

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การวิจัยเรื่องผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถสรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ ได้ดังต่อไปนี้

1. สรุปผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา 1) การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ 2) ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ 3) ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาจากประชากรคือบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีการดำเนินงานต่อเนื่องและมีข้อมูลครบถ้วนในช่วงเวลาที่ทำวิจัยคือปี 2558 -2561 จำนวน 77 บริษัท โดยไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากฐานข้อมูล SET SMART และรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยจากเว็บไซต์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่ามัธยฐาน ค่าความถี่ ค่าร้อยละ และวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สมการถดถอยเชิงเส้นในระยะเวลาต่างๆ กัน (Panel Data Analysis) ทั้งนี้ เมื่อใช้ Hausman Test แล้ว ปรากฏว่า แบบ Fixed Effects เหมาะสมกับชุดข้อมูลที่ทำการวิจัย จึงเลือกใช้แบบ Fixed Effects เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์การวิจัยได้ดังนี้

วัตถุประสงค์การวิจัยที่ 1 เพื่อศึกษาการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สรุปผลการวิจัยได้ดังนี้

1) **ขนาดของคณะกรรมการบริษัท** โดยภาพรวมมีค่ามัธยฐาน เท่ากับ 8 คน โดยกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มบริการ และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม มีจำนวนกรรมการบริษัทสูงสุด คือ 12 คน ส่วนกลุ่มที่มีขนาดของคณะกรรมการบริษัทต่ำสุด ได้แก่ กลุ่มบริการและกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีจำนวนกรรมการต่ำสุด คือ 5 คน

2) **สัดส่วนกรรมการอิสระ** โดยเฉลี่ยประมาณ 45.26% กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค มีค่าเฉลี่ยสูงสุด เท่ากับ 49.10% กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยต่ำสุด เท่ากับ 39.17% และเป็นกลุ่มที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระต่ำสุด เท่ากับ 22.22% ส่วนสัดส่วนกรรมการอิสระ สูงสุดอยู่ที่ 71.43% อยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มทรัพยากร กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

3) **จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี** โดยภาพรวมมีค่ามัธยฐาน 6 ครั้งต่อปี และพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการสูงสุด คือ 22 ครั้งต่อปี อยู่ในกลุ่มบริการ ส่วนจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่ำสุด คือ 4 ครั้งต่อปี อยู่ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

4) **ค่าตอบแทนกรรมการ** โดยเฉลี่ยประมาณ 2.48 ล้านบาทต่อปี กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าตอบแทนกรรมการสูงสุดได้แก่ กลุ่มทรัพยากรประมาณ 7.91 ล้านบาทต่อปี ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าตอบแทนกรรมการต่ำสุดได้แก่กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารประมาณ 0.18 ล้านบาทต่อปี

5) **การควบบตำแหน่งของผู้บริหาร** บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ไม่มีการควบบตำแหน่งของผู้บริหาร โดยเฉพาะในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มเทคโนโลยี ไม่มีบริษัทใดที่มีการควบบตำแหน่งของผู้บริหาร ส่วนกลุ่มที่มีการควบบตำแหน่งของผู้บริหารมากกว่ากลุ่มอื่นได้แก่ กลุ่มบริการและกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

6) **สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย** โดยเฉลี่ยประมาณ 42.64% กลุ่มเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนสูงสุด เท่ากับ 53.73% กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนต่ำสุด เท่ากับ 36.57% สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่สูงที่สุดคือ 93.60% อยู่ในกลุ่มบริการ และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำสุดคือ 13.69% อยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

7) สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท โดยเฉลี่ยประมาณ 31.57% กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนสูงสุด เท่ากับ 44.90% กลุ่มทรัพยากร มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนต่ำสุด เท่ากับ 17.58% สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทที่สูงที่สุดคือ 80.01% อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง ส่วนสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทต่ำสุดคือ 0% อยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มเทคโนโลยี และกลุ่มบริการ

8) คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ในช่วงปี 2558 – 2561 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีแนวโน้มได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับดีมากเพิ่มจำนวนมากขึ้น โดยกลุ่มทรัพยากรมีสัดส่วนของบริษัทที่ได้รับคะแนนในระดับดีมาก ในสัดส่วนที่สูงกว่ากลุ่มอื่น ๆ กล่าวคือ มีจำนวน 6 ใน 9 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มทรัพยากร หรือคิดเป็นร้อยละ 66.67 รองลงมาคือกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีจำนวน 4 ใน 7 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 57.14 และกลุ่มบริการ มีจำนวน 12 ใน 25 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 48 และเป็นที่น่าสังเกต คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ไม่มีบริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศในช่วงเวลาดังกล่าว

วัตถุประสงค์การวิจัยที่ 2 เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สรุปผลการวิจัยได้ดังนี้

มูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ ค่า Tobin's Q ในช่วงปี 2558-2561 พบว่า โดยรวมมีค่าเฉลี่ย 1.86 และมีแนวโน้มลดลง สำหรับค่า Tobin's Q สูงสุดในช่วงเวลาดังกล่าวเท่ากับ 10.25 อยู่ในกลุ่มบริการ ส่วนค่า Tobin's Q ต่ำสุด เท่ากับ 0.54 อยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

จากการวิเคราะห์ Panel Data Analysis แบบ Fixed Effects พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนกรรมการอิสระ จำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการต่อปี ค่าตอบแทนกรรมการ การควบตำแหน่งของผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถร่วมกันอธิบายการเปลี่ยนแปลงมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้ร้อยละ 12.41 โดยค่าตอบแทนกรรมการและจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปีมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในทิศทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แต่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

เมื่อวิเคราะห์จำแนกรายอุตสาหกรรมพบว่า การกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มทรัพยากร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และสามารถสรุปตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการได้ดังนี้

- 1) **ค่าตอบแทนกรรมการ** มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมในทิศทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารในทิศทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01
- 2) **จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี** มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมและกลุ่มทรัพยากรในทิศทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05
- 3) **สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย** มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมและกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01
- 4) **ขนาดของคณะกรรมการบริษัท** มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในทิศทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01
- 5) **สัดส่วนกรรมการอิสระ** มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของกลุ่มทรัพยากรในทิศทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

นอกจากนี้ พบว่า ตัวแปรขนาดของกิจการ มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมและกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

วัตถุประสงค์การวิจัยที่ 3 เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สรุปผลการวิจัยได้ดังนี้

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ปี 2558 มีค่าเฉลี่ยสูงสุด 5.48% ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 23.92 ปี 2561 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 45.36% ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มบริการ ปี 2560 ค่าต่ำสุดเท่ากับ -283.69% ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ทั้งนี้ มีข้อสังเกตว่า ในปี 2560 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน สูงสุดคือ 47.74 แสดงถึง การกระจายของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของ

ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่นำมาศึกษาว่ามีการกระจายออกจากค่าเฉลี่ยมากในปี 2560 นอกจากนี้ยังพบว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานมากที่สุด

จากการวิเคราะห์การถดถอยแบบ Fixed Effects พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนกรรมการอิสระ จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี ค่าตอบแทนกรรมการ การคว่ำตำแหน่งของผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถร่วมกันอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ร้อยละ 60.62 โดยจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แต่คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการ และสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

นอกจากนี้ พบว่าตัวแปรขนาดของกิจการมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางบวก แต่ตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

เมื่อวิเคราะห์จำแนกตามรายอุตสาหกรรม พบว่า ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ใน 5 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และสามารถสรุปตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ดังนี้

1) คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการ มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมในทิศทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่มบริการในทิศทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

2) สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมและกลุ่มบริการ ในทิศทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

3) จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนโดยรวม กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในทิศทางลบ

อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มบริการในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

4) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนโดยรวม กลุ่มบริการ และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

5) สัดส่วนกรรมการอิสระ มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มทรัพยากรในทิศทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

6) การควบตำแหน่งของผู้บริหาร มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในทิศทางบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

นอกจากนี้ พบว่า ขนาดของกิจการมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนโดยรวม กลุ่มบริการ และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แต่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนโดยรวม กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มบริการ และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

2. อภิปรายผล

จากผลการวิจัยเรื่องผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถนำมาอภิปรายผลโดยแยกพิจารณาเป็นประเด็นหลัก ๆ ได้ดังนี้

1. การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ผลการวิจัย พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีการกำกับดูแลกิจการ สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน และสอดคล้องกับแนวปฏิบัติที่ดี สำหรับการกำกับดูแลกิจการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด ดังนี้

1) **ขนาดของคณะกรรมการบริษัท** โดยรวมมีค่ามัธยฐาน 8 คน จำนวนสูงสุด 12 คน และต่ำสุด 5 คน สอดคล้องกับแนวปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่กำหนดว่า องค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทที่เหมาะสม คือ มีจำนวนไม่น้อยกว่า 5 คน และไม่ควรมากกว่า 12 คน โดยให้พิจารณาขึ้นอยู่กับขนาด ประเภท และความซับซ้อนของธุรกิจ

2) **สัดส่วนกรรมการอิสระ** โดยเฉลี่ยประมาณ 45.26% และส่วนใหญ่มีค่าสัดส่วนสูงสุดอยู่ที่ 71.43% ซึ่งอยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มทรัพยากร กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง แต่อย่างไรก็ตาม พบว่ากลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีค่าสัดส่วนต่ำสุด เท่ากับ 22.22% แสดงว่ายังมีบางบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมที่ไม่เป็นไปตามแนวปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่กำหนดไว้ว่า คณะกรรมการบริษัทควรประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 (33.33%) ของจำนวนกรรมการทั้งหมด

3) **จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี** โดยภาพรวมมีค่ามัธยฐานเท่ากับ 6 ครั้งต่อปี สูงสุดจำนวน 22 ครั้งต่อปี ต่ำสุดจำนวน 4 ครั้งต่อปี สอดคล้องกับกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่กำหนดให้มีการประชุมคณะกรรมการบริษัทอย่างน้อย 3 เดือนต่อ 1 ครั้ง (4 ครั้งต่อปี) แต่อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนมีข้อปฏิบัติที่แนะนำให้บริษัทจดทะเบียนควรพิจารณาจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทให้เหมาะสมกับภาระหน้าที่และความรับผิดชอบ แต่ไม่ควรน้อยกว่า 6 ครั้งต่อปี

4) **ค่าตอบแทนกรรมการ** มีค่าเฉลี่ยประมาณ 2.48 ล้านบาทต่อปี โดยกลุ่มทรัพยากรมีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการสูงสุด ประมาณ 7.91 ล้านบาทต่อปี ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยเป็นจำนวนมาก ในขณะที่กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการต่ำสุด ประมาณ 0.18 ล้านบาทต่อปี ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้กำหนดจำนวนเงินค่าตอบแทนกรรมการไว้ แต่ให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยนโยบายและจำนวนเงินค่าตอบแทนในแบบ 56-1 ซึ่งการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการ

ควรเชื่อมโยงกับมูลค่าที่บริษัทสามารถสร้างให้กับผู้ถือหุ้น แต่ต้องไม่สูงเกินไป จนทำให้เกิดการมุ่งผลประกอบการในระยะสั้น ควรคำนึงถึงโครงสร้างและอัตราที่เหมาะสมกับความรับผิดชอบ อยู่ในลักษณะที่เปรียบเทียบได้กับระดับที่ปฏิบัติอยู่ในอุตสาหกรรม อันเป็นกลไกหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการที่ดี

5) **การควบบตำแหน่งของผู้บริหาร** ผลการวิจัยพบว่าส่วนใหญ่ไม่มีการควบบตำแหน่งกรรมการผู้จัดการกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ระบุว่า ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีหน้าที่ความรับผิดชอบต่างกัน คณะกรรมการบริษัทควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจน และควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งดังกล่าวออกจากกัน เพื่อไม่ให้บุคคลใดบุคคลหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กำหนดว่า ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ ทั้งนี้เพื่อให้มีการถ่วงดุลอำนาจกัน แต่อย่างไรก็ตาม การศึกษาครั้งนี้พบว่ายังมีบริษัทในกลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่มีการควบบตำแหน่งของผู้บริหาร

6) **สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย** ผลการวิจัยพบว่าในช่วงปี 2558-2561 กลุ่มเทคโนโลยี มีค่าสัดส่วนโดยเฉลี่ยสูงสุดคือ 53.73% กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค มีค่าสัดส่วนโดยเฉลี่ยต่ำสุดคือ 36.57% แสดงถึงการกระจายการถือหุ้นมิได้กระจุกตัวในกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งมากเกินไป และเป็นไปตามเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด คือต้องมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น้อยกว่า 150 ราย และถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่า 15% ของทุนชำระแล้ว ซึ่งจะทำให้เกิดสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นและเกิดความน่าสนใจในการลงทุนในหุ้นของบริษัท นอกจากนี้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยยังเป็นคุณสมบัติหนึ่งในการเข้าจดทะเบียนและดำรงสภาพในการเป็นบริษัทจดทะเบียน แต่เมื่อพิจารณาในรายละเอียดพบว่า ในปี 2559 มีบางบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยเพียง 13.69% ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดไว้

7) **สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท** ค่าสัดส่วนสูงสุดเท่ากับ 80.01% อยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง แต่ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0% อยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มเทคโนโลยี และกลุ่มบริการ เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยของสัดส่วน พบว่า มีค่าเฉลี่ยโดยประมาณ 31.57% ใกล้เคียงกับผลการวิจัยของนิชนันท์ จันทรเขตต์ (2554) ที่พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทมี

ค่าเฉลี่ยประมาณ 35% ซึ่งการที่กรรมการบริษัทถือหุ้นเกินกว่า 25% ถือได้ว่าเป็นผู้มีอำนาจควบคุม มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบาย การจัดการ และการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

8) **คะแนนการกำกับดูแลกิจการ** จากผลการวิจัยที่พบว่าในช่วงปี 2558-2561 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีแนวโน้มคะแนนการกำกับดูแลกิจการในทิศทางที่ดีขึ้น นั่นคือในปี 2561 บริษัทที่ไม่ได้รับการประกาศช่วงคะแนนมีจำนวนลดลงจากปี 2558 – 2560 และบริษัทที่มีคะแนนอยู่ในระดับดีมากและดีเลิศมีจำนวนเพิ่มมากขึ้น แม้ว่าบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารไม่มีบริษัทใดที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศในช่วงเวลาดังกล่าว แต่กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีสัดส่วนของบริษัทที่ได้รับคะแนนในระดับดีมากในสัดส่วนที่สูงรองจากกลุ่มทรัพยากร กล่าวคือ มีจำนวน 4 ใน 7 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 57.14 ดังนั้นโดยภาพรวมกล่าวได้ว่าสอดคล้องกับผลการวิจัยของวรกุล เกษมทรัพย์ (2553) ที่พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีมาก

2. ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

จากผลการวิจัยโดยภาพรวมและจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการซึ่งวัดด้วย Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี 2558 – 2561 มีจำนวน 5 ตัวแปร จาก 8 ตัวแปร ประกอบด้วย 4 ตัวแปรที่มีผลกระทบในทิศทางบวกได้แก่ ค่าตอบแทนกรรมการ จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และสัดส่วนกรรมการอิสระ และอีก 1 ตัวแปร ที่มีผลกระทบในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการได้แก่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งทั้ง 5 ตัวแปรนี้เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ กล่าวคือ

1) **ค่าตอบแทนกรรมการ** มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนโดยรวม และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ในทิศทางบวกสอดคล้องกับงานวิจัยของพรอนงค์ บุชราตระกูล และสุนทรี เหล่าพัฒน์ (2560) ที่พบว่า การกำหนดค่าตอบแทนกรรมการส่งผลทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งการกำหนดจำนวนเงินค่าตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารของบริษัทควรสอดคล้องกับขอบเขตความรับผิดชอบในการติดตาม กำกับนโยบาย ดูแลการบริหารจัดการและลดปัญหาความขัดแย้ง

ทางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของกับคณะกรรมการและผู้บริหาร ส่งผลให้สามารถสร้างมูลค่าแก่กิจการ การจ่ายค่าตอบแทนจึงควรอิงกับผลการดำเนินงานหรือมูลค่าหุ้นเพื่อสะท้อนมูลค่าของบริษัทส่วนเพิ่มที่ กรรมการและผู้บริหารสามารถสร้างได้จากโอกาสในการเติบโต

การกำหนดค่าตอบแทนกรรมการบริษัทสามารถอธิบายได้จากหลายแนวคิด Andreas, Rapp and Wolff (2012) เสนอแนวคิดหนึ่งที่มีใช้ใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการกำหนดค่าตอบแทน กรรมการและการกำกับดูแลกิจการ คือ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งพิจารณาว่าคณะกรรมการ บริษัทจัดเป็นกลไกหนึ่งในการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างฝ่ายบริหารกับเจ้าของบริษัท นอกจากนี้ ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของกลุ่มอุตสาหกรรมกับการกำหนดค่าตอบแทน โดย Hilburn (2010) พบว่าประเภทของอุตสาหกรรมมีผลต่อวินัยในการบริหารจัดการของผู้บริหารที่จะส่งผลต่อการ เกิดปัญหาของตัวแทน โดยบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันสูงมีกลไกตลาดเข้ามาทำให้ผู้บริหาร ต้องมีวินัยในการบริหารจัดการเพื่อให้บริษัทอยู่รอดมากขึ้นและทำให้ปัญหาตัวแทนลดลง

2) จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยรวม และกลุ่มทรัพยากร ในทิศทางบวก กล่าวคือ หากคณะกรรมการบริษัทมีการประชุม ที่มากขึ้น จะทำให้คณะกรรมการสามารถกำกับควบคุมและดูแลการปฏิบัติงานของฝ่ายจัดการได้อย่าง ต่อเนื่องและทันการณ์ ส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Chou et al. (2013) ที่พบว่าระดับการเข้าร่วมประชุมของคณะกรรมการบริษัทสามารถส่งเสริมต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียนในได้หวั่น แต่ไม่สอดคล้องกับ Vafeas, N., 1999 (อ้างอิงใน Agung Dharmawan Buchdadi, et al. 2019) ที่พบว่าจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทซึ่งถือเป็นกิจกรรมหนึ่ง ในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ ทั้งนี้ เนื่องจาก Vafeas, N. (1999) พบว่า คณะกรรมการบริษัทต้องติดตามการลดลงของราคาหุ้น และถ้าผล การดำเนินงานในปีที่ผ่านมาไม่ดีจะส่งผลให้กิจกรรมของคณะกรรมการบริษัทซึ่งวัดด้วยจำนวนครั้งของ การประชุมคณะกรรมการบริษัทมีมากขึ้น แต่ต่อมาจะทำให้ผลการดำเนินงานในปีถัดไปดีขึ้นกว่าปีก่อน

3) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในทิศทางบวก สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนที่ให้มีการจัดตั้งคณะกรรมการ บริษัททำหน้าที่กำกับดูแลกิจการ เป็นการแก้ปัญหาตัวแทนหรือผลประโยชน์ขัดแย้งระหว่างกลุ่มผู้ถือหุ้น กับกลุ่มผู้บริหารกิจการ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kyereboach and Beikpe (2002) ที่พบว่าขนาด

ของคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท กล่าวคือจำนวนกรรมการที่มากขึ้น ส่งผลให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น เนื่องจากกรรมการที่มีจำนวนมาก ทำให้ได้ความหลากหลายทางความรู้ ความเชี่ยวชาญ และประสบการณ์ของกรรมการแต่ละคน ในการตัดสินใจให้เป็นผลดีต่อบริษัทมากยิ่งขึ้น

4) สัดส่วนกรรมการอิสระ มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม

ทรัพยากรในทิศทางบวก สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bai, Liu, Lu, Song and Zhang (2003) ที่พบว่า อัตราส่วนกรรมการจากภายนอกต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการบริษัท เป็นตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วยค่า Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 กล่าวคือกิจการที่มีอัตราส่วนนี้สูง ย่อมมีค่า Tobin's Q สูงด้วย และการที่คณะกรรมการบริษัทจะแสดงบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้น โดยการติดตามและการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพนั้น คณะกรรมการบริษัทจะต้องประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติและความสามารถที่เหมาะสม อีกทั้งมีความเป็นอิสระที่จะทำให้เชื่อมั่นได้ว่ากิจกรรมต่างๆ ของบริษัท ได้ดำเนินไปอย่างถูกต้อง

5) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมและกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ในทิศทางลบ นั่นคือ ถ้าบริษัทนั้น ๆ มีสัดส่วนการถือครอง

หุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายย่อยมาก จะส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมาก ซึ่งมักเป็นการลงทุนระยะสั้น มีการซื้อขายหมุนเวียนเปลี่ยนมือกันค่อนข้างเร็ว จึงทำให้ราคาหุ้นสามัญของบริษัทนั้นขาดเสถียรภาพ ผลการศึกษาดังกล่าวนี้ ยังสามารถอธิบายด้วยผลการศึกษาของ Li, Wang and Deng (2008) ที่พบในมุมกลับกัน โดยพบว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นมีส่วนสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการ เพราะหากผู้ถือหุ้นมีสัดส่วนการถือหุ้นอยู่ในระดับสูงหรือสามารถรวบรวมหุ้นให้กระจุกตัวในกลุ่มของผู้ถือหุ้นที่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกัน (Concentrated Ownership Structure) จะทำให้มีอำนาจในการควบคุมกิจการ ปกป้องผลประโยชน์ของตนเอง และตรวจสอบผลการดำเนินงานของกิจการ ส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น

นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังพบว่า ตัวแปรขนาดของกิจการมีผลกระทบทางลบต่อมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับ Bai, Liu, Lu, Song and Zhang (2003) และ Sami, Wang, and Zhou (2011) ที่พบว่า

ขนาดของกิจการส่งผลทางลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q เช่นเดียวกับวรกมล เกษมทรัพย์ (2553) ที่พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดด้วย Tobin's Q ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

3. ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

จากผลการวิจัยโดยภาพรวมและจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่าตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี 2558 – 2561 มีจำนวน 6 ตัวแปรจาก 8 ตัวแปร ประกอบด้วย 4 ตัวแปรที่มีผลกระทบทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ได้แก่ คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการ สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท สัดส่วนกรรมการอิสระ และการควมตำแหน่งของผู้บริหาร และอีก 2 ตัวแปรที่มีผลกระทบทางลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ได้แก่ จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยสามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

1) คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการ มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมและกลุ่มบริการ ในทิศทางบวก สอดคล้องกับ Renders et al. (2010) ที่ศึกษาในประเทศยุโรป และ Klapper and Love (2004) ที่ศึกษาในประเทศในตลาดเกิดใหม่ พบว่า คณะกรรมการหรือระดับการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวชี้วัดองค์รวมของการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยมีผลกระทบต่อการดำเนินงานของบริษัทในทิศทางเดียวกัน รวมถึงกานดา พิศาลปิติ (2558) และสุรางค์ เห็นสว่าง (2560) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าคณะกรรมการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์และมีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

2) สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมและกลุ่มบริการ ในทิศทางบวก ซึ่งจากการวิเคราะห์ค่าสัดส่วนโดยเฉลี่ยประมาณ 31.57% ซึ่งอยู่ในเกณฑ์ที่เกินกว่า 25% แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ยังคงเป็นธุรกิจแบบครอบครัวที่ถือหุ้นในแบบกระจุกตัว ซึ่งจะทำให้เกิดความคล่องตัวในการบริหารงานและผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะรับรู้ถึงความเป็นเจ้าของบริษัทจึงเกิดแรงจูงใจในการบริหารงานให้ได้ผลดี และมีแนวโน้มที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์และความอยู่รอดของบริษัทในระยะยาว

อย่างไรก็ตาม มีข้อควรระวัง ซึ่งจากงานวิจัยของ Jelinek and Stuerke (2009) ซึ่งให้เห็นว่าระดับการถือหุ้นของประธานฝ่ายบริหารเมื่อมีสัดส่วนที่สูงขึ้น จะใช้วิธีการที่ส่งผลให้ตนเองได้รับผลประโยชน์มากกว่ากิจการ

3) สัดส่วนกรรมการอิสระ มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มทรัพยากร ในทิศทางบวก เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้และสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนที่ว่าตัวการจะต้องสร้างกลไกติดตามและควบคุมการทำงานของฝ่ายตัวแทน เพื่อให้สูญเสียอรรถประโยชน์น้อยที่สุด ซึ่งกลไกหนึ่งคือการมีกรรมการอิสระในสัดส่วนที่สูง เพื่อให้สามารถแสดงความเห็นเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างเป็นอิสระ และสอดคล้องกับบรรพธรณ เลิศรุจิวิช (2558) ที่พบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น รวมถึงสอดคล้องกับ Esra Ahmed and AllamHamdan (2015) ที่พบว่าปัจจัยการกำกับดูแลกิจการของบริษัทด้านสัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

4) การคว่ำตำแหน่งของผู้บริหาร มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในทิศทางบวก ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Rechner and Dalton (2006) ที่พบว่าบริษัทที่ไม่มีการคว่ำตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับตำแหน่งประธานกรรมการ มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่สอดคล้องกับกานดา พิศาลปิติ (2558) ที่พบว่า การคว่ำรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ การที่งานวิจัยครั้งนี้พบว่าผลกระทบในทิศทางบวกอาจเนื่องมาจากการคว่ำตำแหน่งของผู้บริหารในกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างทำให้เกิดความคล่องตัวในการบริหารผลการดำเนินงาน ซึ่งประเด็นนี้ควรมีการศึกษารายละเอียดให้มากกว่านี้เพื่อหาคำตอบที่ชัดเจนขึ้น

อย่างไรก็ตาม ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีหน้าที่ความรับผิดชอบต่างกัน คณะกรรมการควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจน และเพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด ดังนั้นควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

5) **จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปี** มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนโดยรวม รวมทั้งบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มก่อสร้างหิรมทรัพย์และก่อสร้าง เป็นไปในทิศทางลบ นั่นคือ หากจำนวนครั้งการประชุมมาก อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นจะลดลง ซึ่งอาจเนื่องมาจากจำนวนการประชุมที่มากครั้งแสดงถึงความ ยืดเยื้อหาข้อสรุปไม่ได้หรือเพราะปัญหาที่อาจเกิดขึ้นมากจึงทำให้ต้องมีการประชุมจำนวนมาก ซึ่งส่งผล กระทบในทางลบต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานและทำให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง สอดคล้องกับ กานดา พิศาลปิติ (2558) ที่พบว่า จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ Petchsakulwong & Jansakul, 2018 (อ้างอิงใน Agung Dharmawan Buchdadi, et al. 2019) ที่พบว่า จำนวนครั้งการประชุมที่มาก ขึ้น ทำให้ต้นทุนการจัดการสูงขึ้น ส่งผลให้อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรลดลง

6) **สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย** มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนโดยรวม กลุ่มบริการ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มเกษตรและ อุตสาหกรรมอาหารในทิศทางลบ สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ อาจเป็นเพราะว่าผู้ลงทุนรายย่อยซึ่งมี สัดส่วนโดยเฉลี่ยค่อนข้างสูงมักจะไม่สามารถรวมตัวกันเพื่อคานอำนาจผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และมักจะเน้น การลงทุนในระยะสั้น จึงไม่ได้ให้ความสนใจในการติดตามและตรวจสอบผลการดำเนินงานของกิจการ เท่าที่ควร

นอกจากนี้ การวิจัยครั้งนี้ยังพบว่าขนาดของกิจการมีผลกระทบทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดใหญ่ซึ่งมีสินทรัพย์รวมมาก จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัท ที่เล็กกว่า (สินทรัพย์รวมน้อยกว่า) เนื่องจากบริษัทที่ขนาดใหญ่จะมีข้อได้เปรียบในเรื่องข้อจำกัดต่าง ๆ ของการลงทุน อีกทั้งยังได้รับการประหยัดจากขนาด (Economy of Scale) ทำให้มีผลการดำเนินงานที่ ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก สอดคล้องกับ Sami, Wang, and Zhou (2011) และกานดา พิศาลปิติ (2558) ที่ พบว่าขนาดของกิจการมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีผลกระทบทางลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วน ของผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Alba et al. (1998) ที่พบว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัทมี ความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยอธิบายว่าหากกิจการมีการพึ่งพิงเงินทุนจาก การกู้ยืมที่มากจนส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าสูง จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของ บริษัทมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ลดลง เนื่องจากระดับการก่อหนี้ที่เพิ่มสูงขึ้นจะทำให้บริษัทมีต้นทุน

ในการจัดหาแหล่งเงินทุนที่สูงขึ้นตามไปด้วย และสอดคล้องกับณรงค์ศักดิ์ อินตะไชยวงศ์.(2556) และ กานดา พิศาลปิติ (2558) ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

3. ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัยเรื่องผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ครั้งนี้ ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

3.1 ข้อเสนอแนะในการนำผลการศึกษาไปใช้

1) จากผลการวิจัยที่พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม มีสัดส่วนต่ำสุดคือ 13.69% ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กำหนด ดังนั้น ควรให้ความรู้กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในเรื่องการกระจายการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ที่ต้องมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น้อยกว่า 150 ราย และถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่า 15% ของทุนชำระแล้ว ซึ่งบริษัทจดทะเบียนต้องจัดทำรายงาน Free Float ในระบบ SETLink โดยใช้รายชื่อผู้ถือหุ้นที่ปรากฏ ณ วันกำหนดรายชื่อผู้ถือหุ้น (Record Date : RD) หรือวันปิดสมุดทะเบียนเพื่อสิทธิเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้น (Book Closing Date : BC) เพื่อสิทธิในการเข้าร่วมประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปีของบริษัท ซึ่งหากบริษัทจดทะเบียนมี Free Float ไม่ครบถ้วนเป็นปีที่ 2 จะต้องจ่ายค่าธรรมเนียมรายปีส่วนเพิ่ม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กฎเกณฑ์การกำกับ, 2562)

2) จากผลการวิจัยที่พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยมีผลกระทบทางลบต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้น ควรส่งเสริมความรู้ให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อยเกี่ยวกับการติดตามตรวจสอบการดำเนินงานของกิจการ การเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อจะได้เข้ามารับรู้ผลการดำเนินงานของบริษัท ดูแล รักษา และใช้สิทธิของตนในฐานะผู้เป็นเจ้าของบริษัทที่ดี รวมทั้งยังได้มีโอกาสพบปะแลกเปลี่ยนข้อคิดเห็นกัน ในขณะเดียวกันบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ควรปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย

3) จากผลการวิจัยที่พบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระมีผลกระทบทางบวกต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสัดส่วนกรรมการอิสระโดยเฉลี่ยประมาณ 45.26% และส่วนใหญ่มีค่าสัดส่วนสูงสุดคือ 71.43% แต่กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยต่ำสุด เท่ากับ 39.17% และเป็นกลุ่มที่มี

สัดส่วนกรรมการอิสระต่ำสุด เท่ากับ 22.22% ดังนั้น ควรให้ความรู้กับบริษัทจดทะเบียนโดยเฉพาะในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมที่ต้องจัดให้มีกรรมการอิสระตามเกณฑ์ของสำนักงาน ก.ล.ต. กล่าวคือ มีกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 หรือ 33.33% ของจำนวนกรรมการทั้งหมด แต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน เพื่อให้สามารถแสดงความคิดเห็นได้อย่างเป็นอิสระเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท เกิดการติดตามและการตรวจสอบการบริหารงานของฝ่ายจัดการได้อย่างมีประสิทธิภาพ

4) จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการต่อปีมีผลกระทบทั้งทางบวกและทางลบ โดยมีผลกระทบทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งวัดด้วยมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ แต่มีผลกระทบทางลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งวัดจากกำไรสุทธิ ดังนั้น ผู้ใช้ข้อมูลควรระมัดระวังในการพิจารณาเรื่องจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปีที่จะมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

5) แม้ว่าจากผลการวิจัยที่พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมและกลุ่มบริการในทิศทางบวก แต่บริษัทจดทะเบียนควรพิจารณาให้มีสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทอย่างเหมาะสม เพื่อไม่ให้กรรมการบริษัทสามารถดำเนินการในลักษณะที่เป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อยได้ และเพื่อป้องกันผลเสียที่อาจเกิดขึ้นกับกิจการจากการที่กรรมการบริษัทจะใช้วิธีการที่ส่งผลให้ตนเองได้รับผลประโยชน์มากกว่ากิจการ

3.2 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1) การวิจัยครั้งนี้ใช้ค่า Tobin's Q และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรตาม ในการศึกษาครั้งต่อไปควรศึกษามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) เนื่องจาก EVA เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนผลการดำเนินงานที่คำนึงถึงต้นทุนของเงินทุน ซึ่งน่าจะเป็นประโยชน์มากยิ่งขึ้น

2) การวิจัยครั้งนี้เก็บข้อมูลในช่วง 4 ปี ระหว่างปี 2558 -2561 อาจขยายระยะเวลาการเก็บรวบรวมข้อมูลให้ยาวนานขึ้น เพื่อให้มีความชัดเจนยิ่งขึ้น และอาจจะเพิ่มตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ เช่น ระบบบริหารความเสี่ยง การควบคุมภายใน การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล การสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น เป็นต้น