

ผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE SCORES ON THE FIRM  
PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE OF  
THAILAND

เบญจวรรณ ศุภภัทรพร<sup>1</sup>

**บทคัดย่อ**

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนซึ่งจัดทำโดยสถาบันกรรมการบริษัทไทย โดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรสุทธิ (NPM) เป็นตัววัดผลการดำเนินงานกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งอยู่ในกลุ่มดัชนี SET100 จำนวน 66 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2556-2560 และทำการทดสอบด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression Model) ผลการวิจัยพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

ทางสถิติ แต่ไม่พบผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและอัตรากำไรสุทธิ

**คำสำคัญ:** ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิ

**Abstract**

The present study was conducted to explore the impact of corporate governance (CG) scores on the performance of listed companies on the Thailand Stock Exchange. To do so, the researcher used CG reports of the Thai listed companies commissioned by Thai Institute of Directors as well as Return on Asset, Return on Equity and Net Profit Margin in order to measure the firm

<sup>1</sup> อาจารย์ประจำคณะศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตเฉลิมพระเกียรติ จังหวัดสกลนคร

performance. In terms of a sample group, the 66 listed companies on the Thailand Stock Exchange SET index 100 during 2013 - 2017 were selected. To analyze the collected data, the researcher adopted multi-linear regression model of analysis. After the analysis, the findings showed the corporate governance score has a statistically positive impact on the Return on Asset. However, the significant impact on Return on Equity and Net Profit Margin was not found.

**Keywords:** Governance Scores, Firm Performance, Return on Asset, Return on Equity, Net Profit Margin

## บทนำ






การกำกับดูแลกิจการมีชื่อเรียกในบริบทต่างๆ ที่หลากหลาย เช่น ธรรมภิบาล บรรษัทภิบาลหรือ Corporate Governance (CG)ซึ่งหมายถึง การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ มีความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ และต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย(สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2559)ในปีพ.ศ. 2544 สถาบันกรรมการบริษัทไทย(Thai Institute of Directors: IOD)ได้รับการสนับสนุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงาน

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในการจัดโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเพื่อสำรวจและวัดผลการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อนำมาเปรียบเทียบกับมาตรฐานสากลเพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนาหลักการกำกับดูแลกิจการของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และเป็นแนวทางในการพัฒนาปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยใช้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของกลุ่มประเทศ OECD (OECD Principles of Corporate Governance)แบ่งออกเป็น 5 หมวด โดยในแต่ละหมวดจะมีเกณฑ์ชี้วัดและประเมินการปฏิบัติตามหลักการโดยมุ่งเน้นเครื่องมือชี้วัดที่เป็นรูปธรรมและสามารถวัดได้ในเชิงปริมาณ และหลีกเลี่ยงตัวชี้วัดที่เป็นนามธรรมหรือต้องใช้ความรู้สึกในการตัดสินซึ่งอาจก่อให้เกิดความลำเอียงได้ โดยภายหลังจากที่บริษัทที่ปรึกษา McKinsey & Company ได้ช่วยพัฒนาหลักเกณฑ์การประเมินขึ้นในปีแรก IODได้มีการทบทวนและพิจารณาปรับปรุงหลักเกณฑ์อย่างต่อเนื่อง โดยมีจำนวนหลักเกณฑ์และการให้น้ำหนักในแต่ละหมวดเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละปีเพื่อพัฒนาหลักเกณฑ์ให้มีความเหมาะสมยิ่งขึ้น ทั้งนี้ในปี 2560 มีจำนวนหลักเกณฑ์และน้ำหนักที่ใช้ในการประเมินดังตารางที่ 1 และมีเกณฑ์การจัดกลุ่มคะแนนการกำกับดูแลกิจการดังภาพที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนหลักเกณฑ์และน้ำหนักที่ใช้ในการประเมิน ปี 2560

หัวข้อ	หลักเกณฑ์การประเมิน	น้ำหนัก (%)
1. สิทธิของผู้ถือหุ้น	32	15
2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน	19	10
3. การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย	29	20
4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส	53	20
5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ	108	35
รวม	241	100

ที่มา: สถาบันกรรมการบริษัทไทย (2560ก, น.6)

Score Range	Number of Logos	Description
90 - 100		Excellent
80 - 89		Very Good
70 - 79		Good
60 - 69		Satisfactory
50 - 59		Pass
Less than 50	No Logo Given	-

ภาพที่ 1 เกณฑ์การจัดกลุ่มคะแนนการกำกับดูแลกิจการและความหมาย

ที่มา: สถาบันกรรมการบริษัทไทย (2560ข, น. 69)

การกำกับดูแลกิจการมีความสำคัญสำหรับบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาก เนื่องจากผู้ถือหุ้นทั่วไปไม่สามารถเข้าร่วมบริหารจัดการบริษัทได้จึงต้องมีการแต่งตั้งกรรมการขึ้นมาเพื่อเป็นตัวแทนเข้าไปควบคุมดูแลผู้บริหารบริษัทอีกทอดหนึ่ง ซึ่งการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ทำให้ผู้ถือหุ้นเกิดความมั่นใจว่าจะ

ได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับจำนวนเงินที่นำมาลงทุนในบริษัทนั้น(สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) และบริษัทที่มีโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีการปรับปรุงความเร็วและขอบเขตการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการโดยสมัครใจของภาคเอกชนมากขึ้นจะมีผลกระทบเชิงบวกต่อประสิทธิภาพใน

การให้ข้อมูลของราคา(Lee, Chung, and Yang, 2016) นอกจากนี้ Samia, Wangb, and Zhouc(2011) ได้กล่าวว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้ผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของกิจการดีขึ้นตามไปด้วย สอดคล้องกับ Brown and Caylor (2004) ซึ่งกล่าวว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการด้านอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิและอื่นๆเพิ่มสูงขึ้น แสดงให้เห็นว่าเมื่อกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้ประสิทธิภาพในการบริหารจัดการภายในกิจการดีขึ้นซึ่งช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของกิจการในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทนที่สูงขึ้น และช่วยให้การนำเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทนมีประสิทธิภาพดียิ่งขึ้นด้วยส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของกิจการเพิ่มสูงขึ้น และเมื่อกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีการบริหารจัดการภายในที่มีประสิทธิภาพย่อมส่งผลให้รายได้และกำไรสุทธิของกิจการเพิ่มขึ้นเป็นเหตุให้อัตรากำไรสุทธิของกิจการเพิ่มสูงขึ้นด้วย อีกทั้งการกำกับดูแลกิจการที่ดียังช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียและช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่กิจการ ซึ่งสิ่งเหล่านี้จะช่วยส่งเสริมให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดียิ่งขึ้น

ดังนั้นผู้วิจัยจึงมีความสนใจในการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของกิจการใน 3 ด้านคืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและอัตรากำไรสุทธิเนื่องจาก

เชื่อว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดปัญหาเกี่ยวกับการเกิดผลประโยชน์ทับซ้อนที่มาจากการมีตัวการและตัวแทนได้ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) (Jensen and Meckling, 1976) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีนับเป็นเป็นโครงสร้างและกระบวนการภายในของกิจการเพื่อใช้กำหนดทิศทางและสอดส่องดูแลผลการปฏิบัติงานของกิจการเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มและส่งเสริมการเติบโตอย่างมั่นคงยั่งยืนภายใต้เงื่อนไขความรับผิดชอบต่อสังคมนำไปสู่การดำเนินธุรกิจที่จะช่วยให้กิจการมีการบริหารงานภายในที่ดีขึ้น ซึ่งส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้นและมีความยั่งยืนในระยะยาว

### วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### สมมติฐาน

H<sub>1</sub>:ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H<sub>2</sub>:ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H<sub>3</sub>: ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลต่ออัตรากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง**

จากงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการและคะแนนการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานสามารถสรุปได้ดังนี้

**งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการและคะแนนการกำกับดูแลกิจการ**

Ashbaugh-Skaife, Collinsb, and LaFondc (2006) ศึกษาถึงผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่ออันดับความน่าเชื่อถือของบริษัท โดยใช้ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมาวัดการดำเนินการกำกับดูแลค่าสอบบัญชีและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในการวัดความน่าเชื่อถือของบริษัทโดยใช้อันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ซึ่งจัดอันดับโดย Standard & Poor's LT Domestic Issuer Credit Rating จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 280 บริษัท ในปี ค.ศ. 2002 โดยมีตัวแปรควบคุมคือความเสี่ยงทางการเงิน อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย ผลขาดทุน ขนาดของกิจการ อัตราส่วนวัดความเข้มข้นของทุนโครงสร้างหนี้ ผลการศึกษาพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกกับอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัท

Drobtetz, Schillhofer, and Zimmermann (2004) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและอัตราผลตอบแทนของหุ้นที่คาดหวังในประเทศเยอรมนีจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 91 บริษัท ในระหว่างเดือนมกราคม ค.ศ. 1998 ถึงเดือนกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2002 โดยใช้ตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการคือคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และใช้แบบจำลอง Capital Asset Pricing Model

(CAPM) ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหุ้นที่คาดหวัง ผลการศึกษาพบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงลบต่อผลตอบแทนของหุ้นที่คาดหวัง

**งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงาน**

Haniffa and Hudaib (2006) ศึกษาถึงโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศมาเลเซีย ในปี ค.ศ. 1992-2002 โดยใช้ตัวชี้วัดโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการคือ ขนาดบอร์ดบริหาร องค์ประกอบของคณะกรรมการ การเป็นประธานคณะกรรมการควบคุมกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร การเป็นกรรมการในหลายบริษัทในเวลาที่ถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 รายแรกเดียวกัน การถือหุ้นของกรรมการและตัวชี้วัดผลการดำเนินงานโดยใช้ Tobin's Q และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าขนาดของบอร์ดบริหารและการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 รายแรกมีผลกระทบเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ ส่วนตัวแปรอื่น ๆ ไม่มีผลกระทบกับผลการดำเนินงานของกิจการ

ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร และสุรณัย ช่วยเรือง (2559) ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างองค์กรและผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมกับผลการดำเนินงานเพื่อเพิ่มขีดความสามารถการแข่งขันในอาเซียน จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอจำนวน 113 บริษัทในระหว่างปี พ.ศ. 2555-2557 โดยมีตัวแปรอิสระคือโครงสร้างองค์กร ประกอบด้วย สัดส่วน คณะกรรมการบริหาร สัดส่วน คณะกรรมการอิสระและสัดส่วนการถือหุ้น 5

ลำดับแรก โดยใช้ผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรคั่นกลาง และตัวแปรตามคือ ผลการดำเนินงานประกอบด้วย ยอดขาย กำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี Tobin's Q Ratio ผลการศึกษาพบว่า มีเพียงสัดส่วนการถือหุ้น 5 ลำดับแรกเท่านั้นที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในรูปแบบของกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

#### งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการคะแนนการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน

Samia, Wangb, and Zhouc(2011)ศึกษาถึงผลกระทบต่อผลการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการดำเนินงานและการประเมินมูลค่าของ บริษัทในประเทศจีน ในปี ค.ศ. 2001 - 2003 โดยใช้กลุ่มตัวอย่างในปี ค.ศ. 2001 จำนวน 412 บริษัท ปี ค.ศ. 2002 จำนวน 498 บริษัท และปี ค.ศ. 2003 จำนวน 326 บริษัท รวมทั้งสิ้น 1,236 บริษัท โดยมีตัวแปรอิสระคือมาตรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (GOV-SCR) และวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และวัดมูลค่าของบริษัทโดยใช้ Tobin's Q และมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ อัตราส่วนวัดความเข้มข้นของทุน อัตรากำไรจากผลการดำเนินงานและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ผลการศึกษาพบว่า มาตรการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลกระทบต่อเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและ Tobin's Q นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของกิจการและอัตรา

กำไรจากผลการดำเนินงานมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานส่วนอัตราส่วนวัดความเข้มข้นของทุนและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในขณะที่ขนาดของกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท

Epps and Cereola (2008) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทโดยใช้กลุ่มตัวอย่างจาก S&P500 ในระหว่างปี ค.ศ. 2002-2004 จำนวน 256 บริษัท 269 บริษัท และ 273 บริษัทตามลำดับโดยใช้ตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการคือคะแนนการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี 61 ข้อใน 8 ประเภทการกำกับดูแลกิจการซึ่งจัดโดยสถาบันนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investor Services: ISS) และวัดผลการดำเนินงานโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและตัวแปรควบคุมคือลोकาลิทีมธรรมชาติของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท

Brown and Caylor(2004)ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท จากกลุ่มตัวอย่างจาก S&P500 จำนวน 2,327 บริษัท ในปี ค.ศ. 2003 โดยใช้ตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการคือ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการตามหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการ 51 ข้อซึ่งจัดโดยสถาบันนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investor Services: ISS) และวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นอัตรากำไรสุทธิการ

เติบโตของยอดขายอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน Tobin's Q และการซื้อหุ้นคืนผลการศึกษาพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อผลกำไรดำเนินงานทั้ง 6 ตัวแปร

Klapper and Love (2004) ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการการคุ้มครองผู้ลงทุนและผลการดำเนินงานในตลาดเกิดใหม่จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 374 บริษัทใน 14 ประเทศในปี ค.ศ. 2001 ได้แก่ บราซิล ชิลี ฮองกง อินเดีย อินโดนีเซีย มาเลเซีย ปากีสถานฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ แอฟริกาใต้ เกาหลีใต้ไต้หวัน ไทยและตุรกี โดยใช้การจัดอันดับของการกำกับดูแลกิจการของสถาบัน Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) ในการวัดการกำกับดูแลกิจการและวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และ Tobin's Q ผลการศึกษาพบว่าอันดับของการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลกระทบต่อผลกำไรดำเนินงานในตลาดเกิดใหม่

กังสดาล แก้วหานาม, ศิริลักษณ์ ศุทธชัย, และ นภาพร ลิขิตวงศ์ขจร (2560) ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 403 บริษัท ในปี พ.ศ. 2557 โดยใช้ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่จัดทำโดยสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นตัวแปรอิสระ มีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการและความเสี่ยงทางการเงิน ส่วนตัวแปรตามผลการดำเนินงานใช้อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ผลการศึกษาพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแล

กิจการและขนาดของกิจการมีผลกระทบต่อผลกำไรดำเนินงานกับอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมขณะที่ความเสี่ยงทางการเงินมีผลกระทบต่อผลกำไรดำเนินงานกับอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม

สุรางค์ เห็นสว่าง (2560) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบต่อระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลตอบแทนส่วนเกินและผลประกอบการเชิงการเงิน จำนวน 191 บริษัท ในระหว่างปี พ.ศ. 2556-2558 โดยมีตัวแปรอิสระคือ 1. การกำกับดูแลกิจการใช้ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่จัดทำโดยสถาบันกรรมการบริษัทไทย 2. โครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยใช้การกระจายการถือครองหุ้นของนักลงทุนรายย่อย การถือครองหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัท และการถือครองหุ้นของนักลงทุนสถาบันตัวแปรตามคือผลตอบแทนส่วนเกินและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นผลการศึกษาพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินและโครงสร้างผู้ถือหุ้น

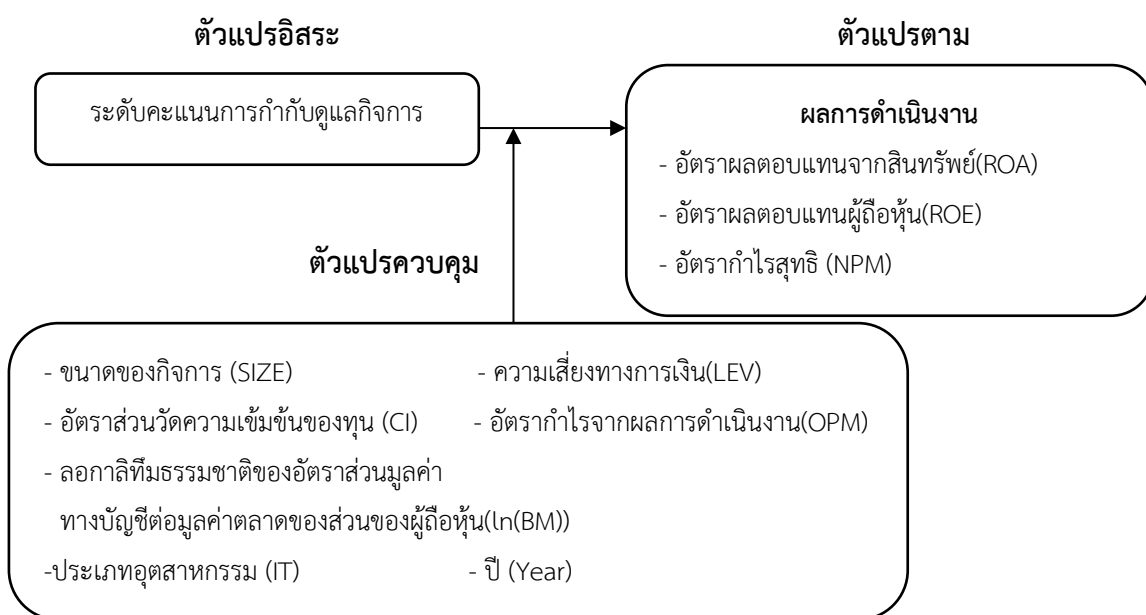
ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร(2559) ศึกษาเกี่ยวกับผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET 50 กับความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่แบ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่ม จำนวน 42 บริษัทระหว่างปี พ.ศ.2553-2557 โดยมีตัวแปรอิสระ คือผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ โดยใช้สัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่ 5 ลำดับแรกเป็นตัวแปรคั่นกลาง และมีตัวแปรตามคือมูลค่าธุรกิจ ประกอบด้วย 1. ผลการดำเนินงานโดยใช้รายได้รวม กำไรต่อหุ้น และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น 2. มูลค่ากิจการ โดยใช้ค่า

Tobin's Q3. อัตราการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น โดยใช้ อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนผลการศึกษพบว่า กิจกรรมที่มีผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีผ่าน สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกหรือมี สัดส่วนของผู้ถือหุ้นมากจะมีผลกระทบเชิงบวกกับ มูลค่าธุรกิจในด้านอัตราการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นที่วัด จากอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน ส่วนด้านผลการ ดำเนินงาน และ ด้านมูลค่ากิจการไม่พบ ความสัมพันธ์กับผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

ปราณี แจ่มสาคร (2557)ศึกษาความสัมพันธ์ ของผลการดำเนินงานทางบัญชีที่มีต่อการจัด อันดับการกำกับดูแลกิจการของกลุ่มธุรกิจการเงิน ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน33 บริษัท ในระหว่างปี พ.ศ.2551-2555 โดยมีตัวแปรอิสระคือผลการดำเนินงานทางบัญชี ดังนี้ 1.การวิเคราะห์สภาพคล่องทางการเงิน โดยใช้อัตราส่วนเงินหมุนเวียน 2.การวิเคราะห์

ความสามารถในการทำกำไร โดยใช้อัตรากำไรสุทธิ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น 3.การ วิเคราะห์ความสามารถ(ประสิทธิภาพ)ในการ ดำเนินงานโดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ รวม อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ถาวร อัตรา หมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร อัตราส่วนการ หมุนเวียนของสินทรัพย์รวม4. การวิเคราะห์ ความสามารถในการก่อหนี้ โดยใช้อัตราส่วนหนี้สิน ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และตัวแปรตามคือคะแนน การกำกับดูแลกิจการของกลุ่มธุรกิจการเงินผล การศึกษาพบว่าที่ระดับนัยสำคัญ 0.05อัตรา หมุนเวียนของสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สิน ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ คะแนนการกำกับดูแลกิจการของกลุ่มธุรกิจ การเงินและมีเพียงอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ ถาวรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับคะแนนการกำกับ ดูแลกิจการของกลุ่มธุรกิจการเงิน

**กรอบแนวคิดการวิจัย**



**ภาพที่ 2** กรอบแนวคิดในการวิจัย



การศึกษานี้ได้กำหนดกรอบแนวคิดหลักการวิจัยโดยใช้กรอบแนวคิดของ Samiaet al. (2011) ในการศึกษาโดยตัวแปรอิสระคือระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยได้จัดทำสรุปคะแนนเผยแพร่ใน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) (กังสดาล แก้วหานาม และคณะ, 2560; สุรางค์ เห็นสว่าง, 2560; ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร, 2559) ส่วนตัวแปรตามผลการดำเนินงานประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงินอัตราส่วนวัดความเข้มข้นของทุนอัตรากำไรจากผลการดำเนินงาน และเพิ่มเติมตัวแปรตามอัตรากำไรสุทธิ (Brown and Caylor, 2004) ตัวแปรควบคุมลอการิทึมธรรมชาติของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (Epps and Cereola, 2008) และเพิ่มตัวแปรควบคุมประเภทอุตสาหกรรมและปีเนื่องจากประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มาจากอุตสาหกรรมและปีที่แตกต่างกัน ดังนั้นในการศึกษาจึงต้องควบคุมประเภทอุตสาหกรรมและปีเพื่อควบคุมปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบต่อการศึกษาในครั้งนี้เพื่อใช้ประกอบการวิเคราะห์ให้มีความถูกต้องสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

## วิธีการวิจัย

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

ประชากรที่ใช้ในงานวิจัยนี้ คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งอยู่ในดัชนี SET100 จากการจัดอันดับโดยตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน [www.set.or.th](http://www.set.or.th) สำหรับการคำนวณค่าดัชนีระหว่าง 1 กรกฎาคม 2561 ถึง 31 ธันวาคม 2561 ที่มีข้อมูลสมบูรณ์ครบทั้ง 5 ปีในช่วงปี พ.ศ. 2556-2560 และมีระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคมของทุกปี และไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีโครงสร้างลักษณะธุรกิจ ข้อบังคับในการจัดทางการเงินที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ทั้งนี้มีข้อมูลที่เข้าเงื่อนไขจำนวนทั้งสิ้น 66 บริษัทสำหรับข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการสามารถเข้าถึงข้อมูลได้จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยใน [www.thai-iod.com](http://www.thai-iod.com) และสำหรับข้อมูลทางการเงินสามารถเข้าถึงข้อมูลได้จากบริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ ซึ่งจัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) โดยงานวิจัยนี้ทำการทดสอบด้วยวิธีวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression Model)

### ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

1. ตัวแปรต้น ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยได้จัดทำสรุปคะแนนเผยแพร่ใน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ทั้งนี้แม้ว่าในการจัดกลุ่มคะแนนของทางสมาคม ฯ ตามภาพที่ 1 ทางสถาบัน ฯ จะจัดกลุ่มคะแนนการกำกับดูแลกิจการออกเป็น 6 กลุ่ม โดยให้ระดับคะแนนตั้งแต่ 0-5 แต่ในการเปิดเผยข้อมูลนั้นทางสถาบัน ฯ จะทำการเปิดเผยรายชื่อบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดีเลิศดีมาก

และดีเท่านั้น และเนื่องจากคะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ (Qualitative Variable) ดังนั้นในการนำข้อมูลนี้ไปหาความสัมพันธ์จึงได้มีการกำหนดค่าให้กับตัวแปรคะแนนในรูปแบบของตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยจำแนกเป็น 2 ค่า คือ 0 และ 1 โดยแบ่งออกเป็น 3 ตัวดังนี้

CG5 = ตัวแปรหุ่นที่ระดับคะแนนดีเลิศ

CG4 = ตัวแปรหุ่นที่ระดับคะแนนดีมาก

CG3 = ตัวแปรหุ่นที่ระดับคะแนนดี

กรณี CG5, CG4, CG3 = 0 คือกิจการนั้นไม่ได้ขอทำการประเมินหรือกิจการได้คะแนนประเมินต่ำกว่าดี

## 2. ตัวแปรตาม ประกอบด้วย

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทน โดยเป็นค่าที่แสดงถึงผลกำไรที่บริษัทหาได้จากสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ดำเนินการ(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556) โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

สำหรับธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมและบริการ ROA=

$\frac{\text{กำไร(ขาดทุน)ก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้}}{\text{รวมสินทรัพย์ (เฉลี่ย)}} * 100$

รวมสินทรัพย์ (เฉลี่ย)

สำหรับธุรกิจในกลุ่มอื่นๆ

$\text{ROA} = \frac{\text{กำไร(ขาดทุน)ก่อนภาษีเงินได้}}{\text{รวมสินทรัพย์ (เฉลี่ย)}} * 100$

รวมสินทรัพย์ (เฉลี่ย)

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE)เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการวิเคราะห์เพื่อวัดผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่จะ

สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารงานของบริษัทเพื่อให้เกิดผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556) โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$\text{ROE} = \frac{\text{กำไร (ขาดทุน) สุทธิ}}{\text{รวมส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทใหญ่ (เฉลี่ย)}} * 100$

รวมส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทใหญ่ (เฉลี่ย)

อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin:

NPM) เป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงานของกิจการโดยวัดจากความสามารถในการทำกำไรของกิจการหลังจากนำรายได้และค่าใช้จ่ายทุกประเภทมาพิจารณา เพื่อดูความสามารถในการควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่ายต่างๆของกิจการเพื่อให้เกิดกำไรสุทธิ(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556) โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$\text{NPM} = \frac{\text{กำไรสุทธิ(Net Profit)}}{\text{รายได้รวม (Revenue)}} * 100$

รายได้รวม (Revenue)

## 3. ตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย

ขนาดของกิจการ (SIZE)

$\text{SIZE} = \ln(\text{Total Assets})$

เนื่องจากขนาดของกิจการจะคำนวณจากสินทรัพย์รวมของกิจการซึ่งมีมูลค่าที่แตกต่างกันมากเพื่อให้ได้ค่าที่เล็กลงเพื่อให้สามารถนำมาวิเคราะห์เปรียบเทียบกันได้จึงควรแปลงข้อมูลโดยใช้วิธี Logarithm (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2560)

ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage)

คำนวณความเสี่ยงทางการเงินโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Total Asset Ratio) (Samiaet al., 2011)

Debt to Total Asset Ratio

$= \frac{\text{หนี้สินรวม (Debt)}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$

สินทรัพย์รวม (Total Asset)

อัตราส่วนวัดความเข้มข้นของทุน  
(Capital intensity ratio: CI) (Samiaet al.,  
2011)

$CI = \frac{\text{สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Assets)}}{\text{ขายสุทธิ(Sale)}}$

อัตรากำไรจากผลการดำเนินงาน  
(Operating Profit Margin: OPM) (Samiaet al.,  
2011)

$OPM = \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}{\text{ขายสุทธิ(Sale)}}$

อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด  
ของส่วนของผู้ถือหุ้น (Book-to-Market Ratio:  
BM)

$BM = \frac{\text{Common Shareholders' Equity}}{\text{Market Capitalization}}$

=  $\frac{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}{\text{มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด}}$

ทั้งนี้คำนวณโดยใช้ลอการิทึมธรรมชาติ  
 $\ln(BM)$ ตาม Eppsand Cereola (2008)

ประเภทอุตสาหกรรม (Industry Type:  
IT)เก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)

ปี (Year)คือปี พ.ศ. ที่ใช้ในการศึกษา  
จำนวน 5 ปีในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2556-2560

ทั้งนี้ในกรณีของตัวแปรควบคุมประเภท  
อุตสาหกรรม (IT) และปี (Year) ซึ่งเป็นข้อมูล  
มาตรฐานนามบัญญัติ (Nominal Scale)เป็นข้อมูล  
ที่ไม่สามารถนำมาคำนวณได้ทันที ก่อนดำเนินการ  
วิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณจะต้องเปลี่ยนรูป

ของค่าตัวแปรเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable)

โดยจำแนกเป็น 2 ค่า คือ 0 และ 1จากเงื่อนไขใน  
การศึกษาสามารถแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมออกได้  
เป็น 6 กลุ่ม ดังนี้

1. บริการ (TI1) 19 บริษัท
2. ทรัพยากร(TI2)17 บริษัท
3. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง(TI3)15 บริษัท
4. เทคโนโลยี 7 บริษัท
5. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 6 บริษัท
6. สินค้าอุตสาหกรรม 2 บริษัท

รวม 66 บริษัท

โดยแบ่งตัวแปรหุ่นของกลุ่มอุตสาหกรรม  
ออกเป็น 3 ตัวคือ

TI1 = กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

TI2 = กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร

TI3 = กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์  
และก่อสร้าง

กรณี TI1, TI2, TI3 =0 คือ กลุ่ม  
อุตสาหกรรมเทคโนโลยีเกษตรและอุตสาหกรรม  
อาหารและสินค้าอุตสาหกรรม

และแบ่งตัวแปรหุ่นของปี (Year) ออกเป็น  
4 ตัวคือ

Year56 = ข้อมูลบริษัทในปี พ.ศ. 2556

Year57 = ข้อมูลบริษัทในปี พ.ศ. 2557

Year58 = ข้อมูลบริษัทในปี พ.ศ. 2558

Year59 = ข้อมูลบริษัทในปี พ.ศ. 2559

กรณี Year56, Year57, Year58,Year59  
= 0 คือ ข้อมูลบริษัทในปี พ.ศ. 2560ซึ่งใช้เป็นตัว  
แปรอ้างอิง (Reference Category)

**สถิติที่ใช้ในการวิจัย**

การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) อธิบายข้อมูลที่นำมาศึกษา ได้แก่ ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่อให้เข้าใจลักษณะของข้อมูลมากยิ่งขึ้น

การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic) เพื่อทดสอบสมมติฐาน และตอบวัตถุประสงค์การศึกษา คือ การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

**ผลการวิจัย**

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาสามารถสรุปได้ดังตารางที่ 2 ดังนี้

จากตารางที่ 2 ตัวแปรอิสระระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ในปีพ.ศ. 2556-2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.83 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.44 และตัวแปรตามด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 10.32 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 8.38 ด้านอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 15.77 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 16.96 ด้านอัตรากำไรสุทธิการเงินมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 9.97 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 16.52

**ตารางที่ 2** ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

ตัวแปร	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CG	0.00	5.00	3.83	1.44
SIZE	13.43	21.53	17.70	1.42
LEV	0.03	0.98	0.53	0.16
CI	0.01	73.15	1.01	4.19
OPM	-1.47	1.66	0.18	0.24
ln(BM)	-10.51	-5.93	-7.88	0.82
ROA	-17.50	75.06	10.32	8.38
ROE	-104.00	82.32	15.77	16.96
NPM	-174.16	59.26	9.97	16.52

หมายเหตุ: n = 330 (66 บริษัท x 5 ปี)

จากการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณสามารถอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรได้ดังตารางที่ 3 ในการวิเคราะห์ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์พบว่า CG3 มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ส่วน CG5 และ CG4 ไม่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานด้านอัตรา

ผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 สามารถสร้างสมการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณได้ดังนี้

$$Y = -31846 + 3.490(CG3) -20.679(LVE) + 8.034(OPM) -5.758(\ln(BM)) -2.791(IT1) -2.031(IT2)$$

หมายความว่าถ้า CG3 เพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เพิ่มขึ้น 3.49 หน่วย ถ้าความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้น 1

**ตารางที่ 3** ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของกิจการ

Variables	ROA			ROE			NPM		
	Unstandardized Coefficients	t	Sig.	Unstandardized Coefficients	t	Sig.	Unstandardized Coefficients	t	Sig.
(Constant)	-31.846	-4.465	0.000	-76.378	-4.457	0.000	-11.704	-1.633	0.103
CG5	1.216	1.014	0.311	-0.255	-0.088	0.930	0.652	0.541	0.589
CG4	1.397	1.256	0.210	1.014	0.380	0.704	1.808	1.618	0.107
CG3	3.490	2.844	0.005**	3.750	1.272	0.204	2.039	1.653	0.099
SIZE	0.315	1.064	0.288	0.944	1.328	0.185	-0.234	-0.788	0.431
LEV	-20.679	-9.256	0.000***	-18.802	-3.503	0.001***	-9.662	-4.305	0.000***
CI	-0.030	-0.373	0.709	-0.010	-0.055	0.956	-1.577	-19.808	0.000***
OPM	8.034	5.481	0.000***	20.344	5.777	0.000***	44.563	30.263	0.000***
ln(BM)	-5.758	-12.125	0.000***	-10.628	-9.315	0.000***	-2.997	-6.282	0.000***
IT1	-2.791	-2.958	0.003**	-8.326	-3.673	0.000***	-1.955	-2.062	0.040*
IT2	-2.031	-2.239	0.026*	-4.700	-2.157	0.032*	1.827	2.005	0.046*
IT3	0.467	0.491	0.624	0.627	0.274	0.784	2.713	2.835	0.005**
Year56	1.753	1.843	0.066	2.494	1.091	0.276	-0.016	-0.017	0.986
Year57	-0.689	-0.712	0.477	-1.640	-0.705	0.481	-1.501	-1.545	0.123
Year58	1.192	1.250	0.212	2.010	0.877	0.381	-1.474	-1.539	0.125
Year59	0.274	0.292	0.771	0.478	0.212	0.832	-1.186	-1.256	0.210
Adjusted R Square	0.588			0.419			0.893		
F Statistic	32.257			16.818			183.97		

\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

\*\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

\*\*\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.001

หน่วยจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ลดลง 20.679 หน่วย ถ้าอัตรากำไรจากผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เพิ่มขึ้น 8.034 หน่วย ถ้าลอกลิทิมธรรมชาติของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ลดลง 5.758 หน่วย นอกจากนี้ยังพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการและกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ลดลง 2.791 หน่วย และ 2.031 หน่วยตามลำดับ และผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณมีค่า Adjusted R Square เท่ากับ 0.588 หมายความว่า สมการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณมีความแม่นยำในการอธิบายผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้ร้อยละ 58.8

ในการวิเคราะห์ระดับคะแนนการกำกับดูแล กิจการกับผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทน ผู้ถือหุ้นและด้านอัตรากำไรสุทธิพบว่า CG5 CG4 และ CG3 ไม่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณมีค่า Adjusted R Square เท่ากับ 0.419 และ 0.893 ตามลำดับ หมายความว่าสมการวิเคราะห์การ ถดถอยแบบพหุคูณมีความแม่นยำในการอธิบาย ผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นได้ร้อยละ 41.9 และ มีความแม่นยำในการอธิบายผลกระทบของระดับ คะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ออัตรากำไรสุทธิได้ ร้อยละ 89.3

ทั้งนี้เนื่องจากตัวแปรควบคุมอัตรากำไรจาก ผลการดำเนินงาน (OPM) อาจถูกมองว่ามีความสัมพันธ์ต่ออัตรากำไรสุทธิ (NPM) สูงดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้ทำการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ โดยตัดอัตรากำไรจากผลการดำเนินงาน (OPM) ออกเพื่อนำผลมาเปรียบเทียบว่าจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานแต่ละด้านของกิจการอย่างไร ตามตารางที่ 4

จากตารางที่ 4 ในการวิเคราะห์ระดับคะแนน การกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานด้าน อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์พบว่า CG3 มี ผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานด้านอัตรา ผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทาง สถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ส่วน CG5 และ CG4 ไม่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานด้านอัตรา ผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทาง สถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยสามารถสร้างเป็น สมการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณได้ดังนี้

$$Y = -38.907 + 3.351 (CG3) -23.358 (LVE) -0.183(CI) -6.760 (\ln (BM)) -3.450 (IT1)$$

หมายความว่าถ้า CG3 เพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เพิ่มขึ้น 3.351 หน่วยถ้าความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ลดลง 23.358 หน่วย ถ้าอัตราส่วนวัดความเข้มข้นของ ทุนเพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้อัตราผลตอบแทนจาก สินทรัพย์ลดลง 0.183 หน่วย และถ้าลอกลิทิม ธรรมชาติของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่า ตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ลดลง 6.760 หน่วย นอกจากนี้ยังพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

จะทำให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ลดลง 3.450 หน่วย และผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณมีค่า Adjusted R Square เท่ากับ 0.550 หมายความว่าสมการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณดังกล่าวมีความแม่นยำในการอธิบาย

ผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้ร้อยละ 55 ในการวิเคราะห์ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานด้านอัตรากำไรสุทธิพบว่า CG5 CG4 และ CG3 ไม่มี

**ตารางที่ 4** ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของกิจการ โดยตัดตัวแปรควบคุมอัตรากำไรจากผลการดำเนินงาน (OPM) ออก

Variables	ROA			ROE			NPM		
	Unstandardized Coefficients	t	Sig.	Unstandardized Coefficients	t	Sig.	Unstandardized Coefficients	t	Sig.
(Constant)	-38.907	-5.307	0.000	-94.260	-5.325	0.000	-50.874	-3.653	0.000
CG5	1.422	1.135	0.257	0.265	0.088	0.930	1.790	0.752	0.452
CG4	1.382	1.189	0.235	0.978	0.348	0.728	1.727	0.782	0.435
CG3	3.351	2.613	0.009**	3.396	1.097	0.273	1.265	0.519	0.604
SIZE	0.425	1.377	0.170	1.222	1.641	0.102	0.376	0.641	0.522
LVE	-23.358	-10.252	0.000***	-25.585	-4.652	0.000***	-24.520	-5.666	0.000***
CI	-0.183	-2.356	0.019*	-0.398	-2.126	0.034*	-2.425	-16.476	0.000***
ln(BM)	-6.760	-14.759	0.000***	-13.166	-11.906	0.000***	-8.556	-9.835	0.000***
IT1	-3.450	-3.527	0.000***	-9.995	-4.233	0.000***	-5.611	-3.020	0.003**
IT2	-1.366	-1.454	0.147	-3.016	-1.330	0.185	5.516	3.091	0.002**
IT3	1.197	1.215	0.225	2.475	1.040	0.299	6.761	3.612	0.000***
Year56	1.922	1.934	0.054	2.921	1.218	0.224	0.920	0.487	0.626
Year57	-0.734	-0.726	0.468	-1.754	-0.719	0.473	-1.753	-0.913	0.362
Year58	1.249	1.253	0.211	2.154	0.895	0.371	-1.158	-0.612	0.541
Year59	0.330	0.336	0.737	0.620	0.262	0.794	-0.876	-0.469	0.639
Adjusted R Square	0.550			0.359			0.582		
F Statistic	29.679			14.178			33.732		

\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

\*\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

\*\*\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.001

ผลกระทบต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณมีค่า Adjusted R Square เท่ากับ 0.359 และ 0.582 ตามลำดับ หมายความว่าสมการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณมีความแม่นยำในการอธิบายผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นได้ร้อยละ 35.9 และมีความแม่นยำในการอธิบายผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ออัตรากำไรสุทธิได้ร้อยละ 58.2

จากตารางที่ 3 และตารางที่ 4 ในการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของกิจการพบว่าการตัดตัวแปรควบคุมอัตรากำไรจากผลการดำเนินงาน (OPM) ออกไม่ส่งผลกระทบต่อผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของกิจการ โดยข้อมูลจากทั้ง 2 ตารางพบว่ามีเพียงผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่มีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและอัตรากำไรสุทธิไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

**หมายเหตุ:** ในการตรวจสอบปัญหา Multicollinearity ของข้อมูลตารางที่ 3 และตารางที่ 4 โดยใช้ค่าสถิติ Tolerance และ VIF ไม่พบค่า Tolerance ใดที่มีค่าน้อยจนเกือบเป็นศูนย์ และไม่พบค่า VIF ใดมีค่าเข้าใกล้ 10 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมแต่ละตัวนั้นมีความสัมพันธ์กันกับตัวแปรอื่น ๆ น้อยมาก ดังนั้นตัว

แปรแต่ละตัวจึงมีความเหมาะสมในการนำมาใช้ทดสอบ

### สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

ในการศึกษาผลกระทบของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SET100 ในระหว่างปี พ.ศ. 2556-2560 โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression Model) ใน การทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ แต่ผลกระทบที่ได้จะขึ้นอยู่กับตัวชี้วัดที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงาน โดยระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีการนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้ร่วมกับการบริหารจัดการกิจการ จะช่วยให้กิจการนั้นมีผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ดีขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Samia et al. (2011), Klapper and Love (2004), และ กังสดาล และคณะ (2560) อาจกล่าวได้ว่าเมื่อกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้ประสิทธิภาพในการบริหารจัดการภายในกิจการดีขึ้นซึ่งช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของกิจการในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทนที่สูงขึ้นอีกทั้งการกำกับดูแลกิจการที่ดียังช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียและช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่กิจการ ซึ่งสิ่งเหล่านี้จะช่วยส่งเสริมให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดียิ่งขึ้น ผลการวิจัยนี้ช่วย



ยืนยันให้เห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่สามารถช่วยให้เพิ่มผลการดำเนินงานของกิจการด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ให้สูงขึ้นได้ตั้งนั้นกิจการ หน่วยงานที่เกี่ยวข้องและนักลงทุนควรเริ่มตระหนักและให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ได้อย่างจริงจัง

ทั้งนี้แม้ว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นจะถูกมองว่ามีความคล้ายคลึงกันเนื่องจากทั้งสองเป็นอัตราส่วนที่ใช้แสดงความสามารถในการหากำไรของกิจการเหมือนกัน แต่จากผลการวิจัยพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์แต่กลับไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นทั้งนี้จุดแตกต่างที่สำคัญของอัตราส่วนทั้งสองคือ ในกิจการที่มีกำไรและสินทรัพย์ที่เท่ากันหากกิจการนั้นมีหนี้สินมากหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือเป็นกิจการที่มีส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของกิจการมีค่าสูงกว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มาก โดยจากข้อมูลตารางที่ 2 พบว่าข้อมูลอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นมีการแกว่งตัวของข้อมูลสูง ดังนั้นแม้ว่าดูเหมือนกิจการมีความสามารถในการบริหารจัดการเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทนอย่างมีประสิทธิภาพ แต่กิจการก็ต้องรับภาระดอกเบี้ยจากหนี้สินจำนวนมากด้วยจึงอาจเป็นสาเหตุให้ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Epps and Cereola (2008) ซึ่ง

กล่าวว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่ได้หมายความว่าถึงผลการดำเนินงานที่ดี และสอดคล้องกับภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร (2559) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานที่วัดจากรายได้รวมกำไรต่อหุ้นและอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นแต่ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Samiaet al. (2011), Brown and Caylor (2004), กังสดาล และคณะ(2560), และสุรางค์ เห็นสว่าง (2560) ที่พบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารงานของบริษัทเพื่อให้เกิดผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นจึงมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้ยังพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีผลกระทบต่ออัตรากำไรสุทธิซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของปราณี แจ่มสาคร (2557) แต่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Brown and Caylor (2004) ที่พบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลให้อัตรากำไรสุทธิของกิจการเพิ่มสูงขึ้นทั้งนี้อาจเนื่องมาจากแม้ว่าการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีการบริหารจัดการภายในที่มีประสิทธิภาพจะส่งผลให้รายได้และกำไรสุทธิของกิจการเพิ่มขึ้น แต่คะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นเพียงส่วนประกอบหนึ่งที่ช่วยให้กิจการมีการบริหารจัดการภายในกิจการดีขึ้นเท่านั้น แต่ปัจจัยสำคัญที่จะส่งผลต่ออัตรากำไรสุทธิของกิจการคือ แนวนโยบายของกิจการในการเพิ่มรายได้ ควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่ายต่างๆ ของกิจการและปัจจัยอื่นๆด้วยเหตุนี้จึงเป็นเหตุให้ระดับคะแนนการ

กำกับดูแลกิจการไม่มีผลกระทบต่ออัตรากำไรสุทธิได้อย่างน่าเชื่อถือ

#### ข้อเสนอแนะ

##### 1. ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย

1) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการอยู่ระหว่าง 0-2 คะแนนและบริษัทที่ไม่ได้ทำการประเมินควรปรับปรุงการบริหารจัดการภายในกิจการให้เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เนื่องจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้ผลการดำเนินงานของกิจการด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ดีขึ้น

2) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความเสี่ยงทางการเงินสูงควรบริหารจัดการความเสี่ยงทางการเงินให้ลดลง เนื่องจาก

กิจการที่มีความเสี่ยงทางการเงินสูงจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการลดลง

##### 2. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

1) ในการศึกษาครั้งถัดไปควรขยายการศึกษาเป็นการศึกษาทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อให้เห็นภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์ฯ ทั้ง MAI และSET ที่ชัดเจนขึ้นและอาจได้ผลการศึกษามีความแตกต่างออกไปจากงานวิจัยนี้

2) ควรศึกษาปัจจัยอื่นๆที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการเพิ่มเติมเพื่อนำผลการศึกษามาเปรียบเทียบกับว่าจะมีความเหมือนหรือมีความแตกต่างจากงานวิจัยนี้อย่างไร

### บรรณานุกรม

- กั้งสดาล แก้วหานาม,ศิริลักษณ์ ศุภชัย,และนภาพร ลิขิตวงศ์ขจร. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการจัดการมหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์*, 6(1), 44-53.
- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2560). *การใช้ SPSS for windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล*. กรุงเทพฯ: ธรรมสาร.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2556). *คู่มือ (Manual Guides)*.กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ปราณี แจ่มสาคร. (2557). ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานทางบัญชีที่มีต่อการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการของกลุ่มธุรกิจการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยธนบุรี*, 8(15), 81-94.
- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร และสุนัย ช่วยเรือง. (2559). *โครงสร้างองค์กรและผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมกับผลการดำเนินงานเพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันในอาเซียน*. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*,38(147), 64-79.
- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร. (2559).ผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน กลุ่มดัชนี SET 50:บทบาทและความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่. *วารสารวิทยาการจัดการสมัยใหม่*, 9(1), 31-45.
- สถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2560ก). หลักเกณฑ์การสำรวจโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยCorporate Governance Report of Thai Listed Companies.ค้นเมื่อ 21 กรกฎาคม 2561.จาก <http://www.thai-iod.com>
- สถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2560ข). Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2017.กรุงเทพฯ:สถาบันกรรมการบริษัทไทย.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2559). การกำกับดูแลกิจการที่ดี. ค้นเมื่อ 21 กรกฎาคม 2561. จาก <https://www.sec.or.th>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). การพัฒนาอย่างยั่งยืน” (Sustainability Development: SD). ค้นเมื่อ 21 กรกฎาคม 2561.จาก <http://www.cgthailand.org>
- สุรางค์ เห็นสว่าง. (2560). ผลกระทบจากระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อผลตอบแทนส่วนเกินและผลประกอบการเชิงการเงิน: การศึกษาเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.*วารสารวิชาการสถาบันเทคโนโลยีแห่งสุวรรณภูมิ*, 3(2), 35-51.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., LaFond, R. (2004). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(2006), 203–243.

- Brown, L. D. & Caylor, M. L. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. Retrieved July 21, 2018, from [http://www.governancecommittee.com/local/GSU\\_ISS\\_Study.pdf](http://www.governancecommittee.com/local/GSU_ISS_Study.pdf)
- Drobetz, W., Schillhofer A., & Zimmermann H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293.
- Epps, R.W. & Cereola, S.J. (2008). Do Shareholder Services (ISS) Corporate Governance Ratings Reflect a Company's Operating Performance?. *Critical Perspectives on Accounting*, 19(8), 1135-1148.
- Haniffa R. & Hudaib M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7) & (8), 1034-1062.
- Jensen M. C. & Meckling W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4). 305-360.
- Klapper, L. F. & Love, I. (2006). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(2004), 703-728.
- Lee, C., Chung, K. H., & Yang, S. (2016). Corporate Governance and the Informational Efficiency of Prices. *Financial Management*. Spring 2016. 239-260.
- Samia, H., Wang, J., & Zhou, H. (2011). Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2011), 106-114.