

สำนักหอสมุด มหาวิทยาลัยบูรพา
ต.แสนสุข อ.เมือง จ.ชลบุรี 20131

ผลกระทบของผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ปิณิดา ประยูรวงศ์

23 ส.ค. 2558
347638

งานนิพนธ์เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชี

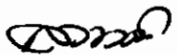
คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา

พฤศจิกายน 2556


ลิขสิทธิ์นี้เป็นของมหาวิทยาลัยบูรพา

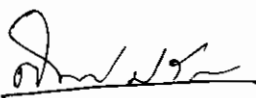
อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์และคณะกรรมการสอบปากเปล่างานนิพนธ์ ได้พิจารณา
งานนิพนธ์ของ ปิณดา ประยูรวงศ์ ฉบับนี้แล้ว เห็นสมควรรับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม
หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยบูรพาได้

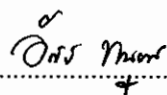
อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์


.....อาจารย์ที่ปรึกษา
(รองศาสตราจารย์สุชาติ เหล่าปรีดา)

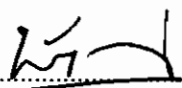
คณะกรรมการสอบปากเปล่างานนิพนธ์


.....ประธาน
(รองศาสตราจารย์สุชาติ เหล่าปรีดา)


.....กรรมการ
(ดร.ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์)


.....กรรมการ
(ดร.อิสราภรณ์ ทนุผล)

คณะกรรมการและห้องเที๋วอนุมัติให้รับงานนิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา
ตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยบูรพา


.....คณบดีคณะกรรมการจัดการและห้องเที๋ว
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์พัชนี นนทศักดิ์)
วันที่..... 7เดือน..... พฤศจิกายน..... พ.ศ. 2556

ประกาศคุณูปการ

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์สุชาติ เหล่าปรีดา ประธานกรรมการ
ที่ปรึกษา ซึ่งท่าน ได้ทุ่มเทเวลาให้คำปรึกษา แนะนำ แก้ไข ตรวจสอบ งานนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลง
ได้ด้วยดี และขอกราบขอบพระคุณ ดร.ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์ ดร.อิสราภรณ์ หนูผล กรรมการ
สอบงานนิพนธ์ ที่ได้กรุณาเพิ่มเติม แก้ไข ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

ขอกราบขอบพระคุณ มารดา ญาติและบุตร ที่ให้การสนับสนุนการเปิดโอกาสทางการ
ศึกษามาโดยตลอด ขอขอบคุณนางสาวรัชดาภรณ์ อุณหัง ที่ช่วยเก็บข้อมูล ตลอดจนน้อง ๆ M-Acc 10
ทุกคนที่คอยเป็นกำลังใจ และให้ความช่วยเหลือในการทำงานนิพนธ์นี้

ขอกราบขอบพระคุณ สำนักงานคณะกรรมการการอาชีวศึกษา และเพื่อนครูวิทยาลัย
การอาชีพพนมสารคาม ที่คอยสนับสนุนในทุก ๆ ด้านด้วยดีเสมอมา

หากงานนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อการศึกษามีส่วนดีประการใด ขอยก
ความดีนี้ให้แก่มารดา และอาจารย์ทุกท่านที่ถ่ายทอดวิชาความรู้แก่ผู้วิจัย และหากมีข้อบกพร่อง
ประการใดผู้วิจัยขอน้อมรับไว้แต่ผู้เดียว

ปิณิดา ประยูรวงศ์

54920092: สาขาวิชา: การบัญชี; บช.ม. (บัญชีมหาชน)

คำสำคัญ: ผลกระทบ/ การกำกับดูแลที่ดี/ ราคาหลักทรัพย์/ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ปีพิมพ์: ประมวลร่าง: ผลกระทบของการประเมินระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (THE IMPACT OF ASSESSMENT OF CORPORATE GOVERNANCE LEVEL ON STOCK PRICE OF THAI LISTED COMPANIES) อาจารย์ผู้ควบคุมงานนิพนธ์ ; สุชาติ เหล่าปรีดา, บช.ม. 30 หน้า ปี พ.ศ. 2556

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1. ศึกษาการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์ (Cumulative Abnormal Return: CAR) ของบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่เปิดเผย ได้แก่ ระดับดี ระดับดีมาก และระดับดีเลิศ 2. ศึกษาความแตกต่างของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์ (CAR) ของบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกัน ได้แก่ ระดับที่ไม่เปิดเผย ระดับเปิดเผยดี ระดับเปิดเผยดีมาก ระดับเปิดเผยดีเลิศ การศึกษานี้เก็บข้อมูลทุติยภูมิจากรายงานการกำกับดูแลกิจการที่ดี และฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2555 จำนวนทั้งสิ้น 1,497 ปีบริษัท โดยใช้สถิติ t-Test และ One-way ANOVA ในการทดสอบสมมติฐานในการศึกษานี้

ผลการวิเคราะห์พบว่า ภายหลังจากประกาศผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี 3 วัน มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ โดยมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์ (CAR) สูงขึ้น เมื่อมีการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่สูงขึ้น และพบว่าบริษัทที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกันมีอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์แตกต่างกัน

54920092 : MAJOR: ACCOUNTING; M.ACC (ACCOUNTING)

Keywords: Impact / Corporate governance / Stock Price

PINIDA PRAYOONWONG : THE IMPACT OF ASSESSMENT OF CORPORATE GOVERNANCE LEVEL ON STOCK PRICE OF THAI LISTED COMPANIES

ADVISOR: SUCHART LAOPREEDA, M.ACC 30 P. 2013

This research has two major aims. Firstly, to study Cumulative Abnormal Return (CAR) changes of companies which have been assessed corporate governance at “disclosed level” separated into 3 groups—good level, very good level, and excellent level. Secondly, to study the difference of CAR changes among companies which have been assessed corporate governance at difference level categorized into 4 groups; non-disclosed level, good level, very good level, and excellent level. Secondary data are collected from the Stock Exchange of Thailand Reports and the SETSMART database between 2010 and 2012, a total of 1,497 firms. The “t-Test” and “One-way ANOVA” are employed to test research hypotheses.

It is found that after three days from announcement date of assessment results of corporate governance, there is the response of stock price. It can be concluded that the higher assessed corporate governance, the higher changes in CAR. Moreover, the study also found that companies which have assessment results in different levels have different CAR.

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
สารบัญ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ช
สารบัญภาพ.....	ฅ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
สมมติฐานของการวิจัย.....	3
กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
ขอบเขตของการวิจัย.....	4
นิยามศัพท์เฉพาะ.....	5
2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	6
แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ.....	6
แนวคิดของการวัดระดับบรรษัทภิบาล.....	7
วัตถุประสงค์โครงการ.....	8
หลักเกณฑ์การพิจารณา.....	8
แนวคิดของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีและอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	10 11
3 วิธีดำเนินงานวิจัย.....	13
ลักษณะประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	13
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	15
วิธีการดำเนินงานวิจัย.....	15
ตัวแปรที่ใช้ในการวัดค่า.....	15
สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล.....	18

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
การทดสอบสมมติฐาน.....	18
4 ผลการวิจัย.....	20
ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	20
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลวิธีวิเคราะห์ค่าเฉลี่ย t-Test.....	21
การทดสอบสมมติฐาน.....	23
5 สรุปผล อภิปราย และข้อเสนอแนะ.....	24
สรุปผลการวิจัย.....	24
อภิปรายผลการวิจัย.....	25
ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป.....	26
บรรณานุกรม.....	27
ประวัติย่อผู้วิจัย.....	30

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1	จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี..... 14
2	ค่าสถิติพื้นฐานของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ของบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี..... 21
3	ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ในช่วงที่มีการประกาศผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี..... 22
4	ผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ของบริษัทที่ได้รับการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกันมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์..... 22
5	สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน..... 23

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1 ความสัมพันธ์ระหว่าง CG กับ ราคาหลักทรัพย์.....	2
2 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	4
3 ระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี.....	9

บทที่ 1

บทนำ

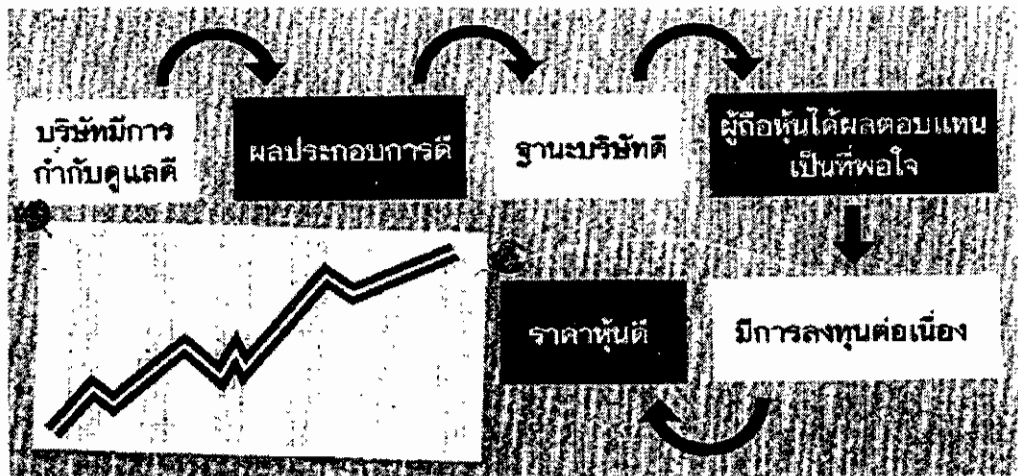
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) ได้เริ่มเข้ามามีบทบาทช่วงแรกในประเทศสหรัฐอเมริกา ประมาณทศวรรษ 1980 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่มีการปรับโครงสร้างเพื่อเสริมสร้างประสิทธิภาพของบริษัท และเพิ่มผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น ปัญหาสืบเนื่องมาจากการปรับโครงสร้างทั้งหมดนี้ส่งผลกระทบต่อตลาดทุนอย่างกว้างขวาง ทำให้คณะกรรมการบริษัท ผู้ลงทุนที่เป็นสถาบัน สำนักงานกำกับดูแลเกี่ยวกับหลักทรัพย์และสาธารณะ ได้เริ่มตรวจสอบ ทบทวนบทบาทของตน ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เป็นชนวนสำคัญในยุโรป ญี่ปุ่น และประเทศในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ รวมถึงการล้มละลายของบริษัทชั้นนำในประเทศสหรัฐอเมริกา เช่น Enron และ World com ที่สร้างความตื่นตระหนกไปทั่วโลก รวมทั้งประเทศไทย ซึ่งเหตุการณ์เหล่านี้ได้ผลักดันให้มีการพิจารณาถึงระบบการกำกับดูแลกิจการให้ใกล้ชิดยิ่งขึ้น (สังเวียน อินทวิชัย, 2548)

หลังจากวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศในช่วงปี พ.ศ. 2540 ก็เริ่มมีการตื่นตัวเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีพัฒนาการมาอย่างต่อเนื่องเมื่อต้นปี พ.ศ. 2545 เป็นปีเริ่มต้นแห่งการรณรงค์การมีบรรษัทภิบาลที่ดี รัฐบาลได้จัดตั้งคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติขึ้น เพื่อให้การส่งเสริมบรรษัทภิบาลมีพัฒนาการที่เป็นรูปธรรมอย่างต่อเนื่อง และจัดเรื่องนี้ให้เป็นวาระแห่งชาติ และรัฐบาลได้ประกาศอย่างเป็นทางการให้ปี พ.ศ. 2545 เป็นปีเริ่มต้นแห่งการรณรงค์การกำกับดูแลกิจการที่ดี เมื่อต้นปี พ.ศ. 2547 ประเทศไทยได้เข้าร่วม โครงการประเมินผลการปฏิบัติตามมาตรฐานสากลด้านบรรษัทภิบาลของธนาคารโลก โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศได้ทราบถึงพัฒนาการในเรื่องบรรษัทภิบาลของตลาดทุนไทยอย่าง ถูกต้อง เกณฑ์ที่ธนาคารโลกใช้ในการประเมิน คือ หลักการที่กำหนดโดยองค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Cooperation and Development) หรือเรียกว่า OECD (ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร, 2555)

การกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยรวมแล้วคือการดำเนินงานที่มีที่การบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส มีจริยธรรม ตรวจสอบได้และมุ่งเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นสามารถสร้างการเติบโตที่ยั่งยืนให้กับบริษัทได้ (กลต. 2550) เมื่อพูดถึงตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทสิ่งนี้นักลงทุนให้ความสนใจ คือผลตอบแทนจากการลงทุน

ซึ่งการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นจะสามารถสร้างความเชื่อมั่นในการลงทุน โดยสามารถอธิบายเป็นรูปภาพได้ดังนี้



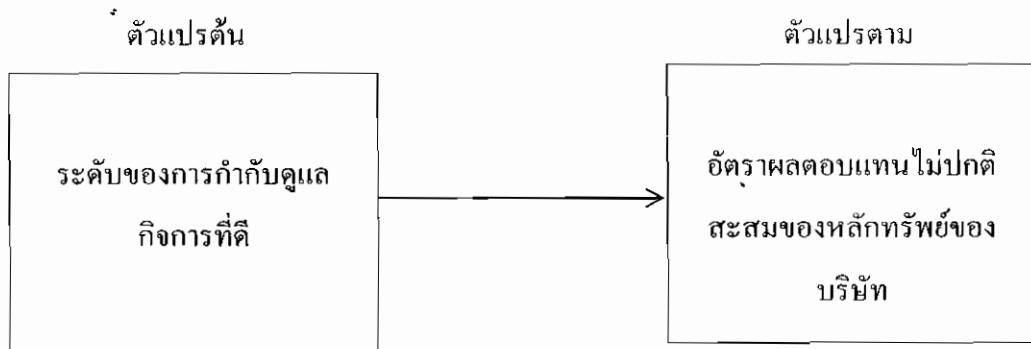
ภาพที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่าง CG กับ ราคาหลักทรัพย์

ในต่างประเทศมีรายงานวิจัยแสดงว่ามีความเกี่ยวข้องกันระหว่างมาตรฐานการกำกับดูแลของบริษัทกับราคาตลาดหุ้น แต่ยังไม่มียานวิจัยดังกล่าวในประเทศไทย จากผลการวิจัยของบริษัทไทยเรตติ้ง แอนด์ อินฟอร์เมชันเซอร์วิส จำกัด พบว่าผู้ลงทุนต่างประเทศยินดีจ่ายส่วนเกินให้กับหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพิ่มขึ้นถึง 26 % และจากการที่บริษัทปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ก็จะได้รับ ความเชื่อมั่น ความไว้วางใจจากนักลงทุนมากขึ้น และจะไม่มี การตัดราคาลงเพื่อกันไว้เป็นความเสี่ยงในเรื่องความไม่โปร่งใสหรือขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี สภาพคล่องก็จะดีขึ้น ราคาซื้อขายหลักทรัพย์จะได้ส่วนเกินสูงขึ้น จากผลการศึกษาของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย พบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในกลุ่มสูงสุด (Top Quartile) มีมูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาด (Tobin's Q) สูงกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มสุดท้าย (Bottom Quartile) ประมาณ 34 % เป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น (สังเวียน อินทวิชัย, 2548)

ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาถึงผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีหลังจากมีการประกาศผลสำรวจ CG ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ ระหว่างกิจการที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่มีความแตกต่างกัน ซึ่งเป็นผลมาจากการที่กิจการมีระบบการบริหารจัดการที่ดีและมีประสิทธิภาพ ย่อมส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของกิจการสูงขึ้นตามไปด้วย ทำให้นักลงทุนและ

ในการพิจารณางานวิจัยเพื่อตอบคำถามสมมติฐานที่ตั้งขึ้น โดยการเปรียบเทียบอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดงานวิจัย

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษานี้ เพื่อใช้เป็นข้อมูลต่อนักลงทุน นักวิเคราะห์ โดยพิจารณาใช้ข้อมูลจากการประกาศระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในการประกอบการพิจารณาลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงสุด

ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาถึงผลกระทบของผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลสำคัญทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2553 ถึง 31 ธันวาคม 2555 โดยศึกษาข้อมูลจากทุกหมวดอุตสาหกรรม โดยแบ่งกลุ่มประชากรออกเป็นสองกลุ่ม คือ กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการประเมินในระดับต่าง ๆ ซึ่งได้รวบรวมรายชื่อจากเว็บไซต์ และฝ่ายวิจัยของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ตามโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นิยามศัพท์เฉพาะ

บริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่เปิดเผย หมายถึง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับ ดีเยี่ยม ดีมาก ดี

บริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่ไม่เปิดเผย หมายถึง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับ ดีพอใช้ ผ่าน และ ต่ำกว่าระดับผ่าน

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างบริษัทที่ได้รับผลประเมินในระดับที่เปิดเผยและบริษัทที่ได้รับผลประเมินในระดับที่ไม่เปิดเผย จากการสำรวจงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรที่จะศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้นำแนวคิด บทความและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องมาใช้เป็นแนวทางในการศึกษาโดยแบ่งเป็นหัวข้อ ดังนี้

1. แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ
2. แนวคิดของการวัดระดับบรรษัทภิบาล
3. วัตถุประสงค์โครงการ
4. หลักเกณฑ์การพิจารณา
5. แนวคิดของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีและอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ
6. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

คำว่า การกำกับดูแลกิจการ อาจมีความหมายได้หลายประการตามที่นักวิชาการหลายท่านได้ให้ความหมายไว้ ดังนี้ (นภคล ร่มโพธิ์, 2548, หน้า 143-153)

ทริกเกอร์ (Tricker, 1984) บทบาทการควบคุมซึ่งไม่ได้เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานทางธุรกิจของบริษัทโดยตรง แต่ด้วยการให้แนวทางรวมของบริษัท การควบคุมดูแลการทำงานของผู้บริหารและสร้างความพึงพอใจให้กับหน่วยงานที่ควบคุมดูแลทางด้านกฎระเบียบ โดยการให้ความสำคัญนอกเหนือจากขอบเขตการทำงาน

เคคเบอร์รี่ (Cadbury, 1992) ระบบในการชี้แนะและควบคุมบริษัท

คีเซย์ และไวท์ (Keasey & Wright, 1993) โครงสร้าง กระบวนการ วัฒนธรรม และระบบที่ทำให้เกิดการปฏิบัติงานที่ประสบผลสำเร็จในองค์กร

แคนนอน (Cannon, 1994) กิจกรรมทั้งหมดที่ทำให้กฎระเบียบภายในของบริษัทเป็นไปตามกฎระเบียบที่ถูกสร้างขึ้นจากหน่วยงานควบคุม และผู้ที่เป็นเจ้าของและมีอำนาจในการควบคุม นอกจากนี้ยังรวมถึงการพิทักษ์ทรัพย์สินและการจัดการ

พาคินสัน (Parkinson, 1994) กระบวนการในการดูแลและควบคุมเพื่อที่จะให้แน่ใจว่าผู้บริหารของบริษัทดำเนินงานในแนวทางเดียวกับสิ่งที่ผู้ถือหุ้นให้ความสำคัญ

Corporate Governance Handbook (1996) ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับบริษัทและวิธีการที่ผู้ถือหุ้นปฏิบัติเพื่อจะทำให้เกิดการปฏิบัติงานที่ดีที่สุด มากยิ่งไปกว่านั้นยังรวมถึงความกระตือรือร้นของผู้ถือหุ้นในการที่จะสร้างความเปลี่ยนแปลงให้เกิดขึ้นในบริษัท

สำหรับในประเทศไทย คณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติได้ให้ความหมายของบรรษัทภิบาลหรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าการกำกับดูแลกิจการดังต่อไปนี้ (คณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ, 2548)

1. เป็นความสัมพันธ์อย่างหนึ่งระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่นในการกำหนดทิศทาง และสอดส่องดูแลผลปฏิบัติงานของบริษัท
2. เป็นโครงสร้างและกระบวนการภายในที่จัดขึ้น เพื่อให้ความมั่นใจว่าคณะกรรมการสามารถประเมินผลงานของฝ่ายจัดการของบริษัทอย่างตรงไปตรงมาและมีประสิทธิภาพ
3. ระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำและการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบตามที่ด้วยความโปร่งใส และสร้างความสามารถในการแข่งขันเพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว ภายในกรอบการมีจริยธรรมที่ดีโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่นและสังคมโดยรวม ประกอบ

สรุปแล้วหลักการของ การกำกับดูแลกิจการที่ดี ก็คือ การมุ่งเน้นให้ผู้บริหารของบริษัทปฏิบัติหน้าที่ด้วยความสุจริต โปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายเป็นสำคัญ

แนวคิดของการวัดระดับบรรษัทภิบาล

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย Thai Institute of Directors Association หรือที่เรียกกันโดยย่อว่า IOD ได้ทำการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2544 และ ได้จัดทำรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) เพื่อนำเสนอผลการปฏิบัติงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยในภาพรวม โดยเผยแพร่ให้บริษัทจดทะเบียน รวมทั้งผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุนได้ทราบโดยทั่วไป ซึ่งรายงานนี้ มีส่วนสำคัญที่ทำให้เกิดการพัฒนากำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย ดังนี้

บริษัทจดทะเบียน นำผลไปใช้พิจารณาพัฒนาการทางด้านการกำกับดูแลกิจการและบางบริษัทได้กำหนดให้ผลคะแนนของโครงการเป็น KPI ของบริษัท

นักลงทุน/ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ กสท. ได้ขอความร่วมมือจากบริษัทหลักทรัพย์ให้เปิดเผยผลการประเมินของบริษัทจดทะเบียนไว้ในรายงานการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัท และนักลงทุนทั่วไปสามารถนำผลการประเมินไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียน

หน่วยงานกำกับดูแล สามารถศึกษาถึงพัฒนาการทางด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนจากรายงานและกำหนดกลุ่มเป้าหมายและประเด็นการปฏิบัติที่ควรให้การสนับสนุนเพื่อให้เกิดการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง

จากการพัฒนาหลักเกณฑ์การสำรวจตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการในระดับสากลอย่างต่อเนื่อง ทำให้โครงการ CGR มีส่วนสำคัญในการผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนไทยสามารถปฏิบัติตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการในระดับอาเซียนได้ไม่ยาก และทำให้หุ้นไทยกลายเป็น ASEAN Asset Class ได้ในอนาคต

วัตถุประสงค์โครงการ

1. สำรวจและติดตามพัฒนาการด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย
2. จัดทำรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) เพื่อแสดงถึงการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยในภาพรวม และข้อเสนอแนะ เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการ
3. นำเสนอข้อมูลสำหรับองค์กรกำกับดูแลในการกำหนดนโยบายและกฎระเบียบด้านการกำกับดูแลกิจการ
4. จัดทำรายงานผลสำรวจเฉพาะบริษัทสำหรับบริษัทที่ต้องการทราบผลของตนเองเป็นการเฉพาะเจาะจง รวมทั้งข้อเสนอแนะเพื่อการปรับปรุงให้ดีขึ้น
5. นำผลสำรวจมาใช้ประโยชน์ในกิจกรรมส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีอื่น ๆ ได้แก่ โครงการ Board of the Year Awards ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

หลักเกณฑ์การพิจารณา

หลักเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาในปัจจุบัน พัฒนาเพิ่มเติมจากหลักเกณฑ์ที่สมาคมฯ ได้รับความร่วมมือจากบริษัท McKinsey & Company Thailand พัฒนาขึ้นในการดำเนินโครงการในปีแรก โดยอิงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ Organization for Economic Cooperation and Development (OECD Principles of Corporate Governance) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยประกอบด้วยหลักเกณฑ์รวม 148 ข้อ แบ่งออกเป็น 5 หมวดหลัก ได้แก่

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น
 2. การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันต่อผู้ถือหุ้น
 3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย
 4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส
 5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ
- แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการประเมิน

1. รายงานประจำปีของบริษัท
2. แบบรายงานข้อมูลประจำปี (56-1)
3. หนังสือนัดประชุมและรายงานการประชุมผู้ถือหุ้น
4. เว็บไซต์ของบริษัท
5. ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่เผยแพร่ผ่าน ตลท. และ กลต.
6. ข้อมูลอื่น ๆ ที่เปิดเผยต่อสาธารณชน

การประกาศผล

นอกเหนือจากการนำเสนอผลสำรวจในรายงานและในการสัมมนาที่จัดขึ้นร่วมกันระหว่างสำนักงาน ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ IOD แล้ว ยังมีการประกาศรายชื่อบริษัทที่มีคะแนนในระดับดี-ดีเลิศ ตามคะแนนที่กำหนดขึ้น โดยใช้จำนวนตราสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติแสดงระดับคะแนนในแต่ละกลุ่มดังนี้

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

ภาพที่ 3 ระดับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี

จะทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่มเรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อบริษัทในภาษาอังกฤษ

แนวคิดของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีและอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

เครื่องมือที่ช่วยให้ตัวแทนและเจ้าของมีผลประโยชน์ร่วมกันคือ หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Farinha, 2003) การสร้างกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นจะช่วยลดปัญหาตัวแทนได้ และยังทำให้กิจการมีความน่าเชื่อถือ โปร่งใส และเป็นที่ยอมรับจากผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องด้วย (La Porta et al., 1997) ในสถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน นั้น ก็จะมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ต่างกัน รวมถึงความแตกต่างในเรื่องของสิทธิของผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกิจการด้วย ถึงแม้ว่าการสร้างกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้กับกิจการนั้นก่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการ แต่ก็ทำให้กิจการมีต้นทุนเกิดขึ้นด้วย เช่น ในเรื่องของต้นทุนในการเปิดเผยข้อมูลเพื่อความโปร่งใส ต่อผู้ถือหุ้น เมื่อลองเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนและประโยชน์ที่กิจการจะได้รับจากการมีความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลแล้วนั้น ทำให้เห็นว่ากิจการจะได้ประโยชน์มากกว่าทั้งในเรื่องของการดึงดูดนักลงทุนให้มาลงทุนและเป็นผลให้ต้นทุนการกู้ยืมของกิจการต่ำกว่ากิจการที่ไม่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (สมชาย สุภัทรกุล, 2544) กิจการควรเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนและผลประโยชน์เพื่อสร้างมูลค่าให้กับกิจการให้ได้มากที่สุด จากการศึกษาความสัมพันธ์ของการประเมิน มูลค่าทางตลาดและการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีพบว่า กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่าจะมีค่า Price-to-book ratios ที่สูงกว่า และมีการชี้ให้เห็นว่านักลงทุนยอมจ่ายซื้อหุ้นของกิจการที่มีการกำกับดูแลที่ดีในราคาที่สูงกว่า

การสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นนั้นถือเป็นเป้าหมายที่สำคัญที่สุดของกิจการ ในการที่จะวัดความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นนั้นสามารถทำได้หลายวิธี และอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญนั้นเป็นอีกหนึ่งตัวชี้วัดที่แสดงถึงความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นได้ คุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็มีส่วนที่มีผลกระทบต่อลักษณะของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ และยังช่วยสะท้อนถึงสภาพความเป็นจริงของกิจการได้ บรอกแมน และซุง (Brockman & Chung, 2003) พบว่ากิจการที่มีการคุ้มครองผู้ถือหุ้นที่ไม่ดีมีความสัมพันธ์กับต้นทุนที่เกี่ยวกับสภาพคล่องของกิจการที่สูง และในทางกลับกันนั้นก็พบว่ากิจการ ที่มีการดูแลเอาใจใส่ผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ดีมีความสัมพันธ์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในทิศทางเดียวกัน (Mittton, 2002) และในตลาดหลักทรัพย์ ที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้กิจการมีสภาพคล่องที่ดีกว่าและยังมีต้นทุนของเงินลงทุนที่ต่ำกว่า นอกจากนี้จากการศึกษากลุ่มตัวอย่างในประเทศเกาหลีของ แบล็ค จาง และคิม (Black, Jang & Kim, 2006) โดยมีการให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ผลการศึกษาพบว่ากิจการที่มีคะแนนสูง (มีโครงสร้างการกำกับดูแลที่ดีกว่า) จะมีมูลค่าของกิจการมากกว่ากิจการที่มีคะแนนการกำกับดูแลต่ำ และก็ยังพบความสัมพันธ์เช่นเดียวกันนี้ในการศึกษากิจการของประเทศรัสเซีย (Black, 2001) และประเทศเยอรมัน (Drobetz et al., 2003)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ลัคโฮล์ม (Lundholm, 1998 อ้างถึงใน สมชาย สุภัทรกุล, 2544) เมื่อบริษัทเปิดเผยข้อมูลอย่างมีคุณภาพ ซึ่งเป็นองค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะทำให้นักวิเคราะห์ สนใจที่จะทำการวิเคราะห์และนำเสนอผลการวิเคราะห์ต่อนักลงทุนเพิ่มขึ้น

โค้วเวนเบิร์ก (Kouwenberg, 2006) ศึกษา Dose Voluntary Corporate Governance Code Adoption/increase Firm Value in Emerging Markets Evidence from Thailand จากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียน 320 บริษัท โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี 2546-2548 ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีราคาหุ้นดีกว่าบริษัทที่ไม่ได้ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี บริษัทที่มีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีสูง ราคาหุ้นและอัตราส่วนผลตอบแทนผู้ถือหุ้นจะดีกว่าบริษัทที่ได้รับการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่ำกว่า

กูรซุคยสกี (Gruszcynski, 2006) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทในประเทศโปแลนด์ โดยระดับคะแนนการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการนั้น ใช้การจัดอันดับคะแนนจาก Polish Corporate Governance Forum ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลกิจการในประเทศโปแลนด์ พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรและความเสี่ยงทางการเงิน โดยบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดีและมีความเสี่ยงต่ำจะมีผลระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้วย

บราวน์ และเคเยอร์ (Brown & Caylor, 2004) พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้การดำเนินงานของกิจการดีขึ้น โดยศึกษาการจัดอันดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในอเมริกา โดยวัดจากผลการดำเนินงาน เป็น 3 ด้าน คือ ด้านการดำเนินงาน ด้านมูลค่าของกิจการ ด้านการจ่ายผลตอบแทน ซึ่งจากการวัดทั้ง 3 ด้าน ดังกล่าวการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีแนวโน้มที่จะทำให้ผลการดำเนินงานทั้ง 3 ด้าน ดีตามไปด้วย

เคลปเปอร์ และเลฟ (Klapper & Love, 2004) พบว่าการจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่สูง โดยวัดค่าจากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และ Tobin's Q ในการหามูลค่าของกิจการ ทั้งนี้งานวิจัยได้ศึกษากับบริษัท 374 บริษัท ใน 14 ประเทศ คือ บราซิล ชิลี ฮองกง อินเดีย อินโดนีเซีย เกาหลี มาเลเซีย ปากีสถาน ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ แอฟริกาใต้ ไต้หวัน ตุรกี และประเทศไทย

แบลค และเคนนา (Black & Khanna, 2007) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการปฏิรูปการกำกับดูแลกิจการบริษัทในประเทศอินเดีย กับมูลค่าของบริษัท ซึ่งใน ค.ศ. 1996 ประเทศอินเดียได้บังคับใช้แผนการปฏิรูประบบการกำกับดูแลกิจการ (Clause 49) จากการศึกษาปฏิริยาของนัก

ลงทุน โดยศึกษาจากราคาหุ้นทั้งในบริษัทขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย ผลการศึกษาพบว่า ภายใน 3 วัน นับจากวันประกาศใช้ Clause 49 ราคาหุ้นของบริษัทขนาดใหญ่เพิ่มขึ้น เมื่อเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก และเพิ่มขึ้นอีกภายใน 5 วัน และ 14 วันตามลำดับทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นตามราคาหุ้นไปด้วย

เกษมสันต์ พิมพ้อ (2550) ศึกษาเปรียบเทียบข้อมูลปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่ได้รับการยกย่องที่มีผลการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการดีเด่น และกลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับการยกย่อง โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นการรวบรวมข้อมูลปริมาณการซื้อขายรายวัน และงบการเงินประจำปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 - 2548 จำนวน 41 คู่จำนวน 82 บริษัท ผลการศึกษาพบว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับการยกย่องมีปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เกินปกติดีกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับการยกย่อง

บุญญา นุช ชิวเกียรติยิ่งยง (2549) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อคุณค่าของข้อมูลกำไรและข้อมูลกระแสเงินสดในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์พบว่ากำไรที่ไม่คาดหวัง มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนไม่ปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ หมายความว่า ข้อมูลกำไรสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้

จิราพร ไพรเถื่อน (2550) ศึกษาข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2544 - 2548 พบว่ากิจการที่ได้รับการรางวัลการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีผลทำให้ประโยชน์ของข้อมูลกำไรสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากขึ้น ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่า ผู้ใช้งบการเงินให้คุณค่ากับการมีบรรษัทภิบาลที่ดี หรืออีกนัยหนึ่งบรรษัทภิบาลที่ดีช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการ

สรุปแนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง บริษัทที่มีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีระบบการวัดผลการดำเนินงานและการควบคุมที่มีประสิทธิภาพ และช่วยส่งเสริมให้บริษัทมีการพัฒนาและเติบโต สร้างความโปร่งใส เพิ่มความเชื่อมั่นและก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง จากงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี พบว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยแก้ไขปัญหาค่าความขัดแย้งของผลประโยชน์ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการมีวัตถุประสงค์และหน้าที่หลักคือ การกำกับ การติดตาม การควบคุม และการดูแลตัวแทน เพื่อให้นำทรัพยากรของกิจการไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพ ตรงตามเป้าหมาย และให้เกิดประโยชน์สูงสุดตอบแทนกลับไปยังผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างเป็นธรรม

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ
สะสมของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยกลุ่มตัวอย่างคือ
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลทั้งหมดที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้
เป็นข้อมูลทุติยภูมิโดยเก็บรวบรวมจากแหล่งต่าง ๆ โดยกำหนดวิธีการดำเนินการในการศึกษาครั้งนี้
ดังต่อไปนี้

1. ลักษณะประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
2. การเก็บรวบรวมข้อมูล
3. วิธีการดำเนินงานวิจัย
4. ตัวแปรที่ใช้ในการวัดค่า
5. สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์
6. การทดสอบสมมติฐาน

ลักษณะประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับ
ดูแลกิจการที่ดี โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี
พ.ศ. 2553-2555 กลุ่ม SET และ กลุ่ม MAI เปรียบเทียบระหว่างบริษัทที่ได้รับการประเมินในระดับ
ที่เปิดเผย กับบริษัทที่ได้รับการประเมินในระดับที่ไม่เปิดเผย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ผู้วิจัย
จะไม่รวมบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล การเพิ่มทุน การลดทุน เนื่องจากอาจมีผลกระทบต่อ
การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ และบริษัทที่มีข้อมูลของราคาหลักทรัพย์ไม่สมบูรณ์
ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี

รายการ	ปี 2553			ปี 2554			ปี 2555			รวม ทั้ง หมด						
	ดี เลิศ มาก	ดี ดี มาก	ไม่ เปิด เผย	ดี เลิศ มาก	ดี ดี มาก	ไม่ เปิด เผย	ดี ดี มาก	ดี ดี มาก	ไม่ เปิด เผย							
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาด	17	17	17													
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	70	9	138	200	587	47	145	1	225	588	59	150	171	223	603	1,778
นัก จำนวนตัวอย่างที่ได้รับผลกระทบ																
จากเหตุการณ์อื่น	4	12	3	8	27	1	4	2	18	25	6	3	7	13	29	81
นัก จำนวนตัวอย่างที่ไม่มีข้อมูลการ ซื้อ - ขายหลักทรัพย์	6	5	7	54	31	2	5	10	53	30	2	3	10	45	46	200
จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่สามารถใช้ ทดสอบได้	60	2	128	138	488	44	136	9	154	493	51	144	156	165	516	1497

การเก็บรวบรวมข้อมูล

แหล่งข้อมูลในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ซึ่งได้รวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องดังนี้

1. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2555 ข้อมูลจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย www.set.or.th
2. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายวัน และราคาปิดของหลักทรัพย์รายวันในช่วงเวลานับจากวันประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อใช้คำนวณผลตอบแทนหลักทรัพย์ และผลตอบแทนตลาด ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2555 จากเว็บไซต์ www.setsmart.com
3. รายงานการกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance report of Thai listed companies) ประจำปี 2553-2555

วิธีการดำเนินงานวิจัย

ในการศึกษาในช่วงเวลานับจากวันประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี 3 วัน (t_3) และกำหนดให้มีวันที่มีเหตุการณ์ (Event date) เป็นวันที่มีการประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยในช่วงเวลาที่ศึกษาจะต้องไม่มีเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ระหว่างปี 2553-2555 จำนวน 1,497 บริษัท

ตัวแปรและการวัดค่า

ตัวแปรที่ศึกษาค้นคว้าในครั้งนี้ ประกอบด้วยตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามดังนี้

1. ตัวแปรอิสระ (Independent variable) คือ ระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยวัดค่าตามเกณฑ์ที่บรรษัทภิบาลแห่งชาติได้ประกาศไว้ ดังนี้

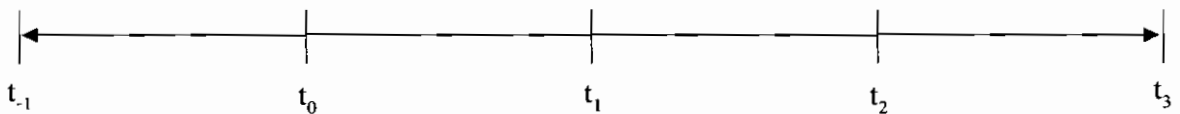
กลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินในระดับ ดีเลิศ	วัดค่าเท่ากับ 4
กลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินในระดับ ดีมาก	วัดค่าเท่ากับ 3
กลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินในระดับ ดี	วัดค่าเท่ากับ 2
กลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินในระดับที่ไม่เปิดเผย	วัดค่าเท่ากับ 1

ทั้งนี้กลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินในระดับที่ไม่เปิดเผย หมายถึง บริษัทที่ได้รับผลการประเมินในระดับดีพอใช้ ระดับผ่าน และต่ำกว่าระดับผ่าน ซึ่งจะไม่ถูกเผยแพร่ต่อสาธารณะ

1. ตัวแปรตาม (Dependent variable) คือ ราคาหลักทรัพย์ โดยวัดค่าจากผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ (CAR) โดยรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีการคำนวณ ดังนี้

ผู้วิจัยได้ใช้วิธีศึกษาเหตุการณ์ (Event study) ทดสอบการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์ตามขั้นตอนดังนี้

1. กำหนดให้วันที่มีเหตุการณ์ (Event date) คือ วันที่มีการประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยศึกษาการเปลี่ยนแปลงของอัตราที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์เป็นหลังจากวันที่มีการประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี 3 วัน (t_3) ดังแผนภาพต่อไปนี้



t_0 คือวันที่มีการประกาศผลสำรวจการกำกับกิจการที่ดี

1. ทำการแบ่งช่วงการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดังนี้

1.1 กลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินในระดับ ดีเลิศ

1.2 กลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินในระดับ ดีมาก

1.3 กลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินในระดับ ดี

1.4 กลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินในระดับที่ไม่เปิดเผย

2. ทำการคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์ ซึ่งการศึกษาครั้งนี้จะใช้ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์จากการเปลี่ยนแปลงราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถคำนวณจากสมการดังนี้

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

โดยกำหนดให้

R_{it} = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

P_{it} = ราคาปิดหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

P_{it-1} = ราคาปิดหลักทรัพย์ i ในวันที่ $t-1$

3. ทำการคำนวณหาผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น โดยผลตอบแทนจะเป็นผลตอบแทนรายวัน ซึ่งหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนใน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์คำนวณจากสมการดังนี้

$$R_{mk} = \frac{SET_t - SET_{t-1}}{SET_{t-1}}$$

โดยกำหนดให้

R_{mk} = ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์รายวันในวัน t

SET_t = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ t

SET_{t-1} = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ t-1

3. คำนวณหาค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่เกินปกติของแต่ละหลักทรัพย์ โดยใช้วิธีการ

คำนวณหาผลตอบแทนที่เกินปกติแบบตลาดปรับย้อนกลับ ซึ่งวิธีนี้เชื่อว่าผลตอบแทนแบบปกติของหลักทรัพย์จะเท่ากับผลตอบแทนของตลาด ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์จึงเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง หักด้วยผลตอบแทนของตลาด อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์) และเนื่องจากการศึกษาตามแนวทางการศึกษาเหตุการณ์นี้ ถือว่าเหตุการณ์อื่นที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ได้รวมอยู่ในอัตราผลตอบแทนของตลาดแล้ว ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (AR) ที่เกิดขึ้น จึงเป็นผลกระทบจากเหตุการณ์ที่ศึกษาเท่านั้น ตามแบบดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mk}$$

โดยกำหนดให้

AR_{it} = ผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t

R_{it} = ผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t

R_{mk} = ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ (ผลตอบแทนตลาดที่คาดหวังของหลักทรัพย์) i ณ วันที่ t

ซึ่ง t คือ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา จำนวน 3 วัน

t_0, t_1, t_2



4. นำข้อมูลค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (AR) มาหาค่าสะสมของผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (Cumulative Average Abnormal Return, CAR)

$$CAR_{it} = ((1+AR_{m1}) \dots \dots \dots * (1+AR_{it})) - 1$$

โดยกำหนดให้

CAR_{it} = ค่าสะสมของผลตอบแทนที่เกินปกติ ณ ช่วงเวลาที่ t

AR_{it} = ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่เกินปกติ ณ ช่วงเวลาที่ t

สามารถใช้คำนวณได้ดังนี้

$$CAR_{3t} = ((1+AR_{10})(1+AR_{11})(1+AR_{12}))-1$$

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ต่อการประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้มีการนำวิธีการทางสถิติมาใช้ดังนี้

สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) เป็นสถิติที่ใช้ในการศึกษาเพื่อบรรยายลักษณะของตัวอย่างที่ศึกษา สำหรับสถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานเพื่อวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศผลสำรวจ การกำกับดูแลกิจการที่ดีในการคำนวณหาผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม คือ t-Test และการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-way ANOVA)

การทดสอบสมมติฐาน

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาการประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยรวมมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์ ทดสอบแยกตามสมมติฐานงานวิจัยดังนี้

สมมติฐานวิจัย ข้อที่ 1

จากสมมติฐานงานวิจัยข้างต้น นำมาเขียนในรูปของสมมติฐานทางสถิติได้ดังนี้

H_0 : ระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่เปิดเผยไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์

H_1 : ระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่เปิดเผยมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์

ในการศึกษาการประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลต่อราคาการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์แตกต่างกัน สถิติที่ใช้ทดสอบเป็นการทดสอบแบบการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว เพื่อทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐานทางสถิติ ข้อที่ 2

H_0 : ระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกันไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์

H_1 : ระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกันมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์แตกต่างกัน

บทที่ 4

ผลการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้มุ่งเพื่อการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศผลการสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี กับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAR) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทศนิยมจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หักบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล เพิ่มทุน ลดทุน ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และ หักบริษัทที่ไม่มีข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์

เป็นการนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในตัวแบบที่ได้จากการศึกษาในภาพรวม การกำหนดข้อมูลเบื้องต้นแบ่งเป็น 2 กลุ่มหลัก ๆ คือ 1. ตัวแปรที่สนใจศึกษา และ 2. ตัวแปรตาม สำหรับสถิติพื้นฐานที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย

1. ค่าต่ำสุด (Minimum: Min)
2. ค่าสูงสุด (Maximum: Max)
3. ค่าเฉลี่ย (Mean)
4. ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation)

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

1. การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตัวแปรที่สนใจศึกษา คือ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมในช่วงเวลา 3 วัน

ตารางที่ 2 ค่าสถิติพื้นฐานของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี

	N	MIN	MAX	MEAN	SD
No	457	-.27	.95	.0018	.06318
Good	443	-.28	.36	.0038	.04017
Very	442	-.22	.14	.0037	.02843
Excellent	155	.00	.16	.0227	.02635

จากตารางที่ 2 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ไม่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี

1. ค่า CAR ของกลุ่มไม่เปิดเผย เป็นตัววัดอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ช่วงวันที่ (t_3) มีค่าที่ต่ำที่สุด คือ -0.27 ค่าที่สูงที่สุด คือ 0.95 ค่าเฉลี่ย คือ 0.0018 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน คือ 0.06318
2. ค่า CAR ของกลุ่มดี เป็นตัววัดอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ช่วงวันที่ (t_3) มีค่าที่ต่ำที่สุด คือ -0.28 ค่าที่สูงที่สุด คือ 0.36 ค่าเฉลี่ย คือ 0.0038 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน คือ 0.04017
3. ค่า CAR ของกลุ่มดีมาก เป็นตัววัดอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ช่วงวันที่ (t_3) มีค่าที่ต่ำที่สุด คือ -0.22 ค่าที่สูงที่สุด คือ 0.14 ค่าเฉลี่ย คือ 0.0037 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน คือ 0.02843
4. ค่า CAR ของกลุ่มดีเยี่ยม เป็นตัววัดอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ช่วงวันที่ (t_3) มีค่าที่ต่ำที่สุด คือ 0.00 ค่าที่สูงที่สุด คือ 0.16 ค่าเฉลี่ย คือ 0.0227 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน คือ 0.02635

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลค่าเฉลี่ย t-Test

การศึกษาการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตัวแปรที่สนใจศึกษา คือ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมในช่วงเวลา 3 วัน (t_3) เพื่อทดสอบว่าการประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลต่อราคาหลักทรัพย์หรือไม่ ตามสมมติฐานดังนี้

H_1 : ระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่เปิดเผยมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมในช่วงที่มีการประกาศผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี

	t	Std. Deviation	P-Value	Mean
Good	1.990	.04017	.047	.00380
Very	2.721	.02843	.007	.00368
Excellent	10.728	.02635	.000	.02271

จากตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมในช่วงที่มีการประกาศผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีค่าระดับนัยสำคัญ 0.047 0.007 0.000 แสดงให้เห็นว่าเมื่อมีการประกาศผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีการตอบสนอง ต่อราคาของหลักทรัพย์

H2: ระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกันมีผลต่ออัตราผลตอบแทน ที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์แตกต่างกัน

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของบริษัทที่ได้รับการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกันมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

CGR	N	Mean	Std.	F	P-Value	เปรียบเทียบระดับ	P-Value
ไม่เปิดเผย	457	.01903	.00418			ดีเลิศ-ดีมาก	.000
ดี	443	.01891	.00418			ดีเลิศ-ดี	.000
ดีมาก	442	.02094	.00416	9.093	.000	ดีเลิศ-ไม่เปิดเผย	.000
ดีเลิศ	155	-.00012	.00301			ดีมาก-ดี	1.000
รวม	1497	.00191	.00299			ดีมาก-ไม่เปิดเผย	.920
		.00203	.00299			ดี-ไม่เปิดเผย	.905

จากตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของบริษัทที่ได้รับการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกันมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

เมื่อเปรียบเทียบคะแนนระหว่างบริษัทที่ได้รับคะแนนระดับ ดีเลิศกับดีมาก ดีเลิศกับดี ดีเลิศกับ ไม่เปิดเผย มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์แตกต่างกัน โดยมีระดับนัยสำคัญ .000 ทุกระดับ

เมื่อเปรียบเทียบคะแนนระหว่างบริษัทที่ได้รับคะแนนระดับ ดีมากกับดี ดีมากกับ ไม่เปิดเผย มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกัน โดยมีระดับนัยสำคัญ 1.000 และ .920 ตามลำดับ

เมื่อเปรียบเทียบคะแนนระหว่างบริษัทที่ได้รับคะแนนระดับ ดีกับ ไม่เปิดเผย มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกัน โดยมีระดับนัยสำคัญ .905

จึงสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย ได้ว่าเมื่อมีการประกาศผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกันจะมีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน

การทดสอบสมมติฐาน

ตารางที่ 5 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
H1: ระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่เปิดเผยมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์	ยอมรับ
H2: ระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกันมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์แตกต่างกัน	ยอมรับ

บทที่ 5

สรุปผล อภิปราย และข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่อง ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีหลังจากมีการประกาศผลสำรวจ CG ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ ระหว่างกิจการที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่มีความแตกต่างกัน มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความแตกต่างของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่เปิดเผย กับบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับไม่เปิดเผย ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และศึกษาความแตกต่างของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกัน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการสำรวจ โดยทำการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในช่วงเวลาดังแต่ปี พ.ศ. 2553-2555 โดยการศึกษาข้อมูลจากรายงานการกำกับดูแลกิจการ ประจำปี 2553-2555 ราคาปิดของหลักทรัพย์รายวัน สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

สรุปผลการวิจัย

การศึกษาในช่วงเวลานับจากวันประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี 3 วัน (t_3) และกำหนดให้มีวันที่มีเหตุการณ์ เป็นวันที่มีการประกาศผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยในช่วงเวลาที่ศึกษาจะต้องไม่มีเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ โดยการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเพื่อพิจารณาราคาหลักทรัพย์ มีการเพิ่มขึ้นหลังจากที่มีการผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีประกาศออกมา โดยเมื่อมีการประกาศออกมาผู้วิจัยสังเกตว่าราคาหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงไปในเชิงบวก เมื่อทำการวิเคราะห์สมมุติฐานสามารถวิเคราะห์ได้ดังนี้

1. บริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่อยู่ในระดับที่เปิดเผยมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของหลักทรัพย์

จากผลการศึกษาพบว่าการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ของบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่เปิดเผย ได้แก่ ระดับดี ระดับดีมาก และระดับดีเลิศ มีค่าระดับนัยสำคัญ 0.047 0.007 0.000 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าเมื่อมีการประกาศผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีการตอบสนองของอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมโดยราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น เมื่อมีการประกาศผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยรวม

1. บริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่กับอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ
 สะสมของหลักทรัพย์แตกต่างกัน

ผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของบริษัทที่ได้รับการกำกับดูแล
 กิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกัน ซึ่งประกอบด้วย ระดับที่ไม่เปิดเผย ระดับเปิดเผยดี ระดับเปิดเผยดี
 มาก และระดับเปิดเผยดีเลิศ มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ผลการวิเคราะห์ทางสถิติ
 โดยใช้สถิติทดสอบการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว พบว่า บริษัทที่มีผลการประเมินการ
 กำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่แตกต่างกันมีอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์
 แตกต่างกัน

อภิปรายผลการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 จากผลการศึกษาพบว่า ระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีใน
 ระดับที่เปิดเผยมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ดังนั้นอาจสรุปได้ว่า การที่บริษัทมี
 ชื่อเสียงที่ดี มีความโปร่งใส ทำให้นักลงทุนมีความสนใจในการเข้ามาลงทุน ทำให้ราคาหลักทรัพย์
 มีราคาที่สูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ จิราพร ไพรเดือน (2550) ทำการศึกษาเรื่องผลกระทบ
 ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี คุณภาพของผู้สอบบัญชีและคุณภาพกำไรที่มีต่อความสามารถในการ
 ทำกำไรในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
 ประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดี คุณภาพของผู้สอบ
 บัญชีและคุณภาพของกำไรที่มีต่อความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ จากผลการศึกษาพบว่า
 การกำกับดูแลกิจการที่ดี คุณภาพของผู้สอบบัญชีและคุณภาพของกำไรมีผลกระทบต่อประ โยชน์
 ของข้อมูลกำไรในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ตามสมมติฐานของงานวิจัย โดยการกำกับดูแลกิจการ
 ที่ดี และคุณภาพของผู้สอบบัญชีมีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรในการอธิบายราคา
 หลักทรัพย์ในเชิงบวก แสดงให้เห็นว่ากิจการที่ได้รับการกำกับดูแลกิจการที่ดี และบริษัทที่ใช้
 ผู้สอบบัญชีเป็น Big 4 จะทำให้ข้อมูลกำไรสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากขึ้น ส่วนคุณภาพ
 กำไรของกิจการ มีผลกระทบต่อความสามารถของข้อมูลกำไรในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในเชิง
 ลบ กิจการที่มีรายการพึงรับพึงจ่ายสูง (คุณภาพกำไรต่ำ) จะส่งผลให้ข้อมูลกำไรสามารถอธิบาย
 ราคาหลักทรัพย์ได้น้อยลง และในทางตรงกันข้าม กิจการที่มีรายการพึงรับพึงจ่ายต่ำ (คุณภาพกำไร
 สูง) จะส่งผลให้ข้อมูลกำไรสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากขึ้น

สมมติฐานที่ 2 จากผลการศึกษาพบว่าระดับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับ
 ที่แตกต่างกัน มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ซึ่งสอดคล้องกับ เกษมสันต์ พิมพ์อ้า
 (2550) ศึกษาเปรียบเทียบข้อมูลปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่ได้รับการยกย่องที่มีผล

การปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการดีเด่น และกลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับการยกย่อง โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นการรวบรวมข้อมูลปริมาณการซื้อขายรายวัน และงบการเงินประจำปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544-2548 จำนวน 41 คู่จำนวน 82 บริษัท ผลการศึกษาพบว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับการยกย่องมีปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เกินปกติดีกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับการยกย่อง

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. ควรมีการเปรียบเทียบกฎระเบียบการกำกับดูแลกิจการที่ดีแบบเดิมกับแบบใหม่ เพื่อพิจารณาความเหมาะสมและผลกระทบที่เกี่ยวข้องต่อการดำเนินงาน
2. ควรศึกษาคุณภาพของการตรวจสอบบัญชีคู่ไปกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อเป็นแนวทางในการวิเคราะห์เปรียบเทียบว่าราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปนั้นมีผลมาจากการตรวจสอบที่มีคุณภาพและชื่อเสียงของบริษัทที่เกิดจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือไม่

บรรณานุกรม

- เกษมสันต์ พิมพ์อ่ำ. (2550). ศึกษาผลกระทบการประเมินบริษัทที่มีผลการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการดีเด่นต่อปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาการบัญชี, คณะมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- คณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติ. (2548). ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ. วันที่ค้นข้อมูล 20 เมษายน 2556 เข้าถึงได้จาก <http://www.cgthailand.org/SetCG/about/wgatcg.html>.
- จารุพรรณ อินทรรุ่ง. (2550). CG กับราคาหุ้นสองด้านของเหรียญจริงหรือ. วันที่ค้นข้อมูล 25 เมษายน 2556, เข้าถึงได้จาก http://www.sec.or.th/investor_edu/info_media/article/2550/Content_0000000889.jsp?categoryID=CAT0000316&lang=th
- จิราพร ไพโรจน์. (2550). ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดี คุณภาพของผู้สอบบัญชีและคุณภาพกำไร ที่มีต่อความสามารถของกำไรในการอธิบายราคาหลักทรัพย์. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาการบัญชี, คณะมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2549). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี. กรุงเทพฯ : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- นภคกร ร่มโพธิ์. (2548). การวัดระดับบรรษัทภิบาลขององค์กรธุรกิจ “การกำกับดูแลกิจการที่ดี” ของคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- บุญญานุช ชีวาเกียรติยิ่งยง. (2549). ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อคุณค่าของข้อมูลกำไรและข้อมูลกระแสเงินสดในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาการบัญชี, คณะมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- วนิดา พงษ์ศักดิ์ชาติ. (2551). เอกสารประกอบการสอนวิชาสถิติสำหรับงานวิจัย. ชลบุรี: มหาวิทยาลัยบูรพา.
- สมชาย สุภัทรกุล. (2544). คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน. วารสารบริหารธุรกิจ, 90(5). 11-12

- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2546). *โครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน*. วันที่ค้นข้อมูล 25 เมษายน 2556, เข้าถึงได้จาก
<http://www.thai-iod.com/en/publications.asp?type=4>
- สังเวียน อินทรวิชัย. (2548). *รวมบทความ “การกำกับดูแลกิจการที่ดี” ของศาสตราจารย์สังเวียน อินทรวิชัย*. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2547). *คู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- สมชาย สุภัทรกุล. (2544). คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 90(5), 11-12
- ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร. (2548). *การกำกับดูแลกิจการที่ดี*. กรุงเทพฯ: ทีพีเอ็นเพรส.
 _____ . (2555). การประเมินการกำกับดูแลกิจการ. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 134(5), 1-4
- อภิญา อารมณชีน. (2550). *การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาการบัญชี, คณะบัญชี, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- Black, B. (2001). The corporate governance behavior and market values of russian firms. *Emerging Markets Review*, 2 (5), 89-108.
- Brockman, P & Chung, D. (2003). Investor protection and firm liquidity. *Journal of Finance*, 58 (6), 921-938.
- Black, B., Jang H. & Kim, W. (2006). Dose corporate governance affect firms' market value? evidence from Korea. *Journal of Law, Economics and Organization*, 22 (6), 366-413.
- Black, B., & Khanna, V. (2007). *Can corporate governance reforms increase firms' value? evidence From India*. Retrieved May 7, 2013, from <http://ssrn.com/abstract=914440>.
- Brown, L. D. & Caylor, M. L., (2004). Corporate governance and firm performance. *Warsaw School of Economic*, 10 (1), 1-40.
- Cadbury, C. (1992). *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance: The code of best practice*. London: Gee Professional Publishing.
- Cannon, T. (1994). *Corporate responsibility; A textbook on business ethics, governance, environment: Roles and responsibilities*. London: Pitman.
- Corporate Governance Handbook. (1996). *Supplement 1 on operating and financial review*. London: Gee Professional Publishing.

- Drobetz, W., Schillhofer, A. & Zimmerman, H. (2003). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10 (2), 267-293.
- Fama, F. E. (1970). Efficient capital market: Review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25 (2), 384-417.
- Farinha, J. (2003). *Corporate Governance: A Review of the Literature*. Retrieved April 28, 2013, from http://www.feb.up.pt/investigacao/cate/papers.cfm?Abstract_id=686001.
- Gruszczynski, M. (2006). Financial distress of companies in Poland. *Warsaw School of Economic*, 10 (1), 1-40.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (5), 305-360.
- Keasey, K. & Wright, M. (1993). Issues in corporate accountability and governance. *Accounting and Business Research*, 91 (1), 291-303.
- Kouwenberg, R. (2006). *Does voluntary corporate governance code adoption increase firm value in emerging market? Evidence from Thailand*. Bangkok: Mahidol University.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets, World Bank. *European Finance Review*, 13 (5), 239-259.
- La Porta, F. L., Shleifer, A. & Vishny, A. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 2 (7), 1131-1150.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64 (2), 215-241.
- Parkinson, J. E. (1994). *Corporate power and responsibility*. Oxford: Oxford University Press.
- Sharp, F. W. (1964). Capital asset prices: Theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19 (3), 425-442.
- Solomon, J. & Solomon, A. (2004). *Corporate governance and accountability*. Chichester: John Wiley & Sons.
- Standard & Poor. (2004). *Standard & Poor's corporate governance scores and evaluations: criteria, methodology and definitions*. New York: McGraw Hill.
- Tricker, R. I. (1984). *Corporate governance: Practices, procedures and powers in British companies and their boards of directors*. Aldershot: Gower Press.