



ผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ
กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวบุญญฉัตร บุญญาลัย

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ
กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวบุญญฉัตร บุญญาลัย



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

STOCK RETURN ON INVESTMENT BY CORPORATE GOVERNANCE
ASSESSMENT RESULT: EVIDENCE FROM THE
STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS BOONYACHAT BOONYALAI



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
คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวบุญฉัตร บุญฉ้าย

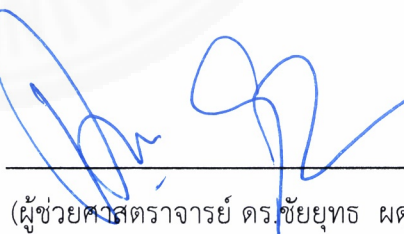
เรื่อง

ผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ
กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

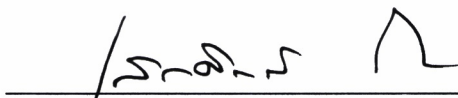
เมื่อ วันที่ 30 ส.ย. 2560

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



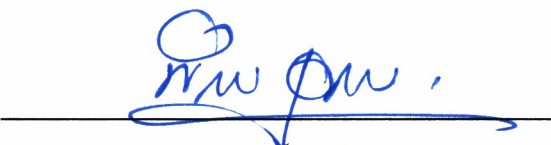
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ชัยยุทธ ผดุงศักดิ์สวัสดิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวบุญญฉัตร บุญญาลัย
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

จากวิกฤติเศรษฐกิจทางการเงินที่เกิดขึ้นในหลายประเทศ รวมถึงประเทศไทย การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงได้รับความสนใจมากขึ้นจากทุกภาคฝ่าย โดยเฉพาะนักลงทุน งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 เป็นระยะเวลา 5 ปี โดยใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis)

จากผลการศึกษา พบว่า ความไม่เท่าเทียมด้านข้อมูล (Information Asymmetry) ทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ที่ได้จากการลงทุนในหุ้นสามัญในแต่ละระดับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีความแตกต่างกัน โดยที่กลุ่มหุ้นสามัญที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีแนวโน้มอัตราผลตอบแทนเกินปกติน้อยกว่ากลุ่มหุ้นสามัญที่ขาดการกำกับดูแลกิจการ และพบว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) มีค่าติดลบสำหรับกลุ่มหุ้นสามัญที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี แต่มีค่าเป็นบวกสำหรับกลุ่มหุ้นสามัญที่ขาดการกำกับดูแลกิจการ

คำสำคัญ: ผลตอบแทนเกินปกติ, การกำกับดูแลกิจการ

Independent Study Title	STOCK RETURN ON INVESTMENT BY CORPORATE GOVERNANCE ASSESSMENT RESULT: EVIDENCE FROM THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Miss Boonyachat Boonyalai
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Seksak Jumreornvong, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

Financial crises have happened in many countries, including Thailand, which drew attention about Corporate Governance from all parties especially the investors. This research paper compares stock returns on investment in different Corporate Governance assessment results. I analyze the listed companies in The Stock Exchange of Thailand (SET) from 2012-2016. The research methodology applies the descriptive statistics and regression analysis.

The result appears that Information Asymmetry causes the different abnormal returns on investment in each stock portfolio with different Corporate Governance assessment results. Good Corporate Governance stock portfolios generate abnormal returns less than Bad Corporate Governance stock portfolios. Moreover, it also shows negative abnormal returns for Good Corporate Governance stock portfolios, while the abnormal returns for Bad Corporate Governance stock portfolios are positive.

Keywords: Abnormal Return, Corporate Governance

กิตติกรรมประกาศ

งานค้นคว้าอิสระเรื่องผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาในระดับปริญญาโท สาขาวิชาการบริหารการเงิน มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ซึ่งการทำงานค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องด้วยการสนับสนุนและความอนุเคราะห์ของหลายฝ่าย ซึ่งผู้ศึกษาขอขอบพระคุณมา ณ ที่นี้

ขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์ อาจารย์ที่ปรึกษาในการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ ที่เปิดโอกาสให้ได้นำเสนอหัวข้อการค้นคว้าอิสระ คอยให้คำแนะนำ รับฟังปัญหา และชี้แนะแนวทางแก้ไขเกี่ยวกับงานค้นคว้าอิสระ รวมถึงสละเวลาตรวจทานข้อมูลเพื่อให้การค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงมาได้ด้วยดี อีกทั้งขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ชัยยุทธ ผดุงศักดิ์ สวัสดิ์ ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ ที่ให้ความกรุณาสละเวลาอันมีค่าเพื่อรับฟังการรายงานการค้นคว้าอิสระตั้งแต่เริ่มต้นจนเสร็จสมบูรณ์ อีกทั้งยังให้คำแนะนำอันเป็นประโยชน์เพื่อปรับปรุงให้การค้นคว้าอิสระฉบับนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านที่ช่วยประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ตลอดระยะเวลาการค้นคว้าที่ผ่านมา ตลอดจนให้คำปรึกษา ให้ประสบการณ์ ทำให้ผู้วิจัยมีความรู้และสามารถนำมาประยุกต์และต่อยอดเป็นการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ได้อย่างสมบูรณ์ รวมถึงเจ้าหน้าที่ของคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีทุกท่านที่ดูแล จัดการ และอำนวยความสะดวกเกี่ยวกับการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ให้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

ขอขอบพระคุณครอบครัวที่คอยสนับสนุนและให้กำลังใจมาโดยตลอดระยะเวลาการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ รวมถึงเพื่อนนักศึกษาในหลักสูตรควบตรี-โททางการบัญชีและบริหารธุรกิจแบบบูรณาการทุกคนที่ให้ความช่วยเหลือทั้งในด้านการหาประเด็นการค้นคว้าอิสระที่น่าสนใจ การเก็บข้อมูล การสอบผลการวิจัย การจัดทำรูปเล่มงานวิจัย อีกทั้งยังให้กำลังใจและผลักดันให้ผู้วิจัยทำการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ได้เสร็จสมบูรณ์ลุล่วงไปได้ด้วยดี

สุดท้ายนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณผู้อ่านงานค้นคว้าอิสระนี้ทุกท่านที่ให้ความสนใจ และหวังว่างานวิจัยชิ้นนี้จะก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ที่สนใจทุกท่าน

นางสาวบุญญฉัตร บุญญาลัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์งานวิจัย	3
1.3 ขอบเขตงานวิจัย	3
1.4 ประโยชน์ของงานวิจัย	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ความหมายของผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัท ตามผลประเมินการกำกับดูแลกิจการ	4
2.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	4
2.2.1 ทฤษฎีแบบจำลองกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน: capital asset pricing model (CAPM)	4
2.2.2 สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด : Efficient Market Hypothesis	5
2.2.3 ทฤษฎีตัวแทน : Agency Theory	6
2.3 ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ	7
2.4 การประเมินการกำกับดูแลกิจการ	8
2.5 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	10

บทที่ 3 วิธีการวิจัย	12
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	12
3.2 การเลือกกลุ่มตัวอย่าง	13
3.3 ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย	13
3.4 เครื่องมือและวิธีการที่ใช้ในงานวิจัย	14
3.5 สมมติฐานงานวิจัย	18
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	20
4.1 สถิติเชิงพรรณนา	20
4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร	21
4.3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย	22
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	27
5.1 สรุปผลการวิจัย	27
5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย	28
5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย	28
รายการอ้างอิง	30
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก	32
ภาคผนวก ข	34
ประวัติผู้เขียน	35

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1.1 จำนวนนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และปริมาณบัญชีเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เปิดตลาดหลักทรัพย์	2
2.1 จำนวนหลักเกณฑ์และน้ำหนักที่ใช้ในการประเมินปี พ.ศ. 2558 - พ.ศ. 2559	9
2.2 ช่วงคะแนนและความหมายของเกณฑ์การประเมินในช่วงต่างๆ	10
3.1 จำนวนประชากรทั้งหมด	12
3.2 จำนวนกลุ่มตัวอย่าง	13
3.3 แสดงผลการศึกษาและทิศทางความสัมพันธ์ระหว่าง การกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนเกินปกติ	18
4.1 สถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์	20
4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์กับ ผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์	21
4.3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่าง ความเสี่ยงด้านต่างๆและผลตอบแทนเกินปกติสำหรับแต่ละระดับการกำกับดูแลกิจการ	22

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากเหตุการณ์ วิกฤตเศรษฐกิจต้มยำกุ้งของประเทศไทยในปี พ.ศ. 2540 และเหตุการณ์ วิกฤตเศรษฐกิจแฮมเบอร์เกอร์ของสหรัฐอเมริกาในปี พ.ศ. 2550 ก่อให้เกิดความเสียหายทางเศรษฐกิจเป็นวงกว้าง ทั้งระดับประเทศ ระดับภูมิภาค ไปจนกระทั่งระดับโลก โดยมีสาเหตุที่เห็นได้อย่างชัดเจนประการหนึ่งที่ทำให้เกิดวิกฤตขึ้นมาก็คือ ปัญหาคุณธรรมวิบัติ เป็นการขาดคุณธรรมของเจ้าหน้าที่ยอมปล่อยกู้ให้กับลูกหนี้ที่มีคุณภาพต่ำ ซึ่งเป็นผลมาจากการขาดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมถึงในขณะนั้น หน่วยงานรัฐและภาคส่วนที่เกี่ยวข้องก็ไม่ได้ควบคุม ไม่กำกับดูแล และไม่ให้ความสำคัญเป็นอันดับต้นๆสำหรับการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งหลังจากเกิดเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจทั้งหลายขึ้น ทำให้การกำกับดูแลกิจการกลายเป็นสิ่งที่ได้รับความสนใจและความสำคัญมากขึ้นเป็นอย่างมาก โดยในปี พ.ศ. 2545 รัฐบาลไทยได้ประกาศให้เป็น “ปีบรรษัทภิบาล” และได้จัดตั้ง “คณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติ” เพื่อขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการให้เห็นเป็นรูปธรรมมากขึ้น เพราะการกำกับดูแลกิจการจะสามารถช่วยเพิ่มความโปร่งใสของข้อมูล (Transparency) ทำให้องค์กรมีความน่าเชื่อถือ และช่วยลดปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียฝ่ายต่างๆ (Agency Problem) รวมถึงช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูลข่าวสาร (Information Asymmetry) ด้วย โดยที่การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) คือ กลไกการดำเนินงานภายในกิจการ ที่เชื่อมโยงสู่กระบวนการภายนอก โดยองค์กรจัดให้มีขึ้นเพื่อการบริหารจัดการงานอย่างมีประสิทธิภาพ มีข้อมูลที่เปิดเผยอย่างโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

สำหรับมุมมองของนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยนั้น นอกจากจะพิจารณาในเรื่องของ Business Model ความสามารถในการทำกำไร และความสามารถในการแข่งขันของบริษัทที่จะเลือกลงทุนแล้ว ประเด็นในเรื่องของความสามารถในการเติบโตของกิจการ และความยั่งยืนของการทำธุรกิจในระยะยาวก็ถือเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่นักลงทุนเริ่มให้ความสนใจมากยิ่งขึ้นและนำมาใช้ในการเลือกพิจารณาการลงทุนด้วย โดยที่การกำกับดูแลกิจการจะเป็นส่วนสำคัญในการกำหนดการเติบโตของธุรกิจแบบยั่งยืนในระยะยาว ซึ่งนักลงทุนเชื่อว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะมองประโยชน์ระยะยาวของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับธุรกิจ ซึ่งจะทำให้บริษัทสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืน (วรวรรณ, 2557)

จากมุมมองของนักลงทุนไทยข้างต้น แสดงให้เห็นว่า การเลือกลงทุนของนักลงทุนนั้นมีแนวโน้มที่จะให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จะเลือกลงทุนมากยิ่งขึ้น โดยที่นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือจากหน่วยงานรัฐ ในการรับทราบถึงผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในแต่ละบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ เพื่อนำมาใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจการลงทุนให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ ประเด็นในเรื่องของจำนวนนักลงทุน ก็ถือได้ว่าเป็นประเด็นที่น่าสนใจประเด็นหนึ่ง จากข้อมูลสถิติการซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าจำนวนนักลงทุนและปริมาณบัญชีเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เปิดกับตลาดหลักทรัพย์ มีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้นทุกๆปี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559) ดังแสดงตามตารางนี้

ตารางที่ 1.1 แสดงจำนวนนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และปริมาณบัญชีเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เปิดกับตลาดหลักทรัพย์

ปี	จำนวนนักลงทุนที่เปิดบัญชีเพื่อซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (บัญชี)	จำนวนนักลงทุนที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ (ราย)
2551	540,265	93,671
2552	561,318	120,668
2553	626,441	161,470
2554	700,225	153,147
2555	797,326	219,946
2556	974,851	219,227
2557	1,098,731	345,457
2558	1,244,907	286,113
2559	1,355,664	318,528

แต่อย่างไรก็ตาม มีจำนวนนักลงทุนน้อยรายนักที่จะประสบความสำเร็จจากการลงทุนในตลาดนี้ เนื่องจาก มีนักลงทุนจำนวนมากที่ยังขาดความรู้และความเข้าใจในการลงทุน บางคนเลือกลงทุนตามที่คุณอื่นแนะนำ ไม่ได้คำนึงว่าเหมาะสมกับตนเองหรือไม่ บางคนก็ยังไม่มีความรู้เลยด้วยซ้ำว่าจะเริ่มลงทุนจากการพิจารณาด้วยปัจจัยอะไร แต่ก้าวเข้ามาในตลาดนี้ตามกระแสสังคมเท่านั้น ถ้าหากนักลงทุนต้องการที่จะประสบความสำเร็จในตลาดนี้ จำเป็นจะต้องมีการศึกษาหาความรู้และความเข้าใจเกี่ยวกับปัจจัยต่างๆที่จะส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ให้ได้มากที่สุดเท่าที่จะสามารถทำได้

ดังนั้น เมื่อการกำกับดูแลกิจการเป็นที่ได้รับความสนใจมากยิ่งขึ้นจากนักลงทุน ตามที่ได้กล่าวไว้ในเบื้องต้น เช่นเดียวกันกับจำนวนนักลงทุนที่เพิ่มและให้ความสนใจการลงทุนในตลาดหุ้นก็เพิ่มมากยิ่งขึ้น การศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุน โดยมีเกณฑ์การพิจารณาการลงทุนในด้านการกำกับดูแลกิจการเข้ามาเป็นปัจจัยหลักในงานวิจัยชิ้นนี้ ก็จะมีประโยชน์ต่อทั้งนักลงทุนและบริษัทเป็นอย่างมาก

1.2 วัตถุประสงค์งานวิจัย

เพื่อศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญตามผลประเมินการกำกับดูแลกิจการ

1.3 ขอบเขตงานวิจัย

สำหรับงานวิจัยชิ้นนี้ จะศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ตามผลประเมินการกำกับดูแลกิจการ โดยมีกลุ่มประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด ที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG Scoring) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในระดับดีเลิศ ดีมาก และดี และบริษัทอื่นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่ได้อยู่ใน 3 ระดับนี้ ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2555 - 2559 โดยจะใช้แหล่งข้อมูลจาก Eikon, SETSMART, THAIBMA และรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนประจำปี (CGR)

1.4 ประโยชน์ของงานวิจัย

หากผลตอบแทนจากการลงทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ แสดงว่าผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกๆฝ่ายโดยเฉพาะนักลงทุน ได้เล็งเห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่บริษัทควรเปิดเผยถึงความโปร่งใสในกระบวนการทำงานภายในให้ผู้อื่นได้รับรู้และสามารถตรวจสอบได้ไว้ในรายงานประจำปี บริษัทต่างๆก็จะตระหนักและให้ความสำคัญกับการวางแผนพัฒนาการกำกับดูแลกิจการให้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลมากยิ่งขึ้น เพื่อให้เกิดความน่าเชื่อถือต่อสายตาผู้มีส่วนได้เสียเหล่านั้น อันจะนำมาซึ่งการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทต่อไปด้วย

นอกจากนี้นักลงทุนมือใหม่หรือนักลงทุนที่เล็งเห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ สามารถนำการกำกับดูแลกิจการ เข้ามาเป็นแนวทางและเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณาและตัดสินใจลงทุนได้ เพื่อให้การลงทุนนั้นมีประสิทธิภาพและได้รับผลตอบแทนที่น่าพอใจมากยิ่งขึ้น

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ความหมายของผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทตามผลประเมินการกำกับดูแลกิจการ

งานวิจัยชิ้นนี้จะศึกษาผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ซึ่งเป็นหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ที่เข้าร่วมการประเมินระดับการกำกับดูแลกิจการ ทั้งนี้ จะต้องมีการจำลอง Portfolio ขึ้นมา แล้วใช้กลยุทธ์ในการลงทุน คือ ซื้อหุ้นในกลุ่มระดับการกำกับดูแลกิจการที่ให้ผลตอบแทนสูง และขายหุ้นในกลุ่มระดับการกำกับดูแลกิจการที่ให้ผลตอบแทนต่ำ เพื่อหาผลตอบแทนเกินปกติ ทั้งนี้ จะมีระยะเวลาในการสร้าง Portfolio นี้ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2555 – 2559 โดยจะใช้ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในอดีต (Historical Data)

2.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.2.1. ทฤษฎีแบบจำลองกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน: capital asset pricing model (CAPM)

เป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงความคาดหวังในผลตอบแทนจากการลงทุนของนักลงทุน โดยขึ้นอยู่กับปริมาณความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) ของสินทรัพย์หรือทางเลือกที่นักลงทุนนั้นเลือกลงทุน ถ้าหากทางเลือกในการลงทุนใดมีปริมาณความเสี่ยงที่เป็นระบบมาก นักลงทุนก็จะคาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุนนั้นมาก และผลตอบแทนที่คาดหวังนั้น จะเพิ่มขึ้นตามปริมาณความเสี่ยงที่เป็นระบบที่เพิ่มขึ้นในลักษณะเส้นตรง (linear relationship) ซึ่งหมายถึงการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนที่คาดหวังนั้นเป็นการเพิ่มในอัตราคงที่

เนื่องจาก CAPM เป็นทฤษฎีที่ใช้อธิบายผลตอบแทนด้วยตัวแปรเดียวเท่านั้น ซึ่งก็คือ Market Risk ต่อมา Fama and French จึงได้ออกแบบ Fama – French Three factors model ขึ้นมา โดยได้พัฒนาจาก CAPM ด้วยการเพิ่มปัจจัยมาเป็นตัวแปรที่จะนำมาอธิบายผลตอบแทนอีก 2 ตัวแปร คือ Company Size และ Company Price-to-Book Ratio และต่อมา Carhart ก็ได้เพิ่มปัจจัยทางด้าน Momentum หรือแนวโน้มราคาหุ้น ขึ้นอีก 1 ปัจจัย กลายมาเป็น Four factors asset pricing model โดยในงานวิจัยจะนำ Model นี้มาใช้ในการคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) และกลยุทธ์การลงทุนใน Portfolio ที่กำหนดด้วย

2.2.2 สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด : Efficient Market Hypothesis

Efficient Market Hypothesis (EMH) หรือ สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด คือทฤษฎีการลงทุนที่อ้างว่าตลาดการเงินเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ เป็นไปไม่ได้ที่จะเอาชนะตลาด หากตลาดหุ้นนั้นมีประสิทธิภาพ ราคาหุ้นจะสะท้อนถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดออกมาตลอดเวลา ตามทฤษฎี EMH แล้ว หุ้นในตลาดจะถูกซื้อขายที่มูลค่ายุติธรรมตลอดเวลา (Intrinsic Value) ทำให้เป็นไปไม่ได้เลยที่นักลงทุนจะสามารถซื้อหุ้นราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง หรือว่าขายหุ้นที่ราคาเกินความเป็นจริง ดังนั้นนักลงทุนจึงไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดโดยรวมได้ วิธีเดียวที่จะได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าก็คือลงทุนในสิ่งที่มีความเสี่ยงมากกว่า กล่าวคือ ภายใต้อาณาจักรที่มีประสิทธิภาพ การลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงต้องให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นตามไปด้วย

โดยที่ทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพจะตั้งบนสมมติฐานดังนี้

1. จำนวนผู้ซื้อและผู้ขายมีมากมายจนกระทั่งไม่มีบุคคลใดมีอำนาจในการกำหนดราคาหุ้นได้และราคาที่เกิดขึ้นจะเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ

2. ผู้ลงทุนแต่ละคนมีพื้นฐานในการประเมินมูลค่าหุ้นเหมือนกัน (homogeneous expectation) ซึ่งกำหนดขึ้นจากความน่าจะเป็น (probability distribution) ของอัตราผลตอบแทน

3. ผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องกับราคาและข่าวสารต่างๆ ของหุ้นอย่างสมบูรณ์ (perfect knowledge)

4. ผู้ลงทุนทุกคนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ณ ระดับราคาความเสี่ยงหนึ่งที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด (ปราย, 2551)

ดังนั้น ตามทฤษฎีนี้ หากมีการใช้ข้อมูลที่ถูกเปิดเผยต่อสาธารณะเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจลงทุน นักลงทุนก็จะไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินปกติได้ Cochrane(1999) สามารถคาดการณ์ได้อย่างสมเหตุสมผลว่าผลตอบแทนเกินปกตินั้นจะไม่ได้คงอยู่ในระยะยาว เช่นเดียวกับ Fama(1970) ที่ได้ตั้งคำถามเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลสาธารณะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้หรือไม่ แล้วก็ตอบข้อสงสัยนี้ได้ด้วยทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพว่าไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ รวมถึง Daniel and Titman(1999) ก็ได้ให้คำแนะนำไว้ว่าความสามารถของกลยุทธ์ใดใดก็ตามที่จะลงทุนด้วยการใช้ข้อมูลสาธารณะเพื่อสร้างผลตอบแทนที่เกินปกติจะค่อยๆ ลดลงเรื่อยๆ เมื่อเวลาผ่านไป และสำหรับการใช้ผลการประเมินระดับการกำกับดูแลกิจการที่ถูกเผยแพร่สู่สาธารณชนมาประกอบการตัดสินใจลงทุน Bebchuk et al. (2013) พบว่า ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ ในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐฯ ช่วงปีค.ศ. 2000 -2008 เช่นเดียวกันกับ Bauer et al (2004) ที่ในช่วงปีค.ศ. 1997 – 2002 พบว่าไม่มีการทำกำไรเกินปกติในตลาดหลักทรัพย์อังกฤษและยุโรป

2.2.3 ทฤษฎีตัวแทน: Agency Theory

ทฤษฎีนี้ได้รับการเขียนให้ชัดเจนโดย Jensen และ Meckling ในปี 1976 โดยจะมีการใช้คำว่า “ตัวการ” แทนผู้ลงทุนหรือผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท และใช้คำว่า “ตัวแทน” แทนผู้บริหารของบริษัทหรือคณะกรรมการของบริษัทซึ่งเป็นผู้บริหารขององค์กรและได้รับค่าตอบแทนเป็นเงินเดือนหรือโบนัสต่างๆ ซึ่งบทบาทและหน้าที่สำหรับ “ตัวการ” ก็คือ ผู้ที่ต้องการให้บริษัทมีกำไรและได้ผลประโยชน์สูงสุด เพื่อให้บริษัทมีผลตอบแทนสูง คุ่มค่ากับที่ตนเองลงทุนไปให้มากที่สุด โดยจะคำนึงหรือไม่คำนึงถึงวิธีการได้มาของผลตอบแทนเหล่านั้น ส่วน “ตัวแทน” เปรียบเสมือนลูกจ้าง ไม่ว่าจะเป็ลูกจ้างระดับสูงหรือต่ำ ซึ่งในที่นี้จะแทนโดยกรรมการบริษัท ผู้ซึ่งมีหน้าที่ทำให้ผู้ว่าจ้างหรือตัวการมีความพึงพอใจสูงสุด โดยวิธีการที่มีประสิทธิภาพ ภายใต้ค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่จำกัด รวมถึงจะต้องออกแบบการบริหารบริษัทให้เหมาะสมที่สุด ให้สมกับความเป็นผู้บริหารมืออาชีพ

ผู้ถือหุ้นมักต้องการให้บริษัทมีประสิทธิผลมากกว่าที่เป็นอยู่ จึงเกิดคำถามในการบริหารต่างๆของผู้บริหารมากมาย เนื่องจากมีความไม่เที่ยมกันทางด้านข้อมูล (Information Asymmetry) เช่น ทำไมมีรายจ่ายตรงนี้มาก รายรับตรงนี้น้อย ข้อมูลไม่พอ อ่านแล้วไม่เข้าใจ ตัวการต้องการปันผลและราคาของหุ้นให้สูงที่สุดเท่าที่จะทำได้ โดยไม่ได้คำนึงถึงวิธีการและความเป็นไปได้ ในขณะที่ตัวแทนหรือกรรมการบริษัท ได้รับการแต่งตั้งขึ้นด้วยความเต็มใจและรับค่าตอบแทนอย่างสมควร จึงไม่เห็นว่าจะเกิดปัญหาอะไรขึ้นได้ แต่อย่างไรก็ตาม ปัญหาเกิดจากการที่ตัวแทนรู้สึกว่าคุณเองคือผู้ทำงานเพื่อให้บริษัทได้ผลตอบแทนที่เจริญงอกงาม แต่ทำไมตัวเองได้เพียงแค่ค่าจ้างหรือโบนัสเท่านั้น ซึ่งยังไม่มากพอเมื่อเทียบกับผลประโยชน์ที่พวกเขาทำกันขึ้นมาได้ ก็จะทำให้เกิดการปกปิดเอกสารหรือการเพิ่มโบนัสในเชิงตัวเลขมีมากขึ้น หรือที่เรียกว่า Agency Problem ผู้บริหารมักจะมีปัญหากับผู้ถือหุ้นในกรณีที่ตอบคำถามไม่ตรงใจหรือบริหารไม่ได้อย่างที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังส่งผลให้ผู้บริหารทำงานได้ยากมากขึ้น ซึ่งความคาดหวังเหล่านั้นมักเกิดขึ้นจากการให้ข้อมูลที่ไมครบถ้วน แต่ถ้าผู้บริหารทำงานง่ายจนเกินไปจนเกิดเป็นนิสัย ค่าใช้จ่ายที่ไม่พึงประสงค์ก็มักเกิดขึ้นโดยง่าย เช่น รถประจำตำแหน่ง การทานข้าวที่ไม่สมควรและอื่นๆ เป็นต้น การจัดการปัญหาเหล่านี้ไม่ใช่เรื่องง่ายและก็ไม่มืวิธีใดที่ดีหรือเหมาะสมที่สุดด้วย แต่อย่างไรก็ดี การกำกับดูแลกิจการจะเป็นสิ่งที่ช่วยลดปัญหาเหล่านี้ลงได้ (อัฐวุฒิ, 2556) และยังส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นใน 2 ด้าน ดังนี้

1. จะส่งผลให้ราคาหุ้นลดลง จากกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้นแต่ก็ต้องลดลงจากการจ่ายผลตอบแทนให้ผู้บริหาร

LLSV (2002) คาดว่านักลงทุนมีความคาดหวังการลงทุนในหุ้นของบริษัทใดบริษัทหนึ่งที่มีกระแสเงินสดไหลเข้ามาอย่างมากและต่อเนื่อง เพื่อที่จะได้รับกระแสเงินสดนั้นกลับคืน

ในรูปของ ดอกเบี้ยหรือเงินปันผล แต่อย่างไรก็ตามกระแสเงินสดที่ไหลเข้ามา มาก ยิ่งทำให้ผลตอบแทนของ ผู้บริหารมีมากขึ้นตามไปด้วย ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับกระแสเงินสดที่ไหลเข้ามา กลับคืนไปตามที่ได้ คาดหวังไว้ แต่เพียงแค่นี้จะทำให้การประเมินมูลค่าของกิจการเพิ่มมากขึ้นเท่านั้น

2. จะส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น จากต้นทุนของเงินทุนที่ลดลง

บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะช่วยลดอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของนัก ลงทุน เนื่องจากสามารถจัดการความกังวลใจของนักลงทุนผู้ที่ไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลภายในได้เท่ากับ ผู้บริหาร และยังสามารถลดค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบได้อีกด้วย Lombardo and Pagano (2000) ยังพบอีกว่า ต้นทุนของเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้น (ระดับการกำกับ ดูแลกิจการ)

2.3 ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

องค์กรเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organization for Economic Cooperation and Development : OECD)(2004) ให้ความหมายไว้ว่า “ระบบกำกับและ ควบคุมกิจการ โดยการแบ่งแยกสิทธิ และหน้าที่ของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น คณะกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น หรือผู้มีส่วน ได้เสียอื่นๆ ซึ่งกำหนดเป็นหลักเกณฑ์และวิธีปฏิบัติเพื่อ ใช้ในการตัดสินใจในกรณีต่างๆ ขึ้นในกิจการ โดยยึดวัตถุประสงค์ของกิจการเป็นสำคัญ”

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์(ก.ล.ต.) (2558) ใ้ ให้ความหมายไว้ว่า “การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วน ได้เสียทุกฝ่าย”

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2549) ให้ความหมายไว้ว่า “ระบบที่จัดให้มี โครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อ สร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่ม มูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น”

สังเวียน อินทรชัย (2545) ให้ความหมายไว้ว่า “ระบบที่จัดให้มีกระบวนการและ โครงสร้างของภาวะผู้นำและการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบตามหน้าที่ด้วยความโปร่งใส และสร้างความสามารถในการแข่งขัน เพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว ภายในกรอบการมีจริยธรรมที่ดีโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นและสังคมโดยรวมประกอบ”

บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) (2555) ให้ความหมายไว้ว่า “การจัดโครงสร้าง และ กลไกการบริหารจัดการภายในองค์กร เพื่อเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ผู้บริหาร

พนักงาน และผู้ถือหุ้นโดยมีวัตถุประสงค์ที่สำคัญในการสร้างประโยชน์ที่เหมาะสมแก่ผู้ถือหุ้น โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียโดยรวม

2.4 การประเมินการกำกับดูแลกิจการ

เมื่อเกิดเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจขึ้นในประเทศไทย เมื่อ พ.ศ.2540 หลังจากนั้น 2 ปีทางการได้ก่อตั้ง สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Institute of Directors : IOD) ขึ้นในปี พ.ศ. 2542 โดยได้รับการสนับสนุนจากหน่วยงานหลักที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน ได้แก่ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย มูลนิธิกองทุนพัฒนาระบบตลาดทุน รวมทั้งองค์การระหว่างประเทศคือ ธนาคารโลก (World Bank) โดย IOD เป็นองค์กรที่ไม่แสวงหากำไร มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการ และส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย ตั้งแต่ก่อตั้ง IOD ขึ้น ก็นับเป็นองค์กรหลักที่ให้ความสำคัญในการส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีในบริษัทไทย รวมทั้งก่อให้เกิดแนวปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการในการปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพทัดเทียมกับมาตรฐานสากล ซึ่ง IOD เชื่อว่าการมีกรรมการที่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ จะทำให้บริษัทได้รับการดูแลให้มีการจัดการและดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ สามารถสร้างผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น และทำให้เศรษฐกิจไทยเจริญเติบโตอย่างมั่นคงถาวร ปัจจุบัน IOD ได้รับการยอมรับทั้งในประเทศและต่างประเทศในฐานะองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดี และได้รับการยกย่องให้เป็นตัวอย่างหนึ่งขององค์กรวิชาชีพที่ประสบความสำเร็จทั้งในเวทีระดับประเทศและระดับนานาชาติ

IOD ได้ทำการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2544 และจัดทำรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) เพื่อนำเสนอผลการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยในภาพรวม โดยเผยแพร่ให้บริษัทจดทะเบียน รวมทั้งผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุนได้ทราบโดยทั่วไปเป็นประจำทุกปี (ยกเว้น ปี 2547 และ 2550 เพื่อหยุดปรับปรุงและพัฒนาเกณฑ์ในการประเมินให้ชัดเจน เหมาะสม และมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น) ซึ่งรายงานนี้มีส่วนสำคัญอย่างมากที่ทำให้เกิดการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย IOD ได้พัฒนาและยกระดับหลักเกณฑ์การสำรวจตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการให้เป็นสากลอย่างต่อเนื่อง ทำให้โครงการ CGR มีส่วนสำคัญในการผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนไทยสามารถปฏิบัติตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการสากลมากขึ้น จนได้รับคำชมว่าโครงการนี้มีบทบาทสำคัญในการผลักดันให้เกิดการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของประเทศไทยเป็นอย่างมาก

โดย CGR จะมีเกณฑ์การสำรวจทั้งสิ้น 5 หมวด ได้แก่ 1.สิทธิของผู้ถือหุ้น (Rights of Shareholders) 2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (Equitable Treatment of Shareholders) 3. การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (Roles of Stakeholders) 4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and Transparency) 5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Board Responsibilities) โดยในแต่ละหมวดจะมีเกณฑ์ชี้วัดและประเมินการปฏิบัติตามหลักการดังกล่าว โดยมุ่งเน้นเครื่องมือ ชี้วัดที่เป็นรูปธรรมและสามารถวัดได้ในเชิงปริมาณ โดยพยายามหลีกเลี่ยงตัวชี้วัดที่เป็นนามธรรมหรือต้องใจ ความรู้สึกในการตัดสิน ซึ่งอาจเกิดการลำเอียงได้ ทั้งนี้ หลักเกณฑ์การประเมินดังกล่าวได้มีการทบทวนและ พิจารณาปรับปรุงอย่างต่อเนื่องภายหลังจากที่ บริษัทที่ปรึกษา McKinsey & Company ได้ช่วยพัฒนาขึ้นในปีแรก โดยมีจำนวนหลักเกณฑ์และการ ให้นำหนักในแต่ละหมวดเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละปี ล่าสุดในปี 2559 มีเกณฑ์ในการสำรวจทั้งสิ้น 241 ข้อ เพิ่มจากปี 2558 ที่มี 235 ข้อ ดังแสดงไว้ในตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 2.1 แสดงจำนวนหลักเกณฑ์และน้ำหนักที่ใช้ในการประเมินปี พ.ศ. 2558 - พ.ศ. 2559

หัวข้อ	หลักเกณฑ์การประเมิน (ข้อ)		น้ำหนัก(%)	
	2558	2559	2558	2559
1. สิทธิของผู้ถือหุ้น	32	32	15	15
2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน	19	19	10	10
3. การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย	28	29	20	20
4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส	50	53	20	20
5. ความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ	106	108	35	35
รวม	235	241	100	100

จากตารางจะเห็นได้ว่า IOD มีการปรับหลักเกณฑ์ สำหรับหัวข้อ การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ เพิ่มขึ้น แสดงถึงความสำคัญที่มากขึ้นของหัวข้อทั้ง 3 นี้ โดย IOD จะประกาศรายชื่อบริษัทที่มีคะแนนใน ระดับดี-ดีเลิศ ตามช่วงคะแนนที่กำหนดขึ้น โดยใช้จำนวนตราสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติแสดงระดับคะแนนในแต่ละกลุ่มและประกาศ Top Quartile ของบริษัทจดทะเบียนในแต่ละกลุ่มตามมูลค่าทางการตลาดด้วย

ตารางที่ 2.2 แสดงช่วงคะแนนและความหมายของเกณฑ์การประเมินในช่วงต่างๆ

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

2.5 การประเมินการกำกับดูแลกิจการ

งานวิจัยในอดีตได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ซึ่งสรุปผลออกมาได้ดังนี้

1. การใช้ระดับการกำกับดูแลกิจการเข้ามาเป็นปัจจัยหลักในการตัดสินใจลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้

Gompers, Ishii and Mereick (2003) ได้นำบทบัญญัติของการกำกับดูแลกิจการ 24 ข้อมาสร้างเป็น Governance Index (G Index) เพื่อที่จะใช้ G Index นี้แทนระดับการให้สิทธิกับผู้ถือหุ้น (ถ้า G Index ต่ำ แสดงถึงบริษัทให้สิทธิกับผู้ถือหุ้นมาก เท่ากับว่ามีการกำกับดูแลกิจการที่ดี) แล้วใช้กลยุทธ์ในการลงทุนโดยซื้อหุ้นของบริษัทที่มีระดับการกำกับดูแลกิจการสูงสุด (ให้สิทธิกับผู้ถือหุ้นมาก) แล้วขายหุ้นของบริษัทที่มีระดับการกำกับกิจการต่ำสุด (ให้สิทธิกับผู้ถือหุ้นน้อย) พบว่าสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ถึง 8.5% ต่อปี ซึ่งเป็นการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐฯ ช่วงปี 1990 และยังพบอีกว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์และระดับการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวก

สำหรับตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) อย่างประเทศบราซิล Carvalho and Nobili (2011) ได้ทำการสร้าง CG Index และมีการจำลอง Portfolio ขึ้นมา เช่นเดียวกับ Gompers, Ishii and Mereick (2003) เพียงแต่ต่างกันที่กลยุทธ์ในการลงทุน คืองานวิจัยชิ้นนี้จะใช้กลยุทธ์ที่ตรงกันข้าม โดยจะขายหุ้นของบริษัทที่มีระดับการดูแลกิจการสูง (ให้สิทธิกับผู้ถือหุ้นมาก) แล้วซื้อหุ้นของบริษัทที่มีระดับการดูแลกิจการต่ำ (ให้สิทธิกับผู้ถือหุ้นน้อย) ผลที่พบคือ สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ถึง 10% ต่อปี รวมถึงพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับระดับการกำกับดูแลกิจการ

ในส่วนของตลาดยุโรป ที่ประเทศเยอรมัน Drobetz et al. (2004) ได้ทำการสร้างคะแนนการกำกับดูแลกิจการ หรือ Corporate Governance Rating (CGR) ขึ้นมา ด้วยการทำ Survey Questions และตั้งสมมติฐานว่า CGR นี้จะไม่เปลี่ยนแปลงไปตลอด และใช้กลยุทธ์การลงทุนใน Portfolio ที่จำลองขึ้น โดยการซื้อหุ้นของบริษัทที่มี CGR สูงสุดและขายหุ้นของบริษัทที่มี CGR ต่ำ พบว่า สามารถทำกำไรเกินปกติได้มากถึง 12% ต่อปี

นอกจากนี้ สำหรับประเทศไทย พลอยพรหม เดชชนประเสริฐ (2556) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของระดับการดูแลกิจการ(Corporate Governance) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในช่วงปีพ.ศ. 2550-2554 พบว่า ระดับการดูแลกิจการ(Corporate Governance) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อกันอย่างมีนัยสำคัญ

2. การใช้ระดับการกำกับดูแลกิจการเข้ามาเป็นปัจจัยหลักในการลงทุน ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้

Bebchuk et al. (2013) ได้ทำการศึกษาตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ที่จะทำได้มาซึ่งผลตอบแทนผิดปกติในช่วงปี ค.ศ. 2000 – 2008

Bauer et al. (2004) ที่ศึกษาทั้งในตลาดหลักทรัพย์ของยุโรปและอังกฤษ โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนเดียวกันกับ Gompers, Ishii and Mereick (2003) พบว่า ไม่มีการสร้างผลตอบแทนเกินปกติ ในช่วงปีค.ศ. 1997-2002

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

ในการศึกษานี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทตามผลประเมินการกำกับดูแลกิจการ โดยมีขั้นตอนในการศึกษา ดังนี้

- 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 การเลือกกลุ่มตัวอย่าง
- 3.3 ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย
- 3.4 เครื่องมือและวิธีการที่ใช้ในงานวิจัย
- 3.5 สมมติฐานงานวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand) ที่ได้รับคะแนนและไม่ได้รับคะแนน ในการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors Association : IOD) ในระหว่างปีพ.ศ. 2555 – 2559

ตารางที่ 3.1 แสดงจำนวนประชากรทั้งหมด

จำนวนบริษัท	2555	2556	2557	2558	2559
5 คะแนน	59	87	30	55	80
4 คะแนน	150	166	107	159	195
3 คะแนน	171	152	171	191	180
น้อยกว่า 3 คะแนน	133	121	242	183	146
รวม	513	526	550	588	601

3.2 การเลือกกลุ่มตัวอย่าง

เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งที่ได้รับและไม่ได้รับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยนั้น ซึ่งจะต้องไม่เป็นบริษัทที่มีลักษณะ ดังต่อไปนี้

- บริษัทที่ไม่มีปริมาณการซื้อขายหุ้นสามัญ เป็นเวลาขั้นต่ำ 1 เดือนในช่วงของระยะเวลาที่ทำการศึกษา ซึ่งก็คือ 1 มกราคม 2555 – 31 ธันวาคม 2559

- บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน เพราะผลการดำเนินงานของบริษัทเหล่านี้จะผิดปกติก่อนจากบริษัทอื่น ๆ ที่ไม่ได้เข้ารับการฟื้นฟู

จะทำให้เหลือบริษัทที่จะนำมาใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง ดังนี้

ตารางที่ 3.2 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่าง

จำนวนบริษัท	2012	2013	2014	2015	2016
5 คะแนน	56	81	22	50	69
4 คะแนน	140	152	97	147	175
3 คะแนน	146	133	139	166	158
น้อยกว่า 3 คะแนน	115	104	203	112	124
รวม	457	470	461	475	526

3.3 ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย

ข้อมูลที่จะนำมาใช้จะเป็นข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในอดีต (Empirical Archival Research) เพื่อศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเป็นข้อมูลแบบทั้ง Time-Series และ Cross-Sectional ที่จะต้องใช้ข้อมูลของบริษัทหลายบริษัทและในหลายช่วงเวลาตามระยะเวลาที่ต้องการศึกษา อันได้แก่ข้อมูลต่อไปนี้

1. ข้อมูลของตัวแปรต้น ได้แก่ ราคาหุ้น (Stock Price), จำนวนหุ้นสามัญจดทะเบียนของแต่ละบริษัท (Outstanding shares), มูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น (Book Value of Equity), มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (Market Value of Equity), ผลตอบแทนจากหุ้นสามัญรายเดือน (Monthly Return) ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2555 – เดือนธันวาคม 2559, อัตราผลตอบแทนรายเดือนของตัวเงินคลัง (Risk-Free Interest Rate) และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) ซึ่งข้อมูลทั้งหมดนี้สามารถรวบรวมและจัดเก็บได้จาก EIKON, SETSMART และ THAIBMA

2. ข้อมูลของตัวแปรตาม ได้แก่ ราคาผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ (Return of Portfolio), ผลตอบแทนจากหุ้นสามัญรายเดือน (Monthly Return) ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2555 – เดือนธันวาคม 2559 และอัตราผลตอบแทนรายเดือนของตัวเงินคลัง (Risk-Free Interest Rate) โดยข้อมูลทั้งหมดนี้สามารถรวบรวมและจัดเก็บได้จาก EIKON, SETSMART และ THAIBMA

นอกจากนี้ ตัวแปรตามยังใช้ข้อมูลด้านผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งได้จากรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies) ประจำปี พ.ศ. 2555- 2559 ที่สำรวจและจัดทำโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors Association : IOD)

3.4 เครื่องมือและวิธีการที่ใช้ในงานวิจัย

ในการทดสอบเพื่อหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) จะใช้ Four-Factor Asset Pricing Model ของ Carhart (1997) ซึ่งเป็นสมการที่จะพยากรณ์ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงต่างๆที่คำนึงถึง ซึ่งได้แก่ ความเสี่ยงตลาด ความเสี่ยงจากขนาด ความเสี่ยงจากมูลค่าตามบัญชี และ ความเสี่ยงแนวโน้มราคาหุ้น โดยจะใช้ค่า Alpha เป็นตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ยังไม่สามารถอธิบายได้ด้วยความเสี่ยงทั้ง 4 ความเสี่ยงจาก Four-Factor Asset Pricing Model โดย Carhart (1997) พบว่า ค่าเฉลี่ยของความผิดพลาด (mean absolute errors) ของ Four-Factor Asset Pricing Model มีค่าน้อยที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับแบบจำลอง CAPM และ Three-Factor Asset Pricing Model รวมถึง Jegadeesh และ Titman (1993) ได้ศึกษาและพบว่า การเพิ่มปัจจัยด้านความเสี่ยงแนวโน้มราคาหุ้น (Momentum) เข้าไปใน Three - Factor Asset Pricing Model จะทำให้การพยากรณ์ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มีความแม่นยำมากยิ่งขึ้น

สำหรับความเสี่ยงต่างๆของ Four-Factor Asset Pricing Model จะครอบคลุมและมี
หมายความดังต่อไปนี้

ความเสี่ยงตลาด (Market : MKT)

เป็นความเสี่ยงส่วนเกินของตลาด ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์
เนื่องจากหลักทรัพย์ในตลาดนั้นมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงของราคาอยู่ตลอดเวลา ทุกบริษัทจะเผชิญกับ
ความเสี่ยงนี้เช่นเดียวกันและอยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัทด้วย

ความเสี่ยงจากขนาดของกิจการ (Size of firm : SMB)

เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากขนาดของกิจการ โดยที่กิจการขนาดเล็กจะมีความ
เสี่ยงมากกว่ากิจการขนาดใหญ่ เนื่องจากกิจการขนาดใหญ่จะมีความได้เปรียบทั้งในเรื่องของ
ความสามารถในการแข่งขันในตลาด ด้านการว่าจ้างทีมผู้บริหารที่มีประสิทธิภาพและมีความรู้สูง ด้าน
เทคนิคในการผลิตหรือบริการ รวมถึงด้านความน่าเชื่อถือด้วย ซึ่งกิจการขนาดเล็กจะมีความ
เสียเปรียบในด้านต่างๆเหล่านี้มากกว่า จึงทำให้กิจการขนาดเล็กมีความเสี่ยงมากกว่ากิจการขนาด
ใหญ่ นักลงทุนที่ลงทุนในกิจการขนาดเล็ก จึงคาดหวังผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มากกว่านักลงทุนที่
ลงทุนในกิจการขนาดใหญ่ เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่นักลงทุนลงทุนในกิจการขนาดเล็กจะต้องเผชิญ

ความเสี่ยงจากมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (B/M Ratio : HML)

เป็นความเสี่ยงจากมุมมองของนักลงทุน โดยที่กิจการที่มีค่า B/M Ratio สูงจะมี
ความเสี่ยงมากกว่ากิจการที่มีค่า B/M Ratio ต่ำ ถ้าหากนักลงทุนเล็งเห็นว่ากิจการน่าจะมีอนาคตที่
สดใส มีอัตราเติบโตที่สูง มีศักยภาพในการดำเนินงานที่ดี รวมถึงมีสถานภาพทางการเงินที่แข็งแกร่ง ซึ่ง
จะสื่อถึงความเสี่ยงที่น้อย และนักลงทุนก็คาดหวังผลตอบแทนที่ต่ำด้วย ในกรณีนี้จะทำให้มูลค่าหุ้น
ของกิจการนั้นมีมูลค่ามากกว่ามูลค่าตามบัญชี หรือมีค่า B/M Ratio ต่ำ ในทางกลับกัน ถ้าหากนัก
ลงทุนคาดการณ์อนาคตของกิจการไม่ดีนัก ซึ่งจะสื่อถึงความเสี่ยงที่มาก และต้องการผลตอบแทนที่ม
ากกว่า ก็จะทำให้มูลค่าหุ้นของกิจการต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชี หรือมีค่า B/M Ratio สูง

ความเสี่ยงแนวโน้มราคาหุ้น (MOM)

เป็นความเสี่ยงที่ได้จากการสังเกตพฤติกรรมของนักลงทุนในการซื้อขายหุ้น ซึ่งเป็น
การศึกษาทางด้าน behavioral finance ในด้านของรูปแบบการลงทุนของนักลงทุน โดยอัตรา
ผลตอบแทนในอดีตที่สูงจะมีความเสี่ยงมากกว่าผลตอบแทนในอดีตที่ต่ำ หากนักลงทุนคาดว่าราคา
หลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้นก็จะซื้อหลักทรัพย์นั้น รวมถึงมีการบอกต่อให้ผู้อื่นซื้อตามด้วย ก็จะส่งผลให้ราคา
หลักทรัพย์มีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นๆ และมีอัตราผลตอบแทนในอดีตที่สูงขึ้นเรื่อยๆ ซึ่งมีโอกาสเป็นไปได้
ตามที่คาดค่อนข้างน้อยและเกิดขึ้นไม่นานนัก จึงจะมีความเสี่ยงที่มาก ในขณะที่ นักลงทุนที่คาดว่า

ราคาหลักทรัพย์จะลดลง ก็จะขายหลักทรัพย์นั้น และมีการบอกต่อให้ผู้อื่นขายตามไปด้วย จึงส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่ลดลงๆ และมีอัตราผลตอบแทนในอดีตที่ต่ำลงเรื่อยๆ ซึ่งมีโอกาสเป็นไปได้ค่อนข้างมาก ก็จะมีความเสี่ยงที่น้อย

จากความเสี่ยงทั้ง 4 ด้านนี้ จะเป็นตัวแทนของความเสี่ยงทั้งหมดเพื่อสะท้อนอัตราผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นของหลักทรัพย์ โดยจะได้สมการ ดังนี้

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \beta_{p,M}MKT_t + \beta_{p,S}SMB_t + \beta_{p,H}HML_t + \beta_{p,P}MOM_t + \varepsilon_t$$

โดยที่

R_t คือ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญในเดือนที่ t

R_{ft} คือ ผลตอบแทนของตัวเงินคลังเดือนที่ t

MKT_t คือ ผลต่างของผลตอบแทนระหว่างตลาดและตัวเงินคลังเดือนที่ t

SMB_t คือ ผลต่างของผลตอบแทนเฉลี่ยในกลุ่มหุ้นสามัญขนาดเล็กและในกลุ่มหุ้นสามัญขนาดใหญ่เดือนที่ t

HML_t คือ ผลต่างของผลตอบแทนเฉลี่ยในกลุ่มหุ้นสามัญที่มีมูลค่าสูงและในกลุ่มหุ้นสามัญที่มีมูลค่าต่ำเดือนที่ t

MOM_t คือ ผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยในกลุ่มหุ้นสามัญเดือนที่ t

ซึ่ง SMB_t HML_t และ MOM_t จะมีวิธีการคำนวณ ดังต่อไปนี้

ขั้นที่ 1 : เรียงลำดับหุ้นสามัญของทุกบริษัทในกลุ่มตัวอย่างตามขนาดบริษัท (Market Capitalization) จากน้อยสุดไปยังมากที่สุด ซึ่งจะใช้ข้อมูลมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ณ สิ้นเดือนที่ t มาพิจารณา จากนั้น แบ่งหุ้นสามัญของแต่ละบริษัทออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มหุ้นสามัญขนาดเล็ก (Bottom 30% : Small (S)) กลุ่มหุ้นสามัญขนาดกลาง (Medium 40% : Medium1 (M1)) และ กลุ่มหุ้นสามัญขนาดใหญ่ (Top 30% : Big (B))

ขั้นที่ 2 : เรียงลำดับหุ้นสามัญของทุกบริษัทในกลุ่มตัวอย่างใหม่อีกครั้ง ตามอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (B/M Ratio) จากมากที่สุดไปยังน้อยสุด ซึ่งจะใช้ข้อมูลมูลค่าทางบัญชีและมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ณ สิ้นเดือนที่ t มาพิจารณา จากนั้น แบ่งหุ้นสามัญของแต่ละบริษัทออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มหุ้นสามัญมูลค่าสูง (Top 30% : High (H)) กลุ่มหุ้นสามัญมูลค่ากลาง (Medium 40% : Medium2 (M2)) และ กลุ่มหุ้นสามัญมูลค่าต่ำ (Bottom 30% : Low (L))

ขั้นที่ 3 : เรียงลำดับหุ้นสามัญของทุกบริษัทในกลุ่มตัวอย่างใหม่อีกครั้ง ตามอัตราผลตอบแทนรายเดือน (Monthly Return) จากมากที่สุดไปน้อยสุด โดยจะใช้ข้อมูลผลตอบแทนรายเดือนของหุ้นสามัญแต่ละบริษัทที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่างมาพิจารณา จากนั้น แบ่งหุ้นสามัญออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มหุ้นสามัญผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยสูง (Top 30% : Winners (U)) กลุ่มหุ้นสามัญผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยปานกลาง (Medium 40% : Medium3 (M3)) และ กลุ่มหุ้นสามัญผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยต่ำ (Bottom 30% : Losers (D))

ขั้นที่ 4 : คำนวณค่าของตัวแปรทั้ง 3 คือ SMB_t , HML_t และ MOM_t โดยที่ตัวแปรทั้ง 3 นี้เป็นตัวแทนของปัจจัยทางด้านขนาด (Size) ปัจจัยมูลค่า (B/M Ratio) และแนวโน้มราคาหุ้น (Momentum) ตามลำดับ ใน Four – Factor Asset Pricing Model ซึ่ง

ตัวแปร SMB_t (Small Minus Big) คือ ผลต่างระหว่างผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ย (Equally - weighted) ของกลุ่มหุ้นสามัญขนาดเล็ก (Bottom 30% : Small (S)) และผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนของ กลุ่มหุ้นสามัญขนาดใหญ่ (Top 30% : Big (B))

ตัวแปร HML_t (High Minus Low) คือ ผลต่างระหว่างผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ย (Equally - weighted) ของกลุ่มหุ้นสามัญมูลค่าสูง (Top 30% : High (H)) และผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนของกลุ่มหุ้นสามัญมูลค่าต่ำ (Bottom 30% : Low (L))

ตัวแปร MOM_t (Momentum) คือ ผลต่างระหว่างผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ย (Equally - weighted) ของกลุ่มหุ้นสามัญที่มีผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยสูง (Top 30% : Winners (U)) และผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนของกลุ่มหุ้นสามัญที่มีผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยต่ำ (Bottom 30% : Losers (D))

ขั้นที่ 5 : ตัวแปรตาม จะแบ่งออกเป็น 4 กลุ่ม คือ ตามระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีและไม่ดี จากนั้นคำนวณผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

โดยที่

กลุ่มหุ้นสามัญที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ คือ บริษัทที่ได้รับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ ดีเลิศ (5 คะแนน)

กลุ่มหุ้นสามัญที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับดีมาก คือ บริษัทที่ได้รับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ ดีมาก (4 คะแนน)

กลุ่มหุ้นสามัญที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับดี คือ บริษัทที่ได้รับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ ดี (3 คะแนน)

กลุ่มหุ้นสามัญที่มีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดี คือ บริษัทที่ไม่ได้รับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ ดีเลิศ ดีมาก และดี (น้อยกว่า 3 คะแนน)

หลังจากที่ผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess Return) ที่ได้จากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัท ได้ถูกสะท้อนความเสี่ยงจากทั้ง 4 ความเสี่ยงตาม Four-Factor Asset Pricing Model แล้ว ดังนั้น ค่า “Alpha (α)” ที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอย จะถูกนำมาพิจารณาเพื่อหาผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) สำหรับกลุ่มหลักทรัพย์ในแต่ละระดับการกำกับดูแลกิจการ

หากดำเนินการตามขั้นตอนการวิจัยตามที่กล่าวข้างต้นแล้ว ก็จะได้มาซึ่งผลลัพธ์ที่สามารถตอบคำถามงานวิจัยขึ้นนี้ได้ว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทตามผลประเมิณการกำกับดูแลกิจการนั้น จะให้หรือไม่ให้ผลตอบแทนเกินปกติ แล้วถ้าให้ผลตอบแทนเกินปกติจะเป็นร้อยละเท่าไรต่อปี เพื่อที่นักลงทุนจะสามารถเลือกใช้กลยุทธ์ในการลงทุนได้อย่างถูกต้องและรู้ถึงผลตอบแทนจากการลงทุนด้วย

3.5 สมมติฐานงานวิจัย

ในการตั้งสมมติฐาน เพื่อศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทตามผลประเมิณการกำกับดูแลกิจการ จะพิจารณาร่วมกับผลงานการวิจัยในอดีตที่มีความน่าเชื่อถือ ซึ่งทุกๆ งานวิจัยจะใช้ค่า Alpha เป็นค่าชี้วัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ โดยสามารถสรุปผลงานวิจัย ได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 3.3 แสดงผลการศึกษาและทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนเกินปกติ

Previous Study	Author	Sign of return	Result
Corporate Governance and Equity Prices	Gompers, Ishii and Mereick (2003)	+	ใช้กลยุทธ์ลงทุนโดยซื้อหุ้นที่มี CG สูง ขายหุ้นที่มี CG ต่ำ ทำให้ได้กำไรส่วนเกิน 8.5% ต่อปี (ในช่วง กันยายน 1990 – ธันวาคม 1999)

ตารางที่ 3.3 แสดงผลการศึกษาและทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับ
ผลตอบแทนเกินปกติ (ต่อ)

Previous Study	Author	Sign of return	Result
Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany	Drobetz, schillhofer and Zimmerman (2004)	+	ใช้คะแนนการกำกับดูแลกิจการ พบว่าสามารถทำกำไรส่วนเกินได้มากถึง 12% ต่อปี จากการซื้อหุ้นที่มี CG สูง และขายหุ้นที่มี CG ต่ำ (ในช่วง 1 มกราคม 1998 – 1 มีนาคม 2003) -ระดับการดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการมีความสัมพันธ์เป็นบวก
Does corporate governance matter for stock returns? Estimating a four-factor asset pricing model including a governance index	Carvalho and Nobili (2011)	-	ซื้อหุ้นที่มี CG ต่ำ ขายหุ้นที่มี CG สูง ทำให้ได้กำไรส่วนเกิน 10% ต่อปี (ในช่วงกรกฎาคม 1995 – มิถุนายน 2004)
Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns	Bebchuk et al. (2010)	0	ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนของหุ้น ซึ่งไม่ทำให้เกิดการทำกำไรผิดปกติในช่วงปี 2000 - 2008
Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe* The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance	Bauer et al (2004)	0	ทั้งในตลาดหลักทรัพย์ของยุโรปและอังกฤษ ไม่มีการทำกำไรส่วนเกินในช่วงปี 1997-2002

จากตาราง สามารถสรุปการตั้งสมมติฐานงานวิจัยได้ ดังนี้

สมมติฐาน การลงทุนตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการจะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้

$$H_0: \alpha = 0$$

$$H_1: \alpha \neq 0$$

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

สำหรับการอธิบายรายละเอียดและผลการศึกษาจากการทดสอบว่าการลงทุนในหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการจะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้หรือไม่ จะนำเสนอในบทนี้ ดังนี้

4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

ตารางที่ 4.1 สถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์

โดยจะเป็นสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต้น คือ ขนาดของกิจการ(Size) อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด(Book to Market Ratio) และ ผลตอบแทนรายเดือน(Monthly Return) ในระหว่างระยะเวลา พ.ศ. 2555 – 2559

Variables	Mean	Min	Max	SD
Size (Million Baht)	25,185	68	1,093,963	80,597
Book to Market Ratio	0.79	-1.2	8.91	0.56
Monthly Return (% per month)	1.78	-88.17	566.67	13.07

ตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ ซึ่งหลักทรัพย์ทั้งหมดนั้นเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระหว่างระยะเวลา พ.ศ. 2555 – 2559

โดยขนาดของกิจการมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 25,185 ล้านบาท มีขนาดต่ำสุด 68 ล้านบาทและมีขนาดสูงสุด 1,093,963 ล้านบาท ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดคือ 0.79 มีค่าต่ำสุด -1.2 และมีค่าสูงสุด 8.91 และ ผลตอบแทนรายเดือน มีค่าเฉลี่ยคือ ร้อยละ 1.78 ต่อเดือน มีค่าต่ำสุดร้อยละ -88.17 ต่อเดือนและมีค่าสูงสุดร้อยละ 566.67 ต่อเดือน

4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlations)

ตารางที่ 4.2 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์

ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์คือ ความเสี่ยงของตลาด (MKT) ความเสี่ยงจากขนาดของกิจการ(SMB) ความเสี่ยงจากอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด(HML) และ ความเสี่ยงแนวโน้มราคาหลักทรัพย์(MOM) และรวมถึงความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ (Abnormal Return) ด้วย ในระหว่างระยะเวลา พ.ศ. 2555 – 2559

	Abnormal Return CG5	Abnormal Return CG4	Abnormal Return CG3	Abnormal Return CG2,1	MKT	SMB	HML	MOM
Abnormal Return CG5	1.0000							
Abnormal Return CG4	0.9511	1.0000						
Abnormal Return CG3	0.9194	0.9625	1.0000					
Abnormal Return CG2,1	0.8091	0.8388	0.8909	1.0000				
MKT	0.8935	0.8245	0.7952	0.7193	1.0000			
SMB	-0.2982	-0.2063	-0.0710	0.1403	-0.2960	1.0000		
HML	-0.5976	-0.6518	-0.6348	-0.5698	-0.4522	0.1995	1.0000	
MOM	0.1582	0.2185	0.2483	0.2289	-0.0259	0.1199	-0.6066	1.0000

ความเสี่ยงของตลาด (MKT) และความเสี่ยงแนวโน้มราคาหลักทรัพย์(MOM) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ (Abnormal Return) ซึ่งหมายความว่า ถ้าตลาดมีความเสี่ยงมากขึ้น และความเสี่ยงแนวโน้มราคาหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น จะส่งผลให้ผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย

แต่ในทางกลับกัน ความเสี่ยงจากขนาดของกิจการ (SMB) และความเสี่ยงจากอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (HML) มีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ (Abnormal Return) ซึ่งหมายความว่า หากความเสี่ยงจากขนาดของกิจการ (Size) และความเสี่ยงจากอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market Ratio) ลดลง จะส่งผลให้ผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น

4.3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Results)

ตารางที่ 4.3 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงด้านต่างๆ และผลตอบแทนเกินปกติสำหรับแต่ละระดับการกำกับดูแลกิจการ

ตามแบบจำลอง $R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \beta_{p,M}MKT_t + \beta_{p,S}SMB_t + \beta_{p,H}HML_t + \beta_{p,MOM}MOM_t + \varepsilon_t$ โดยที่ $R_{pt} - R_{ft}$ คือ ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง MKT_t คือ ผลต่างของผลตอบแทนระหว่างตลาดและตัวเงินคลังเดือนที่ t SMB_t คือ ผลต่างของผลตอบแทนเฉลี่ยในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กและในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่เดือนที่ t HML_t คือ ผลต่างของผลตอบแทนเฉลี่ยในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงและในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำเดือนที่ t และ MOM_t คือ ผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยในกลุ่มหลักทรัพย์เดือนที่ t

	α (p-value)	MKT (p-value)	SMB (p-value)	HML (p-value)	MOM (p-value)	Adjusted R-squared
กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 5 คะแนน	-.0182 (0.140)	.9422*** (0.000)	-.0568 (0.574)	-.2725** (0.030)	.0636 (0.358)	83.71%
กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 4 คะแนน	-.0104 (0.518)	.8894*** (0.000)	.1209 (0.363)	-.538*** (0.001)	.862 (0.784)	76.61%
กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 3 คะแนน	-.0142 (0.430)	.9864*** (0.000)	.4165*** (0.007)	-.5694*** (0.003)	.0474 (0.640)	75.01%
กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 2 และ 1 คะแนน	.0024 (0.836)	.581*** (0.000)	.5335*** (0.000)	-.3792*** (0.002)	-.0133 (0.838)	72.8%

** , *** คือ ระดับความเชื่อมั่นที่มีนัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ 95% และ 99% ตามลำดับ

กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 5 คะแนน หมายถึง กลุ่มหุ้นสามัญที่ได้รับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ ดีเลิศ (5 คะแนน)

กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 4 คะแนน หมายถึง กลุ่มหุ้นสามัญที่ได้รับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ ดีมาก (4 คะแนน)

กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 3 คะแนน หมายถึง กลุ่มหุ้นสามัญที่ได้รับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ ดี (3 คะแนน)

กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 2 และ 1 คะแนน หมายถึง กลุ่มหุ้นสามัญที่ไม่ได้รับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ ดีเลิศ ดีมาก และดี

จากตารางที่ 4.3 ค่า Alpha ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 5 4 และ 3 คะแนน มีค่าน้อยกว่าค่า Alpha ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 2 และ 1 คะแนน ซึ่งสอดคล้องกับ Carvalhal and Nobili (2011) เนื่องจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 5 4 และ 3 คะแนน ซึ่งก็คือกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ดีเลิศ ดีมาก และดี จะเป็นหลักทรัพย์ที่มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส ครบถ้วน ไม่มีปัญหาความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูลมากนัก และยังคงคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์นั้น เป็นราคาที่มีความแตกต่างระหว่างมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) กับราคาซื้อขาย (Market Price) เพียงเล็กน้อย คือเป็นราคาที่ค่อนข้างถูกต้องอยู่แล้ว ดังนั้นค่า Alpha อันเป็นผลต่างระหว่างผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงกับผลตอบแทนที่แทนได้จากการพยากรณ์หรือผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ก็จะมีค่าน้อยที่สุด ซึ่งในทางตรงกันข้ามกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 2 และ 1 คะแนน ซึ่งก็คือกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ต่ำ การเปิดเผยข้อมูลอาจจะยังไม่โปร่งใส ยังไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ มักมีปัญหาความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูล (Information Asymmetry) ส่งผลให้ราคาซื้อขายของหลักทรัพย์ มีความแตกต่างค่อนข้างมากจากราคาที่แท้จริง ทำให้ค่า Alpha ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 2 และ 1 คะแนน จึงมีค่ามากกว่าค่า Alpha ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 5 4 และ 3 คะแนน

รวมถึง ในตารางที่ 4.3 จะเห็นได้ว่า Alpha ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 5 4 และ 3 คะแนน มีค่าติดลบ ซึ่งการติดลบของค่า Alpha เกิดขึ้นจากแบบจำลอง Four-factor asset pricing model ที่ใช้ในงานวิจัยชิ้นนี้ได้พยากรณ์ราคาของกลุ่มหลักทรัพย์ (Theoretical priced) มากเกินไปกว่าผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (Actual Return) จึงทำให้เกิดค่า Alpha ที่ติดลบขึ้น ซึ่งหมายความว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 5 4 และ 3 คะแนนมีมูลค่าที่สูงกว่าความเป็นจริง (Overpriced) และสำหรับค่า Alpha ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 2 และ 1 คะแนนมีค่าเป็นบวก เป็นผลมาจากการพยากรณ์ราคาของกลุ่มหลักทรัพย์นี้ (Theoretical priced) น้อยเกินไปกว่าผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (Actual Return) จึงทำให้เกิดค่า Alpha เป็นบวกขึ้น ซึ่งหมายความว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 2 และ 1 คะแนน มีมูลค่าที่ต่ำกว่าความเป็นจริง (Undervalued) ซึ่งหากค่า Alpha เป็นบวก แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์นั้นสามารถสร้างผลตอบแทนได้มากกว่า แบบจำลอง จึงควรใช้กลยุทธ์ Long ในการลงทุน เพื่อสร้าง

ผลตอบแทนเกินปกติ แต่ถ้าหากค่า Alpha เป็นลบ แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์นั้นสร้างผลตอบแทนได้น้อยเกินกว่าแบบจำลอง จึงควรใช้กลยุทธ์ Short ในการลงทุน เพื่อสร้างผลตอบแทนเกินปกติ

นอกจากนี้ ในตารางที่ 4.3 จะเห็นได้ว่าปัจจัยต่างๆที่ได้จากผลการวิเคราะห์สมการถดถอย มีค่า Coefficient ของตัวแปร MKT หรือ ความเสี่ยงจากตลาด มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนเกินปกติ สำหรับทุกๆระดับการกำกับดูแลกิจการ และ ค่า Coefficient ของตัวแปร SMB หรือ ความเสี่ยงจากขนาดกิจการ ก็มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนเกินปกติสำหรับกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 4 3 2 และ 1 คะแนน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Fama & French (1993) สำหรับค่า Coefficient ของตัวแปร HML หรือ ความเสี่ยงจากมูลค่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนเกินปกติสำหรับทุกๆระดับการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ Fama & French (1993) และสำหรับค่า Coefficient ของตัวแปร MOM หรือ ความเสี่ยงจากแนวโน้มผลตอบแทนในอดีต มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนเกินปกติสำหรับกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 5 4 และ 3 คะแนน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Carhart (1997)

เมื่อทำการทดสอบตัวแปรต้นเพื่อหาปัญหา Multicollinearity โดยการหาค่า VIF (Variance Inflation Factor) แล้ว พบว่าตัวแปรต้นทุกตัวมีค่า VIF ที่ต่ำกว่า 10 ดังนั้น การวิเคราะห์สมการถดถอยด้วยแบบจำลองนี้ไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

ในงานวิจัยชิ้นนี้ มีวัตถุประสงค์ในการจัดทำขึ้นเพื่อ ศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญตามผลประเมินการกำกับดูแลกิจการ ของบริษัทกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะใช้ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็นทั้งหมด 4 กลุ่มคือ 1) กลุ่มหลักทรัพย์ CG 5 หมายถึง กลุ่มหุ้นสามัญที่ได้รับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ ดีเลิศ (5 คะแนน) 2) กลุ่มหลักทรัพย์ CG 4 หมายถึง กลุ่มหุ้นสามัญที่ได้รับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ ดีมาก (4 คะแนน) 3) กลุ่มหลักทรัพย์ CG 3 หมายถึง กลุ่มหุ้นสามัญที่ได้รับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ ดี (3 คะแนน) 4) กลุ่มหลักทรัพย์ที่ไม่มี CG หมายถึง กลุ่มหุ้นสามัญที่ไม่ได้รับคะแนนในการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับ ดีเลิศ ดีมาก และดี (น้อยกว่าหรือเท่ากับ 2 คะแนน) และศึกษาทั้งหมดเป็นเวลา 5 ปี คือ ปี พ.ศ. 2555 - พ.ศ. 2559 ซึ่งผลที่ได้จากการศึกษางานวิจัยชิ้นนี้ สามารถสรุปออกมาได้ 2 ประเด็น ดังนี้

1. ความไม่เท่าเทียมด้านข้อมูล (Information Asymmetry) ทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติในแต่ละระดับการกำกับดูแลกิจการของกลุ่มหุ้นสามัญแต่ละกลุ่มมีความแตกต่างกัน

2. ทิศทางของค่า “ Alpha (α) ” ที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression) ในแต่ละระดับการกำกับดูแลกิจการของกลุ่มหุ้นสามัญแต่ละกลุ่มมีความแตกต่างกัน

ประเด็นที่ 1 ความไม่เท่าเทียมด้านข้อมูล (Information Asymmetry) ทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติในแต่ละระดับการกำกับดูแลกิจการของกลุ่มหุ้นสามัญแต่ละกลุ่มมีความแตกต่างกัน เนื่องจาก ค่า Alpha ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 5 4 และ 3 คะแนน มีค่าน้อยกว่าค่า Alpha ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 2 และ 1 คะแนน ซึ่งหมายความว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 5 4 และ 3 คะแนน จะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติที่มากกว่าผลตอบแทนจากความเสี่ยงทั้ง 4 ความเสี่ยงตาม Four-factor asset pricing model ได้ในปริมาณน้อย เนื่องจาก กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 5 4 และ 3 คะแนนนั้น จะเป็นบริษัทที่ไม่มีปัญหา Information Asymmetry ส่งผลให้ราคาหุ้นที่นักลงทุนซื้อขายกันในตลาดมีความใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้นๆ ราคาซื้อขายจึงค่อนข้างถูกต้องอยู่แล้ว ผลตอบแทนเกินปกติที่วัดจากค่า Alpha จึงมีค่าไม่มากนัก และในทางตรงกันข้าม กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 2 และ 1 คะแนนนั้น จะเป็นบริษัทที่มีปัญหา Information Asymmetry อยู่มาก ส่งผลให้ราคา

ซื้อขายในตลาดมีความแตกต่างกับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้นๆค่อนข้างมาก ราคาซื้อขายจึงยังไม่ถูกต้องมากนัก ผลตอบแทนเกินปกติที่วัดจากค่า Alpha จึงมีค่าอยู่มาก สอดคล้องกับ Carvalhal and Nobili (2011) ที่ทำการศึกษาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศบราซิล และสรุปผลการศึกษาว่าหลักทรัพย์ที่มีระดับการกำกับดูแลกิจการต่ำ จะสร้างผลตอบแทนเกินปกติมากกว่าหลักทรัพย์ที่มีระดับการกำกับดูแลกิจการสูง

ประเด็นที่ 2 ทิศทางของค่า “ Alpha (α) ” ที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression) ในแต่ละระดับการกำกับดูแลกิจการของกลุ่มหุ้นสามัญแต่ละกลุ่มมีความแตกต่างกัน โดยที่ค่า Alpha ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 5 4 และ 3 คะแนน มีค่าติดลบ หมายความว่า Four-factor asset pricing model ได้พยากรณ์ผลตอบแทนเกินปกติออกมามีค่าสูงมากเกินไปกว่าผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง ส่งผลให้กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 5 4 และ 3 คะแนน มีค่า Alpha ที่ติดลบ ซึ่งหมายความว่าหลักทรัพย์กลุ่มนี้มีมูลค่าที่สูงกว่าความเป็นจริง (Overpriced) หากใช้กลยุทธ์ Short ในการลงทุนก็จะทำให้นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ และสำหรับค่า Alpha ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 2 และ 1 คะแนน มีค่าเป็นบวก หมายความว่า Four-factor asset pricing model ได้พยากรณ์ผลตอบแทนเกินปกติออกมามีค่าต่ำกว่าผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง ส่งผลให้กลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้ 2 และ 1 คะแนน มีค่า Alpha ที่เป็นบวก ซึ่งหมายความว่าหลักทรัพย์กลุ่มนี้มีมูลค่าที่ต่ำกว่าความเป็นจริง (Underpriced) หากใช้กลยุทธ์ Long ในการลงทุนก็จะทำให้นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้เช่นกัน

5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

การใช้ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ที่ทำการสำรวจบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ทุกๆปี โดยจะเปิดเผยรายชื่อบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ (5 คะแนน) ดีมาก (4 คะแนน) และ ดี (3 คะแนน) เท่านั้น ทำให้ไม่สามารถรู้รายชื่อบริษัทที่ไม่ได้รับการเปิดเผยผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการได้ ซึ่งก็คือบริษัทที่ได้ 2 คะแนน 1 คะแนน และไม่ได้รับคะแนน ดังนั้นงานวิจัยชิ้นนี้จึงจำเป็นต้องรวมกลุ่มบริษัทเหล่านี้เข้าไว้ด้วยกัน

5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย

ผลการศึกษาที่ได้จากงานวิจัยชิ้นนี้ ใช้ Four-factor asset pricing model ซึ่งเป็น Model ที่ใช้พยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ที่คำนึงถึงความเสี่ยง 4 ด้านเท่านั้น คือ ความเสี่ยงจากตลาด

ความเสี่ยงขนาดของกิจการ ความเสี่ยงมูลค่ากิจการ และความเสี่ยงจากผลตอบแทนในอดีต ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว ราคาหลักทรัพย์อาจเปลี่ยนแปลงจากความเสี่ยงด้านอื่นๆได้อีก นอกเหนือจากความเสี่ยงตาม Model ที่ใช้ในงานวิจัยฉบับนี้ ดังนั้น สำหรับผู้ที่สนใจและมีความต้องการศึกษาในเรื่องนี้ในอนาคต อาจหาปัจจัยอื่นๆที่เหมาะสมและนำมาซึ่ง Model ที่เหมาะสมมากยิ่งขึ้น เพื่อให้ผลการพยากรณ์ผลตอบแทนเกินปกติที่ได้จากการลงทุนในหุ้นสามัญตามผลประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความแม่นยำมากยิ่งขึ้นต่อไป



รายการอ้างอิง

วิทยานิพนธ์

พลอยพรหม เดชชนประเสริฐ. (2556). ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับความไม่แน่นอนของข้อมูลและการกำกับดูแลกิจการ : กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

นิตยสารออนไลน์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2559. ข้อมูลสถิติทางธุรกิจหลักทรัพย์ (ข้อมูลการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯและข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านระบบ Internet). (ออนไลน์). แหล่งที่มา : http://www.set.or.th/th/market/market_statistics.html. 27 กันยายน 2559

ปราชญ์. 2551. ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด. (ออนไลน์). แหล่งที่มา :

<https://salamanderr.wordpress.com/2008/12/16>. 22 กันยายน 2559

วรวรรณ ธาราภูมิ. 2557. Money Tips: CG ในมุมมองของนักลงทุนสถาบัน. (ออนไลน์). แหล่งที่มา : <http://www.manager.co.th/iBizChannel/ViewNews.aspx?NewsID=957000007144>
3. 9 กันยายน 2559

อัฐวุฒิ ปภังกร. 2556. ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. (ออนไลน์). แหล่งที่มา : <https://thaicg.wordpress.com>. 23 กันยายน 2559

Articles

Andre Carvalhal & Carolina Nobili (2011) Does corporate governance matter for stock returns? Estimating a four-factor asset pricing model including a governance index, *Quantitative Finance*, 11:2, 247-259, DOI: 10.1080/14697680903373676

Bauer, R., Guenster, N., Otten, R., (2004). Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. *Journal of Asset management* 5, 91-104

- Carhart, Mark M., 1997. On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 52(1), pages 57-82.
- Cochrane, J., 1999. New facts in finance. *Economic Perspectives* 23, 36–58.
- Daniel, K., Titman, S., 1999. Market efficiency in an irrational world. *Financial Analysts Journal* 55, 28–40.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. and Zimmermann, H., Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. *Eur. Financial Mgmt*, 2004, 10, 267–293.
- Fama, E., 1970. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance* 25, 383–417.
- Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118, 107–155.
- Jegadeesh, Narasimham, and Sheridan Titman, 1993, Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency, *Journal of Finance* 48, 65–91.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., ‘Investor protection and corporate valuation’, *Journal of Finance*, Vol. 57, 2002, pp. 1147–70.
- Lombardo, D. and Pagano, M., ‘Legal determinants of the return on equity’, Working Paper No. 193 (Stanford Law School, 2000).
- Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen & Charles C. Y. Wang, Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns, 108 *J. Fin. Econ.* 323 (2013).



ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

การคำนวณตัวแปรต้น SMB HML และ MOM

ในการคำนวณตัวแปร SMB HML และ MOM เพื่อนำไปใช้ในสมการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ตาม Four-factor asset pricing model มีวิธีการคำนวณ ดังต่อไปนี้

1.SMB

ตัวแปร SMB_t (Small Minus Big) คือ ผลต่างระหว่างผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ย (Equally - weighted) ของกลุ่มหุ้นสามัญขนาดเล็ก (Bottom 30% : Small (Portfolio S)) และผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยของกลุ่มหุ้นสามัญขนาดใหญ่ (Top 30% : Big (Portfolio B))

ขั้นที่ 1 เรียงลำดับหุ้นสามัญของทุกบริษัทในกลุ่มตัวอย่างแต่ละเดือนทั้งหมด 60 เดือนตามขนาดบริษัท (Market Capitalization) จากน้อยสุดไปยังมากที่สุด ซึ่งจะใช้ข้อมูลมูลค่าตลาดของส่วนของเจ้าของ ณ สิ้นเดือนที่ t มาพิจารณา จากนั้น แบ่งหุ้นสามัญในแต่ละเดือนออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มหุ้นสามัญขนาดเล็ก (Bottom 30% : Small (Portfolio S)) กลุ่มหุ้นสามัญขนาดกลาง (Medium 40% : Medium1 (Portfolio M1)) และ กลุ่มหุ้นสามัญขนาดใหญ่ (Top 30% : Big (Portfolio B))

ขั้นที่ 2 คำนวณผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยที่ละเดือนของทั้งกลุ่มหุ้นสามัญขนาดเล็ก (Portfolio S) และ กลุ่มหุ้นสามัญขนาดใหญ่ (Portfolio B) จากนั้น นำผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยแต่ละเดือนของกลุ่มหุ้นสามัญขนาดเล็ก (Portfolio S) หักลบกับ ผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยแต่ละเดือนของกลุ่มหุ้นสามัญขนาดใหญ่ (Portfolio B) ก็จะได้ SMB_t ทั้งสิ้น 60 ข้อมูล

2.HML

ตัวแปร HML_t (High Minus Low) คือ ผลต่างระหว่างผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ย (Equally - weighted) ของกลุ่มหุ้นสามัญมูลค่าสูง (Top 30% : High (Portfolio H)) และผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยของกลุ่มหุ้นสามัญมูลค่าต่ำ (Bottom 30% : Low (Portfolio L))

ขั้นที่ 1 เรียงลำดับหุ้นสามัญของทุกบริษัทในกลุ่มตัวอย่างแต่ละเดือนทั้งหมด 60 เดือนตามอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (B/M Ratio) จากมากที่สุดไปยังน้อยสุด ซึ่งจะใช้ข้อมูลมูลค่าทางบัญชีและมูลค่าตลาดของส่วนของเจ้าของ ณ สิ้นเดือนที่ t มาพิจารณา จากนั้น แบ่งหุ้นสามัญของแต่ละบริษัทออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มหุ้นสามัญมูลค่าสูง (Top 30% : High (Portfolio H)) กลุ่มหุ้นสามัญมูลค่ากลาง (Medium 40% : Medium2 (Portfolio M2)) และ กลุ่มหุ้นสามัญมูลค่าต่ำ (Bottom 30% : Low (Portfolio L))

ขั้นที่ 2 คำนวณผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยที่ละเดือนของกลุ่มหุ้นสามัญมูลค่าสูง (Portfolio H) และ กลุ่มหุ้นสามัญมูลค่าต่ำ (Portfolio L) จากนั้น นำผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยแต่ละเดือนของกลุ่มหุ้นสามัญมูลค่าสูง (Portfolio H) หักลบกับ ผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยแต่ละเดือนของกลุ่มหุ้นสามัญมูลค่าต่ำ (Portfolio L) ก็จะได้ HML_t ทั้งหมด 60 ข้อมูล

3.MOM

ตัวแปร MOM_t (Momentum) คือ ผลต่างระหว่างผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ย (Equally - weighted) ของกลุ่มหุ้นสามัญที่มีผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยสูง (Top 30% : Winners (Portfolio U)) และผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยของกลุ่มหุ้นสามัญที่มีผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยต่ำ (Bottom 30% : Losers (Portfolio D))

ขั้นที่ 1 เรียงลำดับหุ้นสามัญของทุกบริษัทในกลุ่มตัวอย่างแต่ละเดือนทั้งหมด 60 เดือนตามอัตราผลตอบแทนรายเดือน (Monthly Return) จากมากที่สุดไปน้อยสุด โดยในแต่ละเดือนจะใช้ข้อมูลผลตอบแทนรายเดือน ณ เดือนที่ $t+1$ มาพิจารณา จากนั้น แบ่งหุ้นสามัญออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มหุ้นสามัญผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยสูง (Top 30% : Winners (Portfolio U)) กลุ่มหุ้นสามัญผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยปานกลาง (Medium 40% : Medium3 (Portfolio M3)) และ กลุ่มหุ้นสามัญผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยต่ำ (Bottom 30% : Losers (Portfolio D))

ขั้นที่ 2 คำนวณผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยที่ละเดือนของกลุ่มหุ้นสามัญผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยสูง (Portfolio U) และ กลุ่มหุ้นสามัญผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยต่ำ (Portfolio D) จากนั้น นำผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยแต่ละเดือนของกลุ่มหุ้นสามัญผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยสูง (Portfolio U) หักลบกับ ผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยแต่ละเดือนของกลุ่มหุ้นสามัญผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยต่ำ (Portfolio D) ก็จะได้ MOM_t ทั้งหมด 60 ข้อมูล

ภาคผนวก ข

การคำนวณตัวแปรตาม $R_{pt} - R_{ft}$

$R_t - R_{ft}$ เป็นต่างของผลตอบแทนรายเดือนของกลุ่มหุ้นสามัญแต่ละระดับกิจการในเดือนที่ t กับ ผลตอบแทนของตัวเงินคลังเดือนที่ t สามารถคำนวณได้ดังนี้

ขั้นที่ 1 แบ่งหุ้นสามัญในกลุ่มตัวอย่างตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ คือกลุ่มหุ้นสามัญที่ได้ 5 คะแนน 4 คะแนน 3 คะแนน และ กลุ่มหุ้นสามัญที่เหลือ ในแต่ละปี รวมทั้งสิ้น 5 ปี (พ.ศ. 2555 – พ.ศ. 2559) จากนั้นคำนวณผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยของกลุ่มหุ้นสามัญในแต่ละระดับกิจการและคำนวณแยกเป็นแต่ละเดือน รวมทั้งสิ้น 60 เดือน ก็จะได้ R_t จำนวน 60 ข้อมูล

ขั้นที่ 2 นำ R_t ที่คำนวณได้ในขั้นที่ 1 ของแต่ละระดับการกำกับดูแลกิจการ มาหักลบกับ R_{ft} หรือผลตอบแทนรายเดือนของตัวเงินคลังเดือนที่ t ก็จะได้ $R_t - R_{ft}$ จำนวน 60 ข้อมูลสำหรับแต่ละระดับการกำกับดูแลกิจการ

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวบุญญฉัตร บุญญาลัย
วันเดือนปีเกิด	14 พฤษภาคม พ.ศ. 2537
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2558: บัณฑิต (การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

