่1, มกราคม-มิถุนายน 2558, หน้า12-25.
- เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์. (2557). *ความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลกระทบที่มีต่อมูลค่าร่วมของกิจการ: กรณีประเทศไทย*. วารสารการจัดการ ภาครัฐและเอกชน, ปีที่ 21, ฉบับที่ 2, หน้า150-175.

### วิทยานิพนธ์และการค้นคว้าอิสระ

- กานดา พิศาลปิติ. (2557). *ผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และผลประกอบการ ของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

- กิตติชัย สติย์มันวิวัฒน์. (2548). *ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการ กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีใช้สถาบันการเงิน.* (วิทยานิพนธ์).จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ชาญศิริ ชาวนาใต้. (2555). *ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.(การค้นคว้าอิสระ).* มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ณิชนันท์ จันทระเขตต์.(2554). *การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100.* (วิทยานิพนธ์).มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย,สาขาวิชาบัญชี.
- นฤมล ล้อพงศ์ไพบูลย์. (2554). *คณะกรรมการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ.(การค้นคว้าอิสระ).* มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- พงศ์ชนิต ลิ้มสกุล. (2556). *ASEAN Corporate Governance Scorecard ส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่.* (การค้นคว้าอิสระ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- พรอนงค์ บุษราตระกูล และคณะ. (2559). *ความมีประสิทธิภาพของคณะกรรมการที่มีผลต่อผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ. (รายงานวิจัย).* ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, สถาบันเพื่อการวิจัยตลาดทุน.
- วรกมล เกษมทรัพย์. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และผลประกอบการของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระ).* มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- วินัย อังศุโกมุทกุล, กิตติ เฉลิมไกรวุฒิ และ ทรงศักดิ์ ปิยะวรรณรัตน์. (2539). *ความสัมพันธ์ระหว่างกลยุทธ์ทางธุรกิจผลประกอบการของบริษัท. (วิทยานิพนธ์).* มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- สรินยา เขาว์นเกษม. (2553). *ผลประกอบการของกิจการกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี. (การค้นคว้าอิสระ).* มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

- สุชลธา บุพการะกุล. (2551). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.*(การค้นคว้าอิสระ).  
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- อมรกันต์ สำเภาเงิน. (2550). *ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อการดำเนินงาน: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.* (งานนิพนธ์).  
มหาวิทยาลัยบูรพา, สาขาวิชาการบัญชี.
- อัศนัย ฐรวดีกุล. (2552). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.* (วิทยานิพนธ์).  
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

### สื่ออิเล็กทรอนิกส์

- ชนินทร์ มีโกศิ. (2543). *พฤติกรรมผู้ผลิตภายใต้ภาวะข้อมูลข่าวสารไม่สมมาตร.* สืบค้นวันที่ 29 พฤศจิกายน 2016, จาก  
<http://www.econ.tu.ac.th/oldweb/doc/course/EC/EC481/lecture/ec481-04-139.pdf>.
- อัฐวุฒิปัทธกร. (2556). *ทฤษฎีบรรษัทภิบาล.* สืบค้นวันที่ 20 กันยายน 2016, จาก  
<https://thaicg.wordpress.com/tag/เจ้าของกิจการตัวแทน/>.

### Books and Book Articles

- ASEAN Capital Markets Forum and Asian Development Bank. (2013). *ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments 2012 – 2013.*  
Philippines: Asian Development Bank Published.
- ASEAN Capital Markets Forum and Asian Development Bank. (2014). *ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments 2013 – 2014.*  
Philippines: Asian Development Bank Published.
- Bennett, C. & Gil, M. (2012). *Measuring Historical Volatility.* Santander Equity Derivatives Report.
- Cheung, S.Y.L. & Chan, B.Y. (2003). *Corporate Governance in Asian Countries: Comparison, Analysis, and Recommendation Towards a Unified Code of*

- Best Practice*, Kowloon: Hong Kong Committee for Pacific Economic Cooperation (HKCPEC).
- Claessens S. & Yurtoglu B. (2012). *Corporate Governance and Development — An Update*. Washington D.C.: International Finance Corporation.
- Corporate Governance Concl. (2012). *Code of Corporate Governance*. Singapore: Monetary Authority of Singapore.
- International Monetary Fund. (2016). *GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT (GFSR): Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Keasey, K., Thomposon, S., & Wright, M. (1997). *Corporate Governance; Economic, Management, and Financial Issues*. Oxford: Oxford University Press.
- Kraiczy, N.D. (2013). *Innovations in small and medium-sized family firms: an analysis of innovation related top management team behaviors and family firm-specific characteristics*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Securities Commission Malaysia. (2012). *Malaysian Code on Corporate Governance 2012*. Kuala Lumpur: Securities Commission Malaysia.

## Articles

- Baydoun, N., Maguire, W., Ryan, N., & Willett, R. (2013). Corporate governance in five Arabian Gulf countries. *Managerial Auditing Journal*, Vol.28, No.1, P. 7–22.
- Beekes W., Brown P., Zhan W., & Zhang Q. (2016). Corporate Governance, Companies' Disclosure Practices and Market Transparency: A Cross Country Study. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.43, No.3-4, P. 263–297.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004). Is board size an independent corporate governance mechanism?. *Kyklos*, Vol.57, No.3, P. 327-356.
- Berger, A.N. (1995). ,The Relationship between Capital and Earnings in Banking. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.27, P. 432-456.

- Bhagat, S. & Bernard, B. (2002). The non-correlation between board independence and longterm firm performance. *Journal of Corporation Law*, Vol.27, P. 231-274.
- Berman, K., Knight, J., & Case, J. (2013). Financial Intelligence. A Manager's Guide to Knowing What the Numbers Really Mean. *Business Literacy Institute, Inc.* USA, P. 284.
- Cheung, Y.L., Connelly, J.T., Limpaphayom, P., & Zhou, L. (2004). Do investors really value corporate governance? Evidence from the Hong Kong market. *International Financial Management and Accounting*, Vol. 18, 2007, P. 86–122.
- Chung, C.H., & Pruitt, S.W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, Vol.23, P. 70-74.
- Conger, J. A., Finegold, D., & Lawler, E. E. (1998). Appraising Boardroom Performance. *Harvard Business Review*, Vol.76, No.1, P. 136-148.
- Evans, J., & Weir, C. (1995). Decision processes, monitoring, incentives and large firm performance in the UK. *Management Decision*, Vol.33, No.6, P. 32-37.
- Gillan, S.L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, Vol.12, No.3, P. 381-402.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, P. 107-155.
- Guest, P.M. (2009). The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, Vol.15, No.4, P. 385-404.
- Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, Vol. 20, P. 101–12.
- Isberg, S.C. (1998). Financial Analysis with the DuPont Ratio: A Useful Compass. *The Credit and Financial Management Review*, P. 11–21.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.3, P. 305–360.
- John K., Litov L. & Yeung B. (2008). Corporate Governance and Risk-Taking *Journal of Finance*, Vol. 63, No.4, P. 1679-1728.



- Klapper, L.F., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *World Bank Policy Research Working Paper*, No.2818.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, Vol.58, P. 3-27.
- Lang, L.H.P., & Stulz, R.M. (1994). Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance. *Journal of Political Economy*, Vol.102, P. 1248-1280.
- Leland, H.E. (1994). Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol.49, No.4, P. 1213-1252.
- Lindenberg, E.B., & Stephen, A.R. (1981). Tobin's  $q$  Ratio and Industrial Organization, *Journal of Business*, Vol.54, P. 1-32.
- Lipton, M., & Lorsch, J.W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, Vol.48, P. 59-77.
- Majumdar, S.K. (1997). The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from Indian Industry. *International Journal of Industrial Organization*, Vol.16, P. 377 - 393.
- Mehran, H. (2003). Corporate Governance: What Do We Know, and What Is Different about Banks Introduction. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Vol.9, No.1, P. 1-3.
- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, Vol.53, No.3, P. 433-443.
- Peng, M.W., Zhang, S., & Li, W. (2007). CEO Duality and Firm Performance during China's institutional transition. *Management and Organization Review*, Vol.3, No.10, P. 205-225.
- Ponnu, C.H. (2008). Corporate Governance Structures and the Performance of Malaysian Public Listed Companies. *International Review of Business Research Papers*, Vol.4, P. 217-230.
- Price, R., Roman, F.J., & Rountree, B. (2011). The impact of governance reform on performance and transparency. *Journal of Financial Economics*, Vol.99, No.1, P. 76- 96.



- Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1997). A survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, Vol.52, No.2, P. 737 – 783.
- Shoemith, J. (2004). Return on Capital Employed and Return on Equity. *The Serious Investor*, No.16, P.12.
- Rechner, P.L., & Dalton, D.R. (1991). CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, Vol.12, No.2, P. 155–160.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.1, P. 15-29.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, Vol.53, No.1, P. 113-142.

### Theses and Dissertations

- Bonna, A.K. (2012). *The impact of corporate governance on corporate financial performance*. (Thesis). Walden University, MN.
- Brainard, W.C., & Tobin, J. (1968). *Pitfalls in Financial Model-Building*. Cowles Foundation Discussion Papers 244, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.
- Brown, L.D., & Caylor, M.L. (2004). *Corporate Governance and Firm Performance*. (Thesis). Georgia State University.
- Chou, S.R., & Lee, C.H. (2008). *The Research on the Effects on Capital Structure on Firm Performance and Evidence from the Non-financial Industry of Taiwan 50 and Taiwan Mid-Cap 100 from 1987 to 2007*. The 2008 International Conference on Business and Information (BAI 2008), Seoul.
- Damodaran, A. (2007). *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*. Stern School of Business.
- Dekker, T. (2013). *CEO duality and firm performance during the global financial crisis: Empirical evidence from US listed companies*. (Thesis). Universiteit van Amsterdam.

Lawrence, J. J. and Stapledon, G. P. (1999). *Do Independent Directors Add Value?* Centre for Corporate Law and Securities Regulation. University of Melbourne.

Kyereboach, C.A., &Beikpe, N. (2002).*The Relationship between Board size, Board composition, CEO Duality and Firm Performance.* (Thesis). University of Stellenbosch Business School (USB), Cape Town, South Africa.

Zyad, M. (2014). *The Effect of Corporate Governance on Firm Performance in Jordan.* (Thesis). University of Central Lancashire.

### **Electronic Media**

ASEAN Capital Markets Forum. (2015). *ASEAN Corporate Governance Scorecard.* Retrieved September 18, 2016, from [http://www.sec.gov.ph/wp-content/uploads/2015/10/ASEAN\\_CG\\_SCORECARD\\_20\\_april\\_2015.pdf](http://www.sec.gov.ph/wp-content/uploads/2015/10/ASEAN_CG_SCORECARD_20_april_2015.pdf)



ภาคผนวก

## ภาคผนวก ก

รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาประเทศมาเลเซียปีค.ศ. 2013

|                          |                                     |
|--------------------------|-------------------------------------|
| ช่วงคะแนน 90 คะแนนขึ้นไป |                                     |
| 1                        | Bursa Malaysia                      |
| ช่วงคะแนน 80 - 89 คะแนน  |                                     |
| 2                        | Axiata Group                        |
| 3                        | CIMB Group Holdings                 |
| 4                        | IJM Corporation                     |
| ช่วงคะแนน 70 - 79 คะแนน  |                                     |
| 5                        | Alliance Financial Group            |
| 6                        | DRB-HICOM                           |
| 7                        | IJM Land                            |
| 8                        | LPI Capital                         |
| 9                        | Malaysian Resources Corporation     |
| 10                       | Maxis                               |
| 11                       | Media Prima                         |
| 12                       | RHB Capital                         |
| 13                       | Sime Darby                          |
| 14                       | Telekom Malaysia                    |
| 15                       | Tenaga Nasional                     |
| ช่วงคะแนน 60 - 69 คะแนน  |                                     |
| 16                       | AMMB Holdings                       |
| 17                       | BIMB Holdings                       |
| 18                       | British American Tobacco (Malaysia) |
| 19                       | Bumi Armada                         |
| 20                       | Fraser & Neave Holdings             |

| ช่วงคะแนน 60 - 69 คะแนน (ต่อ) |  |
|-------------------------------|--|
| 21                            | Gamuda   |
| 22                            | Hong Leong Bank                                |
| 23                            | IJM Plantations                                |
| 24                            | KLCC Property Holdings                         |
| 25                            | Kulim (Malaysia)                               |
| 26                            | Malaysia Marine and Heavy Engineering Holdings |
| 27                            | MSM Malaysia Holdings                          |
| 28                            | Nestle (Malaysia)                              |
| 29                            | Petronas Chemical                              |
| 30                            | Shell Refining Company (Federation of Malaya)  |
| 31                            | UEM Land Holdings (UEM-Sunrise)                |
| 32                            | UMW Holdings                                   |
| 33                            | United Plantations                             |

## รายชื่อบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2013

| ช่วงคะแนน 70 - 79 คะแนน |  |
|-------------------------|--|
| 1                       | CapitaLand                                 |
| 2                       | Keppel Land                                |
| 3                       | Singapore Exchange                         |
| 4                       | Singapore Press Holdings                   |
| 5                       | Singapore Telecommunications               |
| 6                       | SMRT Corporation                           |
| ช่วงคะแนน 60 - 69 คะแนน |  |
| 7                       | Ara Asset Management                       |
| 8                       | City Developments                          |
| 9                       | ComfortDelGro Corporation                  |
| 10                      | Fraser and Neave                           |
| 11                      | Global Logistic Properties                 |
| 12                      | Keppel Corporation                         |
| 13                      | Keppel Telecommunications & Transportation |
| 14                      | M1   |
| 15                      | Olam International                         |
| 16                      | Singapore Airport Terminal Services        |
| 17                      | Sembcorp Industries                        |
| 18                      | Sembcorp Marine                            |
| 19                      | SIA Engineering                            |
| 20                      | Singapore Airlines                         |
| 21                      | Singapore Post                             |
| 22                      | Singapore Tech Engineering                 |
| 23                      | StarHub                                    |

| ช่วงคะแนน 50 - 59 คะแนน |                                   |
|-------------------------|-----------------------------------|
| 24                      | STATS ChipPac                     |
| 25                      | United Engineers                  |
| 26                      | Ying Li International Real Estate |

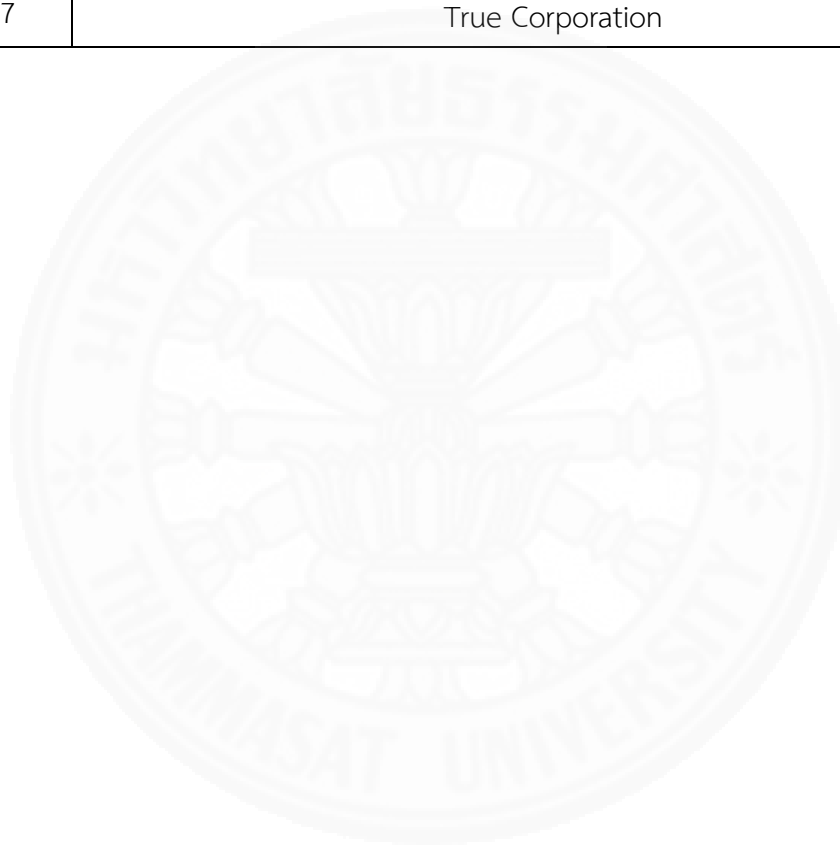


## รายชื่อบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาประเทศไทยปีค.ศ. 2013

| ช่วงคะแนน 90 คะแนนขึ้นไป |  |
|--------------------------|--|
| 1                        | Airports of Thailand                               |
| 2                        | Bangchak Petroleum                                 |
| 3                        | Central Pattana                                    |
| 4                        | Eastern Water Resources Development and Management |
| 5                        | IRPC   |
| 6                        | MCOT   |
| 7                        | Precious Shipping                                  |
| 8                        | PTT  |
| 9                        | PTT Exploration and Production                     |
| 10                       | PTT Global Chemical                                |
| 11                       | Thai Oil   |
| ช่วงคะแนน 80 - 89 คะแนน  |  |
| 12                       | Advanced Info Service                              |
| 13                       | Banpu  |
| 14                       | Big C Supercenter                                  |
| 15                       | Indorama Ventures                                  |
| 16                       | Pruksa Real Estate                                 |
| 17                       | Ratchaburi Electricity Generating Holding          |
| 18                       | Shin Corporation                                   |
| 19                       | Siam Cement  |
| 20                       | Thanachart Capital                                 |
| 21                       | Total Access Communication                         |



| ช่วงคะแนน 70 - 79 คะแนน |                              |
|-------------------------|------------------------------|
| 22                      | Amata Corporation            |
| 23                      | Bangkok Expressway           |
| 24                      | Hemaraj Land and Development |
| 25                      | Minor International          |
| 26                      | SC Asset Corporation         |
| 27                      | True Corporation             |



## รายชื่อบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาประเทศมาเลเซียปีค.ศ. 2014

| ช่วงคะแนน 90 คะแนนขึ้นไป |  |
|--------------------------|--|
| 1                        | Axiata Group                                   |
| 2                        | Bursa Malaysia                                 |
| 3                        | CIMB Group Holdings                            |
| 4                        | IJM Corporation                                |
| 5                        | IJM Land                                       |
| 6                        | Maxis  |
| 7                        | RHB Capital                                    |
| 8                        | Telekom Malaysia                               |
| 9                        | Tenaga Nasional                                |
| ช่วงคะแนน 80 - 89 คะแนน  |  |
| 10                       | British American Tobacco (Malaysia)            |
| 11                       | DRB-HICOM                                      |
| 12                       | IJM Plantations                                |
| 13                       | LPI Capital                                    |
| 14                       | Malaysia Marine and Heavy Engineering Holdings |
| 15                       | Malaysian Resources Corporation                |
| 16                       | Media Prima                                    |
| 17                       | Petronas Chemical                              |
| 18                       | Shell Refining Company (Federation of Malaya)  |
| 19                       | Sime Darby                                     |
| 20                       | UEM Land Holdings (UEM-Sunrise)                |
| 21                       | UMW Holdings                                   |

| ช่วงคะแนน 70 - 79 คะแนน |  |
|-------------------------|--|
| 22                      | British American Tobacco (Malaysia)            |
| 23                      | DRB-HICOM                                      |
| 24                      | IJM Plantations                                |
| 25                      | LPI Capital                                    |
| 26                      | Malaysia Marine and Heavy Engineering Holdings |
| 27                      | Malaysian Resources Corporation                |
| 28                      | Media Prima                                    |
| 29                      | Petronas Chemical                              |
| 30                      | Shell Refining Company (F.O.M.)                |
| 31                      | Sime Darby                                     |
| 32                      | UEM Land Holdings (UEM-Sunrise)                |
| 33                      | UMW Holdings                                   |

## รายชื่อบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาประเทศสิงคโปร์ปีค.ศ. 2014

| ช่วงคะแนน 90 คะแนนขึ้นไป |                                     |
|--------------------------|-------------------------------------|
| 1                        | CapitaLand                          |
| 2                        | Keppel Corporation                  |
| 3                        | Keppel Land                         |
| 4                        | SIA Engineering                     |
| 5                        | Singapore Exchange                  |
| 6                        | Singapore Press Holdings            |
| 7                        | Singapore Technologies Engineering  |
| 8                        | SingTel                             |
| 9                        | SMRT Corporation                    |
| ช่วงคะแนน 80 - 89 คะแนน  |                                     |
| 10                       | Ara Asset Management                |
| 11                       | City Developments                   |
| 12                       | Fraser and Neave                    |
| 13                       | Global Logistic Properties          |
| 14                       | Keppel Tele and Tran                |
| 15                       | Olam International                  |
| 16                       | Singapore Airport Terminal Services |
| 17                       | Sembcorp Industries                 |
| 18                       | Sembcorp Marine                     |
| 19                       | Singapore Airlines                  |
| 20                       | Singapore Post                      |
| 21                       | StarHub                             |

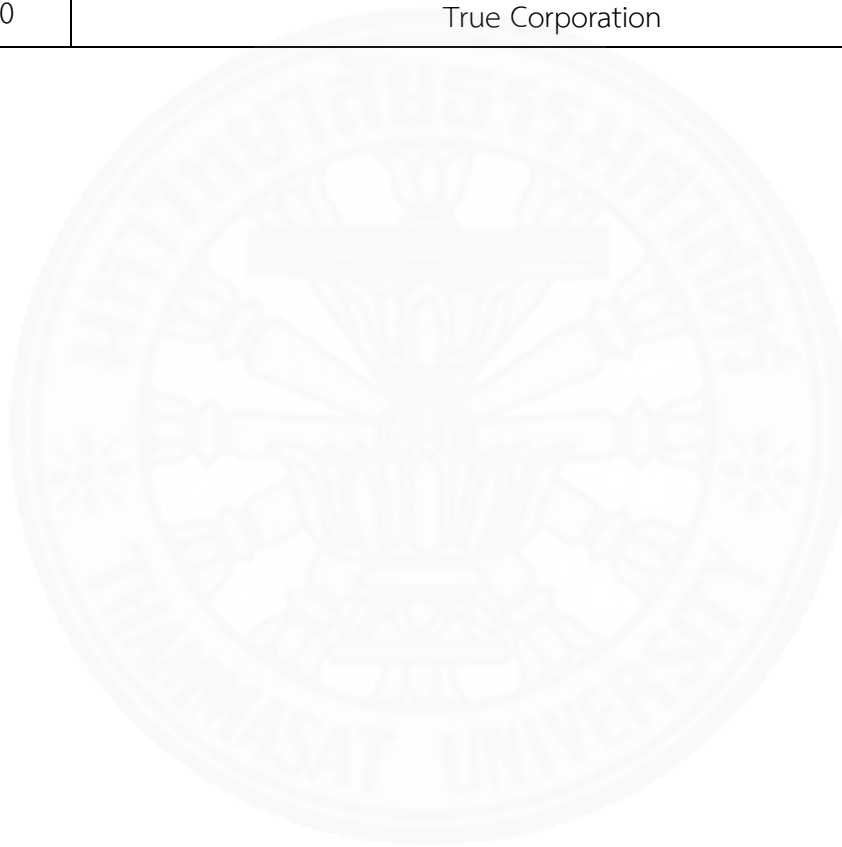
| ช่วงคะแนน 70 - 79 คะแนน |                                   |
|-------------------------|-----------------------------------|
| 22                      | ComfortDelGro Corporation         |
| 23                      | M1 Limited                        |
| 24                      | STATS ChipPac                     |
| 25                      | United Engineers                  |
| 26                      | Ying Li International Real Estate |



## รายชื่อบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาประเทศไทยปีค.ศ. 2014

| ช่วงคะแนน 90 คะแนนขึ้นไป |  |
|--------------------------|--|
| 1                        | Airports of Thailand                               |
| 2                        | Bangchak Petroleum                                 |
| 3                        | Central Pattana                                    |
| 4                        | IRPC   |
| 5                        | MCOT   |
| 6                        | Precious Shipping                                  |
| 7                        | PTT  |
| 8                        | PTT Exploration and Production                     |
| 9                        | PTT Global Chemical                                |
| 10                       | SC Asset Corporation                               |
| 11                       | Thai Oil   |
| ช่วงคะแนน 80 - 89 คะแนน  |  |
| 12                       | Advanced Info Service                              |
| 13                       | Banpu  |
| 14                       | Eastern Water Resources Development and Management |
| 15                       | Indorama Ventures                                  |
| 16                       | Pruksa Real Estate                                 |
| 17                       | Ratchaburi Electricity Generating Holding          |
| 18                       | Shin Corporation                                   |
| 19                       | Siam Cement  |
| 20                       | Thanachart Capital                                 |
| 21                       | Total Access Communication                         |

| ช่วงคะแนน 70 - 79 คะแนน |                              |
|-------------------------|------------------------------|
| 5                       | Amata Corporation            |
| 6                       | Bangkok Expressway           |
| 7                       | Big C Supercenter            |
| 8                       | Hemaraj Land and Development |
| 9                       | Minor International          |
| 10                      | True Corporation             |



## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาวณภัทร เอี่ยมวชิรสกุล

วันเดือนปีเกิด

11 ตุลาคม พ.ศ. 2536

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2558: บริหารธุรกิจบัณฑิต

(การจัดการธุรกิจแบบบูรณาการ) เกียรตินิยมอันดับ 1

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

