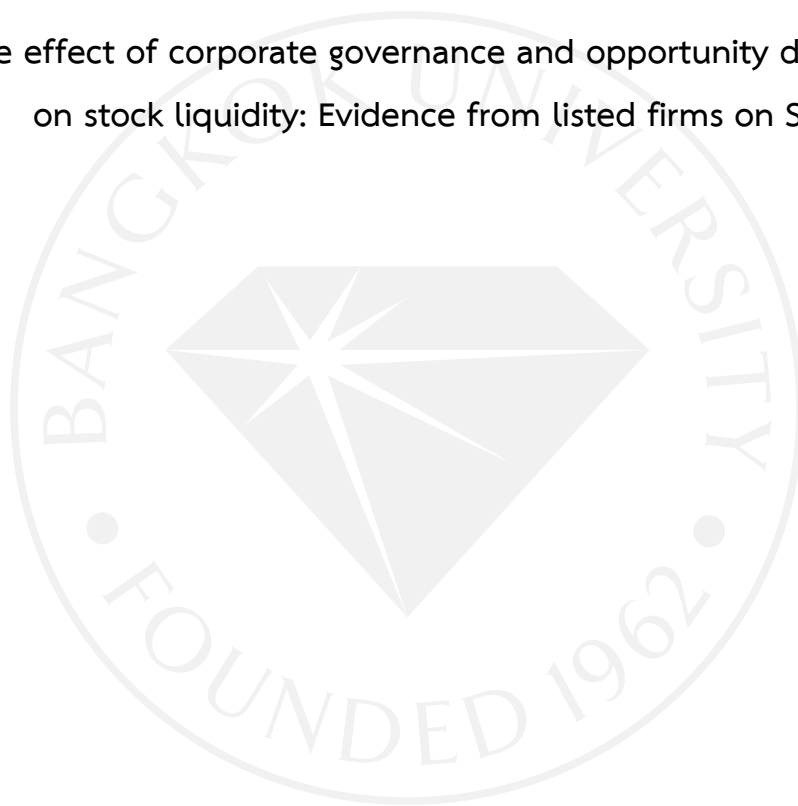


ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน
ต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ : กรณีศึกษาจากบริษัทในดัชนี SET50
ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The effect of corporate governance and opportunity day activity
on stock liquidity: Evidence from listed firms on SET50



ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน
ต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ : กรณีศึกษาจากบริษัทในดัชนี SET50
ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The effect of corporate governance and opportunity day activity
on stock liquidity: Evidence from listed firms on SET50

ภูริวัจน์ อติเรก

การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
ปีการศึกษา 2558



©2558

ภุริวัจน์ อติเรก

สงวนลิขสิทธิ์

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
อนุมัติให้การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน

เรื่อง ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ และการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนกับผู้ลงทุนต่อ
สภาพคล่องของหลักทรัพย์: กรณีศึกษาจากบริษัทในดัชนี SET 50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย

ผู้วิจัย ภูริวัจน์ อติเรก

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษา



(ดร.อัจฉรา โยมสินธุ์)

ผู้เชี่ยวชาญ



(ดร.ศันสนีย์ เทพปัญญา)



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อรรยา สิงห์สงบ)

รองอธิการบดีฝ่ายวิชาการ

รักษาการคณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

25 พฤศจิกายน 2558

ภูริวัจน์ อดิเรก. ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, พุทธศักราช 2558,
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนต่อสภาพคล่อง
ของหลักทรัพย์ : กรณีศึกษาจากบริษัทในดัชนี SET50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (84 หน้า)
อาจารย์ที่ปรึกษา: ดร.อัจฉรา โยมสินธุ์

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มุ่งศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในประเทศไทย โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากดัชนี SET50 ยกเว้นอุตสาหกรรมการเงิน ระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง 2557 การศึกษานี้ใช้วิธีการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นตัววัดสภาพคล่องของหลักทรัพย์ และใช้ดัชนีการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแทนของมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการซึ่งสามารถลดความขัดแย้งกันของผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ซึ่งดัชนีการกำกับดูแลกิจการมีทั้งหมด 5 หมวด ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนเป็นการเปิดเผยข้อมูลของกิจการซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่จะสามารถลดความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลได้ โดยเก็บข้อมูลประเภททฤษฎีภูมิจากฐานข้อมูล SETSMART, รายงานประจำปี และแบบแสดงของมูล 56-1 ของแต่ละบริษัท ผลการศึกษาแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติของการกำกับดูแลกิจการเฉพาะหมวดที่ 4 “การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส” กับสภาพคล่องของหลักทรัพย์เท่านั้น ความสัมพันธ์ดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในหมวดที่ 4 มากกว่าจะมีสภาพคล่องของหลักทรัพย์มากกว่าเนื่องจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารและความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลลดลง ซึ่งบริษัทที่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารและความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลน้อยจะมีความโปร่งใสมากกว่าทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นและสนใจที่จะเข้ามาลงทุน

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ, การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน, สภาพคล่องของหลักทรัพย์, ความขัดแย้งทางผลประโยชน์, ความไม่สมบูรณ์ของข้อมูล

Adirek, P. M.S. (Finance), November 2015, Graduate School, Bangkok University.

The effect of corporate governance and opportunity day activity on stock liquidity:

Evidence from listed firms on SET50 (84 pp.)

Advisor: Atchara Yomsin, DBA

ABSTRACT

This study explores the effect of corporate governance and opportunity day activity on stock liquidity by using a panel data of 50 listed firms in the SET50 index during period 2007-2014. Liquidity measure in this research is share turnover ratio and use the corporate governance index as a proxy for corporate governance standard, which has 5 dimensions that related to shareholders' right, shareholders' equitable treatment, stakeholders' role, disclosure and transparency and board's responsibility. Opportunity day activity in this study is the proxy for one factor of information disclosure which can reduce information asymmetries. Data were collected from SETSMART databases, annual report and 56-1 report. Our results showed positive significant relationship between 4th dimension of corporate governance "Disclosure and Transparency" and share turnover. This positive relationship suggests that firms with better corporate governance would have more liquidity due to reduce conflict of interest and information asymmetries between minority shareholders and corporate management team. Therefore firms with low conflict of interest and information asymmetries would have more transparency that makes investors confidence to invest in them.

Keywords: Corporate Governance, Opportunity Day, Liquidity, Conflict of Interest, Information Asymmetries

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระฉบับนี้ สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความอนุเคราะห์จากบุคคลมากมาย ท่านแรกคือ อาจารย์ที่ปรึกษา ดร.อังฉรา โยมสินธุ์ ขอขอบพระคุณที่ท่านได้กรุณาสละเวลาให้คำปรึกษา ถ่ายทอด วิชาความรู้และประสบการณ์ในการทำวิจัย ให้คำแนะนำ ดิฉัน ตรวจทาน และแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ เพื่อให้การค้นคว้าอิสระฉบับนี้มีความสมบูรณ์ ซึ่งต้องขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้ด้วย ขอขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านตลอดหลักสูตรมหาบัณฑิตที่ได้ถ่ายทอดวิชาความรู้ ประสบการณ์ ด้วยความเมตตา ความรักและความปรารถนาดี เพื่อเป็นแนวทางในการทำงาน และเป็นแนวทางในการ ทำวิจัยที่ดี

ขอกราบขอบพระคุณครอบครัวที่ดูแลมาด้วยความรัก ให้กำลังใจยามเหนื่อยล้า ให้การ สนับสนุนในสิ่งที่ควร และแนะนำในสิ่งที่ดี จนวันนี้ชีวิตก็สำเร็จเพิ่มมาอีกขั้นหนึ่งแล้ว

ขอบคุณเพื่อนระดับปริญญาโททุกคน ที่ร่วมแรง ร่วมใจ มุ่งมั่น ตั้งใจ และช่วยเหลือกันมา กว่า 1 ปี ขอบคุณทุกท่านกำลังใจ ข้อเสนอแนะและมิตรภาพที่ดีตั้งแต่เริ่มเรียนจนจัดทำการศึกษาค้นคว้า อิสระนี้สำเร็จ

สุดท้ายนี้ผู้วิจัยต้องขอขอบพระคุณทุกท่าน รวมไปถึงผู้ที่มีส่วนร่วมในความสำเร็จของ งานวิจัยครั้งนี้แต่อาจไม่ได้กล่าวถึง ขอกราบขอบพระคุณมา ณ โอกาสนี้ด้วย

ภูริวัจน์ อติเรก

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญตาราง	ณ
สารบัญภาพ	ญ
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ความสำคัญที่มาและของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	3
1.3 ขอบเขตการศึกษา	3
1.4 ประโยชน์ที่จะได้รับ	3
1.5 นิยามศัพท์เฉพาะ	4
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
2.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)	5
2.2 แนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance)	8
2.3 บทบาทของการเปิดเผยข้อมูลและปัญหาของข้อมูลในตลาดทุน	14
2.4 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	17
2.5 ตัวแปรที่ศึกษา	25
2.6 สมมติฐานงานวิจัย	28
2.7 กรอบแนวคิดงานวิจัย (Conceptual Framework)	29
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย	
3.1 กลุ่มตัวอย่าง	30
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	31
3.3 แบบจำลองและเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา	32
3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล	33
3.5 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression)	34
3.6 ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)	35

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 3 (ต่อ) ระเบียบวิธีวิจัย	
3.7 ปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)	36
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	
4.1 สรุปผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)	38
4.2 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)	40
4.3 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)	42
4.4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression)	46
4.5 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน	56
บทที่ 5 สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	
5.1 สรุปผลการวิจัย	59
5.2 อภิปรายผลการวิจัย	60
5.3 ข้อเสนอแนะในการนำไปใช้	62
5.4 ข้อจำกัดของการศึกษา	62
5.5 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป	62
บรรณานุกรม	64
ภาคผนวก ก	67
ภาคผนวก ข	74
ประวัติผู้เขียน	82
เอกสารข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิ์ในรายงานการค้นคว้าอิสระ	

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 2.1: สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	21
ตารางที่ 3.1: แหล่งที่มาของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย	31
ตารางที่ 3.2: สรุปความสัมพันธ์ที่คาดหวังของตัวแปร	31
ตารางที่ 4.1: ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา	38
ตารางที่ 4.2: ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient)	41
ตารางที่ 4.3: การประมาณสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (แบบจำลองที่ 1)	43
ตารางที่ 4.4: การประมาณสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (แบบจำลองที่ 2)	43
ตารางที่ 4.5: การประมาณสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (แบบจำลองที่ 3)	44
ตารางที่ 4.6: การประมาณสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (แบบจำลองที่ 4)	44
ตารางที่ 4.7: สรุปผลการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน	45
ตารางที่ 4.8: การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (แบบจำลองที่ 1) หลังแก้ไขปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน	47
ตารางที่ 4.9: การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (แบบจำลองที่ 2) หลังแก้ไขปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน	49
ตารางที่ 4.10: การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (แบบจำลองที่ 3) หลังแก้ไขปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน	51
ตารางที่ 4.11: การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (แบบจำลองที่ 4) หลังแก้ไขปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน	53
ตารางที่ 4.12: สรุปผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของทุกแบบจำลอง	55
ตารางที่ 5.1: สรุปผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบกับสมมติฐาน	59
ตารางที่ ก.1: รายชื่อหลักทรัพ์ในดัชนี SET50 ระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง 2557	69
ตารางที่ ข.1: ข้อมูลสำหรับวิเคราะห์ทางสถิติ	76

สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 2.1: ภาพแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายบริหารจัดการ	7
ภาพที่ 2.2: ภาพแสดงการไหลเวียนของเงินทุนและข้อมูลในตลาดทุน	16
ภาพที่ 4.1: เงื่อนไขการพิจารณาค่าสถิติ Durbin-Watson สำหรับปัญหา Autocorrelation	42



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหา

โดยทั่วไปการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์หรือตราสารทุนนั้น จะให้ผลตอบแทนสอดคล้องกับสภาพเศรษฐกิจในปัจจุบัน โดยหากเศรษฐกิจนั้นอยู่ในช่วงขยายตัวอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารทุนก็จะสูงเมื่อเทียบกับการลงทุนประเภทอื่น ทำให้การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นที่ต้องการของนักลงทุนที่ต้องการเข้ามาหาผลตอบแทนในช่วงเศรษฐกิจขาขึ้น แต่การที่นักลงทุนจะเข้าไปซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดทุนนั้น จะต้องดูว่าหลักทรัพย์ที่ซื้อนั้นมีความสามารถที่จะซื้อขายเปลี่ยนมือได้สะดวกมากน้อยเพียงใด เพื่อเป็นการตัดสินใจในการลงทุน นอกจากนี้สภาพคล่องในตลาดรองยังเป็นตัวชี้วัดได้ว่าบริษัทจดทะเบียนนั้นมีความสามารถในการระดมเงินทุนในตลาดทุนเพียงใดอีกด้วย

แม้ว่าตลาดทุนจะเป็นตลาดที่สามารถหาผลตอบแทนได้ทั้งนักลงทุนและบริษัทจดทะเบียน แต่จากวิกฤตการณ์ทางการเงินหลายเหตุการณ์ที่ผ่านมา ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศนั้น ส่งผลทำให้กิจการหลายกิจการนั้นล้มละลายและต้องปิดตัวลง ความเสียหายของเงินลงทุนที่เกิดขึ้นนั้นไม่สามารถประเมินค่าได้ สาเหตุส่วนหนึ่งของวิกฤตการณ์นั้นมาจากความไร้ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ ทำให้ตลาดทุนไร้สภาพคล่อง ทำให้เกิดความล้มเหลวของตลาดทุน และส่งผลกระทบต่ออย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ไปสู่ผู้ลงทุนและบริษัทจดทะเบียนในที่สุด

ความไร้ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการเป็นสาเหตุหนึ่งของวิกฤตการณ์ทางการเงินที่ผ่านมา เพราะความไร้ประสิทธิภาพเกิดจากความไม่โปร่งใสในการบริหารงาน ซึ่งคณะกรรมการไม่มีความรอบคอบในการตรวจสอบและกำกับดูแลพฤติกรรมในการบริหารงานของผู้บริหารในการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นจากพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์ ทั้งนี้รวมถึงการทุจริตคอร์รัปชัน การประพฤติมิชอบของทั้งผู้บริหาร คณะกรรมการ และเจ้าหน้าที่ผู้เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและการเงิน ซึ่งความไร้ประสิทธิภาพนี้ไม่ได้ส่งผลต่อเจ้าของกิจการเพียงอย่างเดียว แต่ยังส่งผลกระทบต่อผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด (Stakeholder) เช่น เจ้าหนี้การค้า บริษัทคู่ค้า ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย นักลงทุนสถาบัน หรือนักลงทุนต่างชาติ เป็นต้น ปัญหาดังกล่าวเกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างตัวการ (Principal) และตัวแทน (Agent) หรือเรียกว่า ปัญหาของตัวแทน (Agency Problem) จนทำให้การกำกับดูแลกิจการนั้นไร้ประสิทธิภาพ จนทำให้นักลงทุนไม่สนใจที่จะเข้าไปลงทุน ทำให้สภาพคล่องในหุ้นของบริษัทต่ำ

จากวิกฤตการณ์ทางการเงินปี พ.ศ. 2540 ที่เกิดขึ้นในประเทศไทยนั้นได้แสดงให้เห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่หลายแห่งไม่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้หลายฝ่ายนั้นกลับมาสนใจเรื่องการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนมากขึ้น สำหรับแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นก็ได้นิยาม

ไว้หลายแนวทาง โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนตาม The Organization for Economic Co-operation and Development: OECD ปี 2004 โดยมีรายละเอียดทั้งหมด 5 หมวด ดังนี้ (1) สิทธิของผู้ถือหุ้น (2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ (5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ทั้งนี้เพื่อเป็นการยกระดับมาตรฐานของบริษัทจดทะเบียนให้มีความโปร่งใสในการดำเนินงาน ลดปัญหาของตัวแทน เพิ่มความสามารถในการแข่งขัน อีกทั้งสร้างความน่าเชื่อถือให้กับนักลงทุน ทำให้นักลงทุนกล้าที่จะเข้าไปลงทุนกับบริษัทและเพื่อให้สภาพคล่องหุ้นของบริษัทมีเพิ่มมากขึ้น

นอกจากนี้อีกหนึ่งสาเหตุที่นำไปสู่วิกฤตการณ์ทางการเงินคือ ความล้มเหลวของตลาดทุน โดยสาเหตุหลักนั้นเกิดจากความไม่สมบูรณ์ของข้อมูล (Asymmetric Information) โดยเฉพาะอย่างยิ่งความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลในตลาดทุนระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน แน่นอนว่าผู้บริหารนั้นจะต้องรู้ข้อมูลมากกว่านักลงทุน และการที่จะตัดสินใจอะไรก็เกิดจากผู้บริหาร ซึ่งนักลงทุนอาจจะยังไม่ทราบเกี่ยวกับเรื่องดังกล่าว หรือมีการแจ้งเรื่องแล้วแต่มีความเข้าใจไม่ตรงกัน ทำให้เกิดเป็นความขัดแย้งกันระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน ซึ่งเป็นปัญหาหลักที่พบได้บ่อยครั้งในการลงทุน และจากการศึกษาของ (Amihud & Mendelson, 1986; Glosten & Milgrom, 1985 และ Kyle, 1985 อ้างใน Laidroo, 2011) กล่าวว่าหากมีความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลสูง จะมีผลทำให้สภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาดต่ำ

อย่างไรก็ตามการที่จะทำให้ความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลบรรเทาลง สามารถทำได้โดยให้บริษัทจดทะเบียนมีการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น (Healy & Palepu, 2001) ซึ่งในปัจจุบันได้มีการจัดตั้งหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเพื่อให้เกิดความความน่าเชื่อถือในด้านการเปิดเผยข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน สำหรับประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้มีการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน (Opportunity Day) โดยให้ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนมาให้ข้อมูลแก่นักลงทุนโดยตรง เพื่อที่หากนักลงทุนมีข้อสงสัยจะได้ตอบคำถามให้หายข้องใจได้ในทันที และเพื่อเพิ่มความมั่นใจในการลงทุนให้กับนักลงทุนอีกด้วย

จากเหตุผลที่ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินทั้ง 2 เหตุผลไม่ว่าจะเป็นความไร้ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ หรือความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลนั้น จะเห็นว่าเหตุผลเหล่านี้ในทางทฤษฎีนั้นส่งผลต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ซึ่งอาจนำไปสู่ความล้มเหลวของตลาดทุนในอนาคต และหากเหตุผลเหล่านี้มีการสนับสนุนทฤษฎีจริงวิธีการแก้ไขจะส่งผลกระทบมากน้อยเพียงใด ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมุ่งเน้นการศึกษาลักษณะของการกำกับดูแลกิจการและการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ โดยเฉพาะหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET50 ซึ่งถือว่าเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าการซื้อขายสูงและมีส่วนในการนำพาให้เศรษฐกิจของประเทศไทยเติบโต

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1.2.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการที่ดีกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50

1.2.2 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50

1.3 ขอบเขตการศึกษา

งานวิจัยครั้งนี้เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการที่ดีและการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 โดยมีทฤษฎีเกี่ยวกับความไม่สมบูรณ์ของข้อมูล และทฤษฎีตัวแทนเข้ามาเกี่ยวข้อง โดยมุ่งเน้นไปที่หลักการการค้ากับดูแลกิจการที่ดี และการเปิดเผยข้อมูลโดยจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน

กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยเลือกกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่อยู่ในดัชนี SET50 ในแต่ละปี ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากมีกฎเกณฑ์การค้ากับดูแลกิจการต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ข้อมูลที่นำมาใช้ในการทำงานวิจัยครั้งนี้จะเป็นข้อมูลทุติยภูมิ สืบค้นจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รายงานประจำปีของบริษัท แบบแสดงข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และฐานข้อมูล SETSMART โดยการศึกษาจะใช้ข้อมูลย้อนหลัง 8 ปี ตั้งแต่ พ.ศ.2550 ถึง 2557 ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 245 ตัวอย่าง

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาแบ่งออกเป็น 3 ประเภท ดังนี้ 1) ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ได้แก่ ดัชนีการค้ากับดูแลกิจการ (CG-Index) และการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน 2) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) ได้แก่ อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยใช้ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.4.1 ทราบและเข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการที่ดีกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอยู่ในดัชนี SET50

1.4.2 ทราบและเข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอยู่ในดัชนี SET50

1.5 นิยามศัพท์เฉพาะ

1.5.1 การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) หมายถึง ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน ซึ่งนำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าและคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมด (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555, 2555)

1.5.2 ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG-Index) เป็นการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการโดยใช้แบบประเมินที่มีคะแนนรวมทั้งหมด 22 คะแนน ครอบคลุมการกำกับดูแลกิจการที่ดี 5 หมวด ได้แก่ (1) สิทธิของผู้ถือหุ้น (2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ (5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

1.5.3 การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน (Opportunity Day) หมายถึง กิจกรรมที่จัดขึ้นเพื่อให้บริษัทจดทะเบียนได้ดำเนินกิจกรรมนำลงทุนสัมพันธ์ โดยชี้แจงข้อมูลธุรกิจและการดำเนินงานของบริษัทให้แก่แก่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ นักลงทุน และผู้ที่สนใจทั่วไป โดยมีการจัดหลังการประกาศงบของแต่ละไตรมาส

1.5.4 สภาพคล่องของหลักทรัพย์ (Share Liquidity) หมายถึง การมีความคล่องตัวหรือมีความสะดวกในการที่จะซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในตลาดโดยที่ราคาไม่มีการเปลี่ยนแปลงมาก ซึ่งในงานวิจัยนี้จะใช้อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ (Share Turnover) เป็นตัวชี้วัด

1.5.5 ขนาดของกิจการ (Firm Size) หมายถึง มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกิจการ (Market Capitalization) คำนวณได้จากการนำราคาปิดของหลักทรัพย์คูณกับจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียน เนื่องจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกิจการนั้นจะเป็นตัวสะท้อนความเห็นของนักลงทุนในปัจจุบัน

1.5.6 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วิเคราะห์ Leverage ของบริษัทว่ามีการใช้หนี้สินในการหาผลตอบแทนมากขนาดไหน หรืออีกแง่หนึ่งคือบริษัทมีปริมาณหนี้สินมากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับส่วนทุน

1.5.7 อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่เกิดจากการที่กิจการนำเงินลงทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบกำไรสุทธิกับส่วนของผู้ถือหุ้น

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษานี้เป็นการศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ซึ่งผู้วิจัยได้มีการรวบรวมแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรที่จะศึกษาไว้ดังหัวข้อต่อไปนี้

- 2.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)
- 2.2 การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)
- 2.3 บทบาทของการเปิดเผยข้อมูลและปัญหาของข้อมูลในตลาดทุน
- 2.4 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.5 ตัวแปรที่ศึกษา
- 2.6 สมมติฐานงานวิจัย
- 2.7 กรอบแนวคิดงานวิจัย (Conceptual Framework)

2.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

แนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทนเป็นจุดเริ่มต้นของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทฤษฎีตัวแทนของ (Jensen & Meckling, 1976) จึงได้อธิบายว่าเจ้าของกิจการนั้นไม่สามารถบริหารงานได้ตามลำพัง ทำให้มีบุคคลที่เข้ามาช่วยบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นระหว่างคนสองกลุ่ม ได้แก่ ตัวการ (Principal) ในที่นี้ก็หมายถึงผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการซึ่งมีสิทธิหรืออำนาจ และตัวแทน (Agent) ในที่นี้หมายถึงคณะกรรมการบริษัทซึ่งจะคอยกำกับดูแลการดำเนินงานของผู้บริหาร และฝ่ายจัดการซึ่งได้รับมอบอำนาจให้บริหารจัดการงานของบริษัทเพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงสุด หรือหากมองในทางการเงินก็คือสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น (Shareholders' Wealth Maximization)

2.1.1 ปัญหาของตัวแทน (Agency Problem)

หากผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารไม่สอดคล้องหรือขัดแย้งกัน (Conflict of Interest) ก็จะทำให้เกิดปัญหาของการเป็นตัวแทน (Agency Problems) ซึ่งปัญหาของการเป็นตัวแทนนั้นตาม การศึกษาของ (John & Senbet, 1998 อ้างใน กิตติชัย สถิตมันน์วิวัฒน์, 2548) สามารถแบ่งออกได้ ตามความขัดแย้งที่เกิด คือ

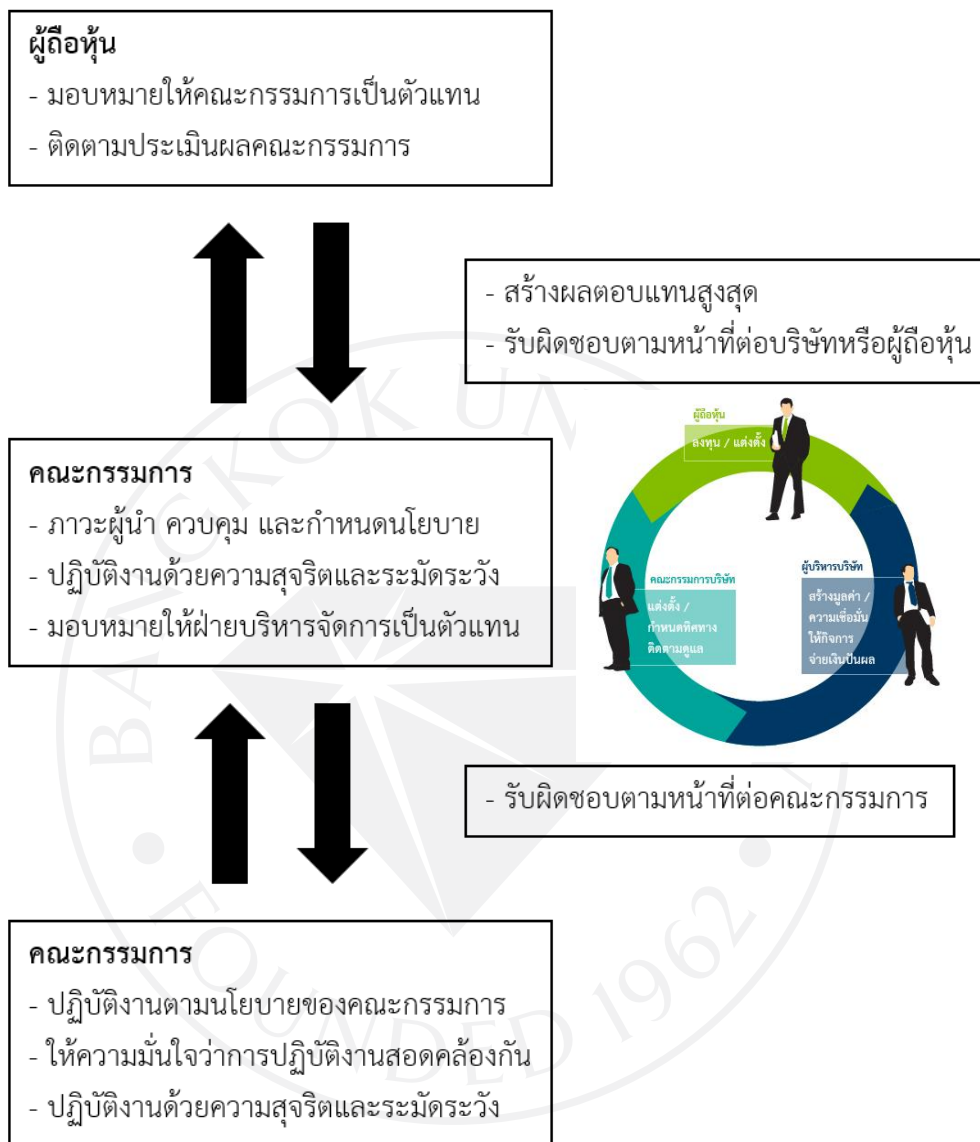
2.1.1.1 Managerial Agency เป็นความขัดแย้งที่เกิดขึ้นจากปัญหาของความไม่สมบูรณ์ของข้อมูล โดยที่ผู้ถือหุ้นนั้นจะมอบอำนาจการบริหารงานให้แก่ผู้บริหารผ่านคณะกรรมการของบริษัท ให้ผู้บริหารดำเนินการบริหารงานภายในบริษัทเพื่อผลตอบแทนสูงสุดแก่กิจการ แต่จากการให้อำนาจกับผู้บริหารในการดำเนินงานแล้วนั้นก็เกิดปัญหาความขัดแย้ง ซึ่งความขัดแย้งดังกล่าวเกิดจากปัญหา Moral Hazard โดยที่ผู้บริหารนั้นบริหารงานเพื่อประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผู้ถือหุ้น เช่น การนำเงินมาใช้จ่ายในโครงการที่ไม่จำเป็น การนำเงินไปลงทุนในสิ่งที่เสี่ยงเกินไป เพื่อมุ่งหวังเอาผลตอบแทนและชื่อเสียงที่ตนจะได้รับ เป็นต้น

2.1.1.2 Debt Agency เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นสามัญ ซึ่งเป็นตัวแทน และเจ้าหนี้หรือผู้ถือหุ้นกู้เป็น Debt Agency เมื่อมีการเลิกกิจการแล้วนั้นเจ้าหนี้ก็จะมีสิทธิในหนี้เป็นลำดับก่อนผู้ถือหุ้นสามัญ แต่ผู้ถือหุ้นสามัญจะมีสิทธิในผลประโยชน์ทั้งหมดหลังจ่ายคืนภาระหนี้สินแล้ว เพราะเหตุนี้ทำให้ฝ่ายบริหารมีการลงทุนในโครงการที่เสี่ยงสูง เพราะว่าหากประสบความสำเร็จผู้ถือหุ้นก็จะได้ผลตอบแทนที่มากขึ้น แต่หากไม่ประสบความสำเร็จหรือขาดทุนก็จะส่งผลให้มูลค่าของสินทรัพย์ค่าประกันลดลง ทำให้มูลค่าหนี้สินค้างชำระระหว่างเจ้าหนี้ด้วย ซึ่งวิธีการนี้เป็น การผลักความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นแบกรับไปยังเจ้าหนี้

2.1.1.3 Social Agency เป็นความขัดแย้งระหว่างเอกชนกับรัฐบาล โดยที่บริษัท หรือภาคเอกชนเป็นตัวแทน ส่วนรัฐบาลเป็นตัวแทนของสังคม ซึ่งจะคอยเข้าไปดูแลไม่ให้ภาคเอกชน ดำเนินกิจการใดๆเพื่อผลประโยชน์ของตน โดยที่ไม่สนใจผลกระทบต่อสังคมส่วนรวมจนทำให้เกิดผลเสียต่อสังคมส่วนใหญ่

ในการศึกษาครั้งนี้จะมุ่งเน้นถึง Managerial Agency ซึ่งเป็นปัญหาที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นกับฝ่ายบริหารจัดการ ดังนั้นปัญหาของตัวแทนที่กล่าวมาจึงนำมาสู่ต้นทุนของตัวแทน (Agency cost) ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ชนิด ได้แก่ (1) ต้นทุนที่ตัวแทนใช้ไปเพื่อประโยชน์ส่วนตน และ (2) ต้นทุนซึ่งผู้ถือหุ้นจะต้องมีไว้เพื่อควบคุมให้ฝ่ายบริหารจัดการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการมากกว่าที่จะสร้างประโยชน์ให้แก่ตนเอง ดังนั้นการแก้ไขปัญหของตัวแทน “ต้นทุนของตัวแทนที่ใช้ควบคุม” จึงเป็นสิ่งจำเป็นต่อกิจการ เนื่องจากจะสามารถลดปัญหาของตัวแทนได้ ซึ่งต้นทุนของตัวแทนที่ใช้ควบคุมอำนาจการบริหารนั้นมีอยู่หลายรูปแบบ (Jensen & Meckling, 1976 อ้างใน ภัทรกิตต์ เนตินิยม, 2555) ได้แก่ (1) ต้นทุนการเฝ้าระวัง (Monitor Managerial Activities) เช่น ต้นทุนในการตรวจสอบ (2) ต้นทุนจากการปรับโครงสร้างองค์กร (Management Hierarchy) จะช่วยจำกัดพฤติกรรมกรรมการดำเนินงานที่ไม่ต้องการได้ และ (3) ต้นทุนเสียโอกาสที่เกิดขึ้นเมื่อผู้ถือหุ้นต้องกำหนดข้อจำกัด เช่น การจัดประชุมผู้ถือหุ้นในวาระพิเศษเพื่อจำกัดโอกาสในการจัดการของผู้บริหารได้

ภาพที่ 2.1: ภาพแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายบริหารจัดการ



ที่มา: สังเวียน อินทวิชัย. (2545). *รวมบทความ “การกำกับดูแลกิจการที่ดี”*. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

2.2 แนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance)

การกำกับดูแลกิจการ หรือบรรษัทภิบาลนั้นเกิดขึ้นมาเนื่องจากการดำเนินกิจการนั้นประสบปัญหาระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ซึ่งเรียกว่า “ปัญหาตัวแทน” (Agency Problem) ตามทฤษฎีตัวแทนที่ได้กล่าวไปข้างต้น ปัญหาดังกล่าวจึงนำไปสู่การเริ่มแก้ไขกฎระเบียบต่างๆเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ เพื่อป้องกันผลกระทบที่เกิดจากความไร้ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการในปัจจุบัน (ศศิวิมล มีอำพล และ ศราวุธ เรืองสุวรรณ, 2553)

ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ หรือบรรษัทภิบาล ก็มีค่อนข้างที่จะหลากหลาย (OECD, 2004) ได้ให้ความหมายว่า “การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ระบบใดระบบหนึ่งที่มีไว้เพื่อคอยกำกับและควบคุมการดำเนินธุรกิจของกิจการ” ในขณะที่ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) ให้ความหมายว่า “การกำกับดูแลกิจการเป็นระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันซึ่งนำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าและคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมด” ซึ่งจุดประสงค์หลักของการกำกับดูแลกิจการนั้นคือวิธีการที่พยายามลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ตามทฤษฎีตัวแทนให้เหลือน้อยที่สุด สร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมด อีกทั้งเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการอีกด้วย

2.2.1 การกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้เริ่มนำแนวคิดการกำกับดูแลกิจการเข้ามาใช้ตั้งแต่ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศไทย โดยเริ่มศึกษาแนวทางเรื่องบทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบให้กับบริษัทจดทะเบียนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 และได้ออกกฎระเบียบข้อบังคับให้บริษัทจดทะเบียนจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบภายในปี พ.ศ. 2542 อีกทั้งยังจัดทำข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการของบริษัทจดทะเบียน (Code of Best Practice for Directors of Listed Companies) เพื่อเป็นแนวทางในการปฏิบัติงานของกรรมการ หลังจากนั้นตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้แต่งตั้ง คณะอนุกรรมการเพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance Committee) เพื่อจัดทำแนวทางการเปิดเผยการปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนอย่างถูกต้องและเหมาะสม ซึ่งจะนำไปสู่การพัฒนาตลาดทุนให้มีความโปร่งใสและน่าเชื่อถือ ในปี พ.ศ. 2544

ต่อมาในปี พ.ศ. 2545 ได้มีมติเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยจัดตั้ง “คณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติ” ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจำนวน 15 ข้อ ให้แก่บริษัทจดทะเบียนได้นำไปปฏิบัติตามเพื่อแสดงให้เห็นถึงมาตรฐานในการจัดการกิจการที่ดี โดยทางตลาดหลักทรัพย์ได้จัดตั้ง “ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน” (Corporate Governance Center) เป็นศูนย์ให้คำปรึกษาและแลกเปลี่ยนความคิดเห็นเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการกับคณะกรรมการและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน

ในปี พ.ศ.2548 ประเทศไทยได้มีการปรับปรุงมาตรฐานหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเทียบเคียงกับหลักการที่กำหนดโดยองค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (The Organization for Economic Co-operation and Development: OECD ปี 2004) ซึ่งเป็นหลักเกณฑ์ที่ธนาคารโลกใช้ในการประเมิน โดยที่ภาพรวมของประเทศไทยนั้นอยู่ในระดับมาตรฐานสากล ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้มีการส่งเสริมระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อประโยชน์ต่อบริษัท ประโยชน์ต่อส่วนรวม ความสามารถในการแข่งขัน และการเติบโตของตลาดหุ้นในประเทศไทย ซึ่งในปี พ.ศ.2555 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้มีการปรับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีอีกครั้งเพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) โดยมีการเพิ่มเติมแนวทางการปฏิบัติทั้ง 5 หมวด ซึ่งประกอบไปด้วยหลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ แต่ไม่รวมไปถึงสิ่งที่กฎหมายได้กำหนดไว้ชัดแล้ว โดยเนื้อหาของ (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2555, 2555) ทั้ง 5 หมวดมีดังนี้

หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น

“ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัทบริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน”

สิทธิขั้นพื้นฐานของผู้ถือหุ้น ได้แก่ การซื้อขายหรือโอนหุ้น การมีส่วนแบ่งในกำไรของกิจการ การได้รับข่าวสารข้อมูลของกิจการอย่างเพียงพอ การเข้าร่วมประชุมเพื่อใช้สิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อแต่งตั้งหรือถอดถอนกรรมการ แต่งตั้งผู้สอบบัญชี และเรื่องที่มีผลกระทบต่อบริษัท เช่น การจัดสรรเงินปันผล การกำหนดหรือการแก้ไขข้อบังคับและหนังสือบริคณห์สนธิ การลดทุนหรือเพิ่มทุน และการอนุมัติรายการพิเศษ เป็นต้น

ผู้ถือหุ้นควรได้รับทราบกฎเกณฑ์และวิธีการในการเข้าร่วมประชุมและข้อมูลที่เพียงพอต่อการพิจารณาในแต่ละวาระก่อนการประชุมตามเวลาอันควร มีโอกาสซักถามกรรมการทั้งในที่ประชุมและส่งคำถามล่วงหน้ามีโอกาสนเสนอวาระการประชุม และมีสิทธิมอบฉันทะให้ผู้อื่นเข้าร่วมประชุม

คณะกรรมการบริษัทต้องตระหนักและให้ความสำคัญถึงสิทธิของผู้ถือหุ้น ไม่กระทำการใดๆ อันเป็นการละเมิดหรือรุกรานสิทธิของผู้ถือหุ้น (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2555, 2555)

หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน

“ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย”

การสร้างความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้นว่า คณะกรรมการและฝ่ายจัดการจะดูแลให้การใช้เงินของผู้ถือหุ้นเป็นไปอย่างเหมาะสม เป็นปัจจัยสำคัญต่อความมั่นใจในการลงทุนกับบริษัท คณะกรรมการจึงควรกำกับดูแลให้ผู้ถือหุ้นได้รับการปฏิบัติ และปกป้องสิทธิขั้นพื้นฐานอย่างเท่าเทียมกันตามที่ได้กล่าวไว้แล้ว ในหลักการหมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น

คณะกรรมการควรจัดกระบวนการประชุมผู้ถือหุ้นในลักษณะที่สนับสนุนให้มีการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกัน คณะกรรมการควรกำหนดเป็นนโยบายในการเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสามารถเสนอข้อบุคคลเพื่อเข้าดำรงตำแหน่งกรรมการล่วงหน้าในเวลาอันสมควร เปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่สามารถเข้าประชุมด้วยตนเอง สามารถใช้สิทธิออกเสียงโดยมอบฉันทะให้ผู้อื่นมาประชุมและออกเสียงลงมติแทน และเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสามารถเสนอเพิ่มวาระการประชุมล่วงหน้าก่อนวันประชุมผู้ถือหุ้น

คณะกรรมการควรมีมาตรการป้องกันกรณีที่กรรมการและผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในเพื่อหาผลประโยชน์ให้แก่ตนเองหรือผู้อื่นในทางมิชอบ (Abusive Self-dealing) ซึ่งเป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นอื่น เช่น การซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading) การนำข้อมูลภายในไปเปิดเผยกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกรรมการและผู้บริหารถือเป็นการเอาเปรียบหรืออาจก่อให้เกิดความเสียหายต่อผู้ถือหุ้นโดยรวม เป็นต้น

คณะกรรมการควรกำหนดให้กรรมการบริษัทและผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับส่วนได้เสียของตนและผู้เกี่ยวข้อง เพื่อให้คณะกรรมการสามารถพิจารณาธุรกรรมของบริษัทที่อาจมีความขัดแย้งของผลประโยชน์และสามารถตัดสินใจเพื่อประโยชน์ของบริษัทโดยรวม ทั้งนี้ กรรมการและผู้บริหารที่มีส่วนได้เสียกับธุรกรรมที่ทำกับบริษัทไม่ควรมีส่วนร่วมในการตัดสินใจทำธุรกรรมดังกล่าว (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2555, 2555)

หมวดที่ 3 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย

“ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง และคณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ”

ในระบบการกำกับดูแลกิจการมีผู้มีส่วนได้เสียที่สำคัญ ได้แก่ ลูกค้า พนักงาน คู่ค้า ผู้ถือหุ้น หรือนักลงทุน เจ้าหนี้ และชุมชนที่บริษัทตั้งอยู่ สังคม หรือภาครัฐ รวมถึง คู่แข่ง และผู้สอบบัญชีอิสระ เป็นต้น

คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายให้มีการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียแต่ละกลุ่มโดยคำนึงถึงสิทธิของผู้มีส่วนได้เสียดังกล่าวตามกฎหมายหรือตามข้อตกลงที่มีกับบริษัท ไม่ควรกระทำการใดๆ ที่เป็นการละเมิดสิทธิของผู้มีส่วนได้เสียเหล่านั้น และควรกำหนดมาตรการชดเชยกรณีผู้มีส่วนได้เสียได้รับความเสียหายจากการละเมิดสิทธิ

คณะกรรมการควรพัฒนากลไกการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างเสริมผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อสร้างความมั่นคงอย่างยั่งยืนให้กับกิจการ และควรเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องให้ผู้มีส่วนได้เสียเหล่านั้นได้รับทราบอย่างเพียงพอ เพื่อให้สามารถทำหน้าที่ในการมีส่วนร่วมดังกล่าวได้อย่างมีประสิทธิภาพ

คณะกรรมการควรมีมาตรการในการแจ้งเบาะแสต่อคณะกรรมการในประเด็นเกี่ยวกับการทำผิดกฎหมาย ความถูกต้องของรายงานทางการเงินระบบควบคุมภายในที่บกพร่อง หรือการผิดจรรยาบรรณ และควรมีกฎไต่สวนคุ้มครองสิทธิของผู้แจ้งเบาะแสดังกล่าวด้วย

คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายความรับผิดชอบต่อสังคม โดยเฉพาะเรื่องที่มีผลกระทบต่อการประกอบธุรกิจโดยตรงให้ครบถ้วน เพื่อให้ผู้เกี่ยวข้องมั่นใจว่า การประกอบธุรกิจของบริษัทได้คำนึงถึงปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมเพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืน (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2555, 2555)

หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส

“คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใสผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ”

ข้อมูลสำคัญของบริษัทรวมถึงรายงานทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินต่างๆ ตามข้อกำหนดของสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น การทำหน้าปีที่ในรอบปีที่ผ่านมาของคณะกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อย นโยบายการกำกับดูแลกิจการ นโยบายเกี่ยวกับการดูแลสิ่งแวดล้อมและสังคม และการปฏิบัติตามนโยบายต่างๆ ดังกล่าว เป็นต้น

คุณภาพของรายงานทางการเงินเป็นเรื่องที่ผู้ถือหุ้นและบุคคลภายนอกให้ความสำคัญ คณะกรรมการจึงควรมั่นใจว่า ข้อมูลที่แสดงในรายงานทางการเงินมีความถูกต้อง เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไป และผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีที่เป็นอิสระ

ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการเป็นผู้ที่อยู่ในฐานะที่เหมาะสมที่สุดในการทำหน้าที่ “โฆษก” ของบริษัท อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการอาจแต่งตั้งให้กรรมการท่านอื่นหรือผู้บริหารทำหน้าที่ดังกล่าวแทน โดยผู้ที่ได้รับแต่งตั้งควรทำหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง รวมทั้งควรมีการกำหนดนโยบายการเผยแพร่ข้อมูลสู่สาธารณะ (Disclosure Policy) ให้ชัดเจน นอกจากนี้คณะกรรมการควรจัดให้มีหน่วยงานหรือผู้รับผิดชอบงานเกี่ยวกับ “นักลงทุนสัมพันธ์” (Investor Relations หรือ IR) เพื่อสื่อสารกับบุคคลภายนอกเช่น ผู้ลงทุน นักลงทุนสถาบัน นักลงทุนทั่วไป นักวิเคราะห์ และภาครัฐที่เกี่ยวข้องอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรม โดยเปิดโอกาสให้สามารถเข้าพบผู้บริหารของบริษัทได้ตามความเหมาะสมภายใต้หลักเกณฑ์ที่ว่า ข้อมูลที่ให้เป็นข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณะแล้ว (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2555, 2555)

หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

“คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ”

คณะกรรมการควรมีภาวะผู้นำ วิสัยทัศน์ และมีความเป็นอิสระในการตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวม คณะกรรมการควรจัดให้มีระบบแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบระหว่าง คณะกรรมการและฝ่ายจัดการที่ชัดเจน และดูแลให้บริษัทมีระบบงานที่ให้ความเชื่อมั่นได้ว่ากิจกรรมต่างๆ ของบริษัทได้ดำเนินไปในลักษณะที่ถูกต้องตามกฎหมายและมีจริยธรรม

คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติหลากหลาย ทั้งในด้านทักษะ ประสบการณ์ความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์กับบริษัท รวมทั้งการอุทิศเวลาและความพยายามในการปฏิบัติหน้าที่ เพื่อเสริมสร้างให้บริษัทมีคณะกรรมการที่เข้มแข็ง

กระบวนการสรรหาผู้ดำรงตำแหน่งกรรมการบริษัทเพื่อให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นผู้แต่งตั้งควรมีความโปร่งใส ปราศจากอิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือฝ่ายจัดการ และสร้างความมั่นใจให้กับบุคคลภายนอก

เพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล คณะกรรมการควรจัดให้มีคณะกรรมการชุดย่อยต่างๆ เพื่อช่วยศึกษาและกลั่นกรองงานตามความจำเป็น โดยเฉพาะในกรณีที่ต้องอาศัยความเป็นกลางในการวินิจฉัย และควรกำหนดนโยบาย บทบาท หน้าที่รับผิดชอบ กระบวนการทำงาน เช่น การดำเนินการประชุมและการรายงานต่อคณะกรรมการไว้อย่างชัดเจน

กรรมการทุกคนควรเข้าใจเป็นอย่างดีถึงหน้าที่ความรับผิดชอบของกรรมการและลักษณะการดำเนินงานของบริษัท พร้อมทั้งจะแสดงความคิดเห็นของตนอย่างเป็นอิสระและปรับปรุงตัวเองให้ทันสมัยอยู่ตลอดเวลา กรรมการควรปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต ระมัดระวังและรอบคอบ โดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของบริษัทและเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกคน โดยได้รับข้อมูลที่ถูกต้องและครบถ้วน นอกจากนี้ กรรมการทุกคนควรอุทิศเวลาให้เพียงพอเพื่อปฏิบัติหน้าที่ตามความรับผิดชอบได้อย่างเต็มที่ และเป็นหน้าที่ของกรรมการที่ต้องเข้าประชุมคณะกรรมการทุกครั้งยกเว้นกรณีที่มีเหตุผลพิเศษจริงๆ

การกำหนดค่าตอบแทนกรรมการเป็นเรื่องเกี่ยวกับผลประโยชน์ของกรรมการโดยตรง กรรมการจึงไม่ควรอนุมัติค่าตอบแทนของตนเองคณะกรรมการควรจัดให้มีกระบวนการกำหนดค่าตอบแทนที่โปร่งใสและขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น ระดับและองค์ประกอบของค่าตอบแทน กรรมการควรเหมาะสมและเพียงพอที่จะจูงใจและรักษากรรมการที่มีคุณภาพตามที่ต้องการ แต่ควรหลีกเลี่ยงการจ่ายที่เกินสมควร

2.2.2 ประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการ (คณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ, 2557)

2.2.2.1 ประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียน

- ทำให้เกิดประสิทธิภาพและประสิทธิผลในการดำเนินงานมากขึ้น
- ทำให้บริษัทมีความสามารถในการแข่งขันมากขึ้น
- เพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมด
- สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น
- สามารถระดมทุนได้ด้วยต้นทุนที่เหมาะสม

2.2.2.2 ประโยชน์ต่อตลาดทุนโดยรวม

- สร้างความเชื่อมั่นในตลาดทุน
- เพิ่มความต้องการซื้อหลักทรัพย์ในตลาด
- เพิ่มสภาพคล่องและระดับราคาให้แก่ตลาด

2.2.3 การกำกับดูแลกิจการกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด

เมื่อบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะทำให้เห็นถึงการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ มีความโปร่งใส และสร้างความมั่นใจและความน่าเชื่อถือให้แก่บริษัท ซึ่งจะทำให้บริษัทนั้นมีนักลงทุนสนใจที่จะเข้ามาลงทุนมากขึ้น ซึ่งจะทำให้หลักทรัพย์เกิดการซื้อขายในตลาดจนเกิดสภาพคล่อง โดยที่มีการศึกษาวิจัยหลายงาน เช่น (Chung, et al., 2010; Bar-Yosef & Prencipe, 2013; Prommin, et al., 2014; Karmani, et al., 2015 และ Ke & Changyun, 2011) แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะทำให้สภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดเพิ่มขึ้น

2.3 บทบาทของการเปิดเผยข้อมูลและปัญหาของข้อมูลในตลาดทุน

2.3.1 ปัญหาของข้อมูลในตลาดทุน

จากมุมมองของสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดที่กล่าวว่าราคาของหลักทรัพย์ได้สะท้อนซึ่งข้อมูลทั้งหมดแล้ว (Fama, 1970, 1991 อ้างใน Martins & Paulo, 2014) ในตลาดทุนนั้นข้อมูลเหล่านี้จะมีผลกระทบต่อกระแสเงินสดของกิจการและความคาดหวังของนักลงทุนในอนาคต ซึ่งในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นราคาของหลักทรัพย์นั้นจะให้สัญญาณการจัดสรรอย่างเพียงพอเพราะว่าข้อมูลในตลาดนั้นสมมาตร (Symmetry Information)

ผลกระทบของความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ได้มีการวิเคราะห์โดย (Akerlof, 1970 อ้างใน Martins & Paulo, 2014) ซึ่งใช้ตลาดรถมือสอง (Lemon Market) ในสหรัฐอเมริกาในการอธิบายปรากฏการณ์นี้ กล่าวคือ เวลาเราไปซื้อรถมือสองนั้น โดยทั่วไปเราจะไม่ทราบถึงคุณภาพของรถมือสองเพราะความไม่สมมาตรของข้อมูล ตัวแทนหรือผู้ขายรถยนต์มือสองจะทราบว่ารถที่ตนขายนั้นมีสภาพอย่างไร ในขณะที่ผู้ซื้อนั้นไม่ทราบข้อมูลดังกล่าวเลย ดังนั้นผู้ซื้อจะจ่ายในราคาที่ต่ำกว่าความเป็นจริงสำหรับรถมือสองที่ยังมีสภาพดีอยู่ ทำให้ผู้ขายได้รับมูลค่าที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง จนสุดท้ายแล้วทำให้รถยนต์มือสองที่ยังมีสภาพดีอยู่หายออกไปจากตลาด เหลือแต่รถเสื่อมคุณภาพ ปรากฏการณ์นี้เกิดจากช่องว่างของข้อมูลข่าวสาร (Information Gap) ซึ่งก่อให้เกิดปัญหา Adverse Selection ต่อไป (Akerlof, 1970 อ้างใน ธนากร ม้าแก้ว, 2544)

ในความเป็นจริงแล้วนั้น ความไม่สมมาตรของข้อมูลข่าวสารหรือช่องว่างของข้อมูลนั้นไม่ได้เกิดเพียงแค่นี้ในตลาดรถยนต์มือสองเท่านั้น แต่ปรากฏการณ์นี้เป็นสิ่งที่สามารถเกิดได้ในหลายตลาด (Leland & Pyle, 1977 อ้างใน Martins & Paulo, 2014 และ ธนากร ม้าแก้ว, 2544) โดยเฉพาะอย่างยิ่งตลาดทางการเงิน (Financial Market) ความไม่สมมาตรของข้อมูลสามารถเห็นได้อย่างชัดเจนคือผู้กู้ในตลาดเงินนั้นเป็นผู้ที่ข้อมูลภายในเกี่ยวกับโครงการของตนมากกว่าผู้ให้กู้ ซึ่งผู้ให้กู้ควรจะทำ ความเข้าใจจุดประสงค์ของผู้กู้อย่างแท้จริง แต่ปัญหา Moral Hazard จากทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) ซึ่งเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลนี้เองทำให้เกิดความซับซ้อนในการสื่อสารข้อมูลระหว่างกัน

จากมุมมองของความไม่สมมาตรของข้อมูลข่าวสารในตลาดทุน ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้จะให้ความสำคัญไปยังบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยที่ความไม่สมมาตรของข้อมูลในตลาดทุน เกิดจากแรงจูงใจที่ขัดแย้งกันระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน ซึ่งอาจนำไปสู่ความล้มเหลวของตลาดทุน (Akerlof, 1970 อ้างใน Healy & Palepu, 2001) เช่น การพิจารณาในสถานการณ์ที่ตลาดทุนมีโครงการลงทุนที่มีประสิทธิภาพและโครงการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ อัตราส่วน 50:50 ทั้งนี้ผู้บริหารและนักลงทุนมีเหตุผลในการพิจารณามูลค่าการลงทุนอย่างมีเงื่อนไขด้วยข้อมูลที่ตนมีอยู่ ถ้านักลงทุนไม่สามารถแยกแยะระหว่างโครงการลงทุนทั้งสองโครงการได้

ผู้บริหารที่ดำเนินโครงการที่ไม่มีประสิทธิภาพพยายามทำให้โครงการของตนดูเหมือนเป็นโครงการที่มีประสิทธิภาพ ลองนึกภาพว่าความเป็นไปได้ในการที่นักลงทุนจะให้ค่าโครงการทั้งสองโครงการในระดับเฉลี่ยแล้ว ปัญหานี้ก็จะยังไม่ถูกแก้ไขอย่างแน่นอนอีกทั้งในตลาดทุน นักลงทุนจะประเมินมูลค่าต่ำเกินในบางโครงการที่มีประสิทธิภาพและประเมินมูลค่าสูงเกินในบางโครงการที่ไม่มีประสิทธิภาพ ขึ้นอยู่กับข้อมูลที่มีอยู่ในตลาด ณ ขณะนั้น (Healy & Palepu, 2001)

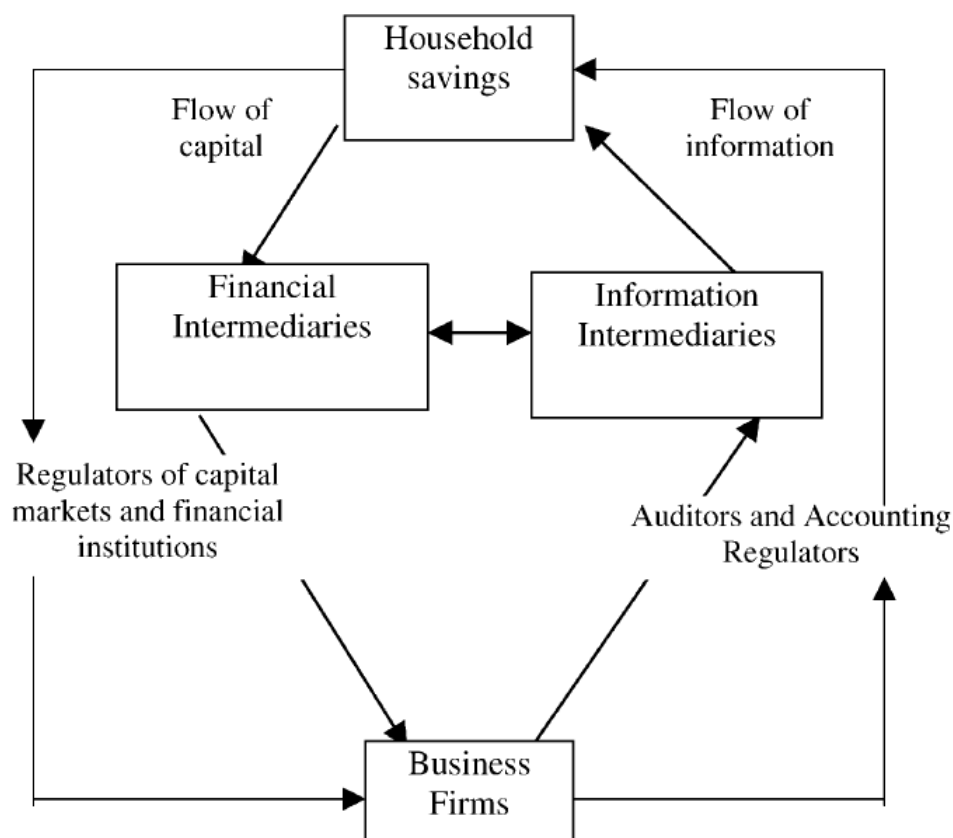
ในการแก้ไขปัญหาความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลนั้นมีหลายวิธีด้วยกัน ซึ่งวิธีแก้ไขที่ดีที่สุดก็คือการที่ให้ผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลภายในทั้งหมดจึงจะสามารถบรรเทาปัญหาการประเมินมูลค่าผิดพลาดได้ (Kreps, 1990 อ้างใน Healy & Palepu, 2001) นอกจากนี้การลดการเข้าถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันได้ จะทำให้นักลงทุนมีความมั่นใจในการที่จะเข้าไปลงทุนและเข้าไปซื้อขายหลักทรัพย์ในบริษัทเหล่านั้นมากขึ้น

2.3.2 บทบาทของการเปิดเผยข้อมูล

ความท้าทายสำคัญของเศรษฐกิจและการเงินคือการจัดสรรการออมไปสู่โอกาสการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ โดยปกติแล้วในตลาดทุนจะมีบริษัทจดทะเบียนใหม่และบริษัทจดทะเบียนเดิมที่ต้องการดึงดูดเงินฝากของภาคครัวเรือนหรือนักลงทุนมาลงทุนยังกิจการของตนเพื่อเป็นเงินทุนสำหรับธุรกิจ ถึงแม้ว่าทั้งสองฝ่าย ได้แก่ ผู้ประกอบการ และนักลงทุนต้องการทำธุรกิจร่วมกัน โดยการนำเงินออมไปสู่โอกาสในการลงทุนจะมีอุปสรรค คือ ผู้ประกอบการโดยทั่วไปจะมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าของโอกาสการลงทุนในธุรกิจที่ดีกว่านักลงทุน และมักจะทำให้มูลค่าดูเกินจริงทำให้นักลงทุนเจอกับปัญหาความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) เมื่อตัดสินใจลงทุนในบริษัทเหล่านั้น

จากการศึกษาเรื่องบทบาทของการเปิดเผยข้อมูลในตลาดทุนสมัยใหม่ เนื่องจากปัญหาของข้อมูลเป็นอุปสรรคต่อการจัดสรรทรัพยากรในตลาดทุน จึงมีการกำหนดหน่วยงานที่เกี่ยวข้องขึ้น เพื่อให้เกิดความน่าเชื่อถือในการเปิดเผยข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนซึ่งมีส่วนช่วยให้ปัญหาความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลบรรเทาลง (Healy & Palepu, 2001)

ภาพที่ 2.2: ภาพแสดงการไหลเวียนของเงินทุนและข้อมูลในตลาดทุน



ที่มา: Healy, P. M., & Palepu, K. G.. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics*, 31(1-3), 408.

ในการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนนั้นจะอยู่ในรูปแบบต่างๆ เช่น งบการเงิน ข่าวประชาสัมพันธ์ การประชุม และอื่นๆ ซึ่งจากทฤษฎีความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลกล่าวว่าการที่กิจการเปิดเผยข้อมูลจะช่วยลดความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลข่าวสารระหว่างนักลงทุนและผู้บริหารได้ อีกทั้งกิจการยังจะพยายามที่จะแก้ปัญหาของข้อมูลโดยมีการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพมากขึ้น ซึ่งจะทำให้มีผลต่อความคาดหวังต่อกระแสเงินสดของบริษัทในอนาคตในมุมมองของนักลงทุน และส่งผลให้มีอิทธิพลต่อการซื้อขายในตลาดทุน (Laidroo, 2011) สำหรับในประเทศไทยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดให้มีการจัดกิจกรรมบริษัทหลักทรัพย์พบผู้ลงทุน (Opportunity Day) ซึ่งกิจกรรมนี้จัดขึ้นโดยมีจุดประสงค์เพื่อให้ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนได้ชี้แจงข้อมูลเกี่ยวกับธุรกิจ ผลการดำเนินงานที่ผ่านมา

แผนงานในอนาคตของบริษัท รวมไปถึงการตอบข้อซักถามแก่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ นักลงทุน และสื่อมวลชนที่มาร่วมงาน โดยทางตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดให้มีการจัดกิจกรรมนี้ในช่วงหลังประกาศงบการเงินของแต่ละไตรมาสอยู่ที่ว่าบริษัทจดทะเบียนใดจะเข้าร่วมในการจัดกิจกรรมนี้ ทั้งนี้การจัดกิจกรรมดังกล่าวมิได้เป็นกฎระเบียบข้อบังคับแต่อย่างใด การจัดกิจกรรมนี้เป็นการเปิดเผยข้อมูลเพื่อลดปัญหาความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลอีกลักษณะหนึ่งนอกจากการจัดการประชุมผู้ถือหุ้น สำหรับการจัดกิจกรรมบริษัทหลักทรัพย์พบผู้ลงทุนยังมีการถ่ายทอดสดและยังดูย้อนหลังผ่านอินเทอร์เน็ตได้ ทำให้นักลงทุนหรือผู้ที่สนใจสามารถเข้าถึงข้อมูลได้ง่ายกว่าด้วย

2.3.3 การเปิดเผยข้อมูลกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด

การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยให้ความสำคัญกับอีกปัจจัย คือ ผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลของกิจการต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด ซึ่งตามการศึกษาของ (Amihud & Mendelson, 1986; Glosten & Milgrom, 1985 และ Kyle, 1985 อ้างใน Laidroo, 2011) ที่พบว่าความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลสูง มีผลทำให้สภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาดต่ำ โดยสังเกตได้จาก การเพิ่มขึ้นของช่วงห่างของราคาเสนอซื้อเสนอขาย การลดลงของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และการลดลงของความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลนั้นสามารถลดลงได้จากการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น (Akerlof, 1970; Baiman & Verrecchia, 1996 และ Diamond & Verrecchia, 1991 อ้างใน Laidroo, 2011) ดังนั้น การเปิดเผยข้อมูลที่มากขึ้นจะมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อช่วงห่างของราคาเสนอซื้อเสนอขาย และมีความเชิงบวกกับปริมาณการซื้อขายและความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

2.4 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ การเปิดเผยข้อมูลของกิจการ และผลกระทบต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาดนั้นมีการศึกษามากมายหลายมุมมอง และการศึกษาแต่ละงานก็มีวิธีการศึกษาที่แตกต่างกันบ้าง ซึ่งงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาในครั้งนี้มีดังนี้

Laidroo (2011) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาดกับการเปิดเผยข้อมูลสู่สาธารณชน ซึ่งตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ การเปิดเผยข้อมูล ได้แก่ คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูล ปริมาณการเปิดเผยข้อมูล สภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด ได้แก่ ช่วงห่างของราคาเสนอซื้อเสนอขาย ปริมาณการซื้อขาย Illiquidity Ratio ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน นำมาวิเคราะห์ด้วยโมเดลการวิเคราะห์การถดถอยหลายตัวแปร ซึ่งผลการศึกษาพบว่า คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูล และปริมาณการเปิดเผยข้อมูล มีความสัมพันธ์เชิงลบกับช่วงห่างของราคาเสนอซื้อเสนอขาย และ Illiquidity Ratio ส่วนปริมาณการซื้อขายและความผันผวนของอัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูล และปริมาณการเปิดเผยข้อมูล

Welker (1995) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเปิดเผยข้อมูล ความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลและสภาพคล่องในตลาดหุ้น ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ ระดับการเปิดเผยข้อมูลของกิจการ และช่วงห่างของราคาเสนอซื้อเสนอขาย โดยมีการใส่ตัวแปรควบคุม คือ ราคาของหุ้น ปริมาณการซื้อขาย และความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แล้วนำมาวิเคราะห์ด้วยสถิติการวิเคราะห์การถดถอยแบบ Ordinary Least Square (OLS) และ 2 Stage Least Square (2SLS) ผลการศึกษาพบว่าระดับการเปิดเผยข้อมูลของกิจการ และช่วงห่างของราคาเสนอซื้อเสนอขายมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ

Ke & Changyun (2011) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นจีน ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการซึ่งสร้างมาจาก 17 ตัวชี้วัด อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ และอัตราส่วนการวัดสภาพคล่องของ Amihud โดยมีการใส่ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการ Leverage, Book-to-market Ratio และ ความผันผวนของหลักทรัพย์ แล้วนำมาวิเคราะห์ด้วย Fixed Effects Panel Regression (FEM) ผลการศึกษาพบว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด

Karmani, et al. (2015) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นฝรั่งเศส ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการซึ่งสร้างจาก 82 ตัวชี้วัดแบ่งออกเป็น 4 หมวด ได้แก่ คณะกรรมการบริหาร คุณภาพการตรวจสอบ โครงสร้างความเป็นเจ้าของ และการเปิดเผยข้อมูล รวมออกมาเป็นคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ตัวแปรที่ทำการศึกษาอีกหนึ่งตัว คือ ช่วงห่างของราคาเสนอซื้อเสนอขาย โดยมีการใส่ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ปริมาณการซื้อขาย ความผันผวนของราคา ราคาหลักทรัพย์ ขนาดของกิจการ และการจดทะเบียนในตลาดสหรัฐอเมริกา นำมาวิเคราะห์ด้วยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่าการกำกับดูแลกิจการที่สามารถพัฒนาสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาดได้

Prommin, et al. (2014) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นของประเทศไทย ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการซึ่งสร้างจาก 9 ตัวชี้วัดแบ่งออกเป็น 4 หมวด ได้แก่ คณะกรรมการบริหาร การตรวจสอบ ค่าตอบแทน และการสรรหา รวมออกมาเป็นคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ตัวแปรทางด้านสภาพคล่อง คือ อัตราส่วนการวัดสภาพคล่องของ Amihud อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ และอัตราส่วนสภาพคล่องของหลักทรัพย์ โดยมีการใส่ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน อัตราส่วนของสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์ทั้งหมด และการกระจุกตัวของเจ้าของ นำมาวิเคราะห์ด้วยการวิเคราะห์การถดถอย ผลการศึกษาพบว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ และอัตราส่วนสภาพคล่องของหลักทรัพย์ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนการวัดสภาพคล่องของ Amihud

Chung, et al. (2010) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด NYSE/AMEX และ NASDAQ ตัวแปรที่ใช้ศึกษา ได้แก่ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการซึ่งสร้างจาก 24 มาตรฐานการกำกับดูแลกิจการแบ่งออกเป็น 6 หมวด รวมออกมาเป็นคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ตัวแปรทางด้านสภาพคล่อง ได้แก่ ช่วงห่างของราคา ผลกระทบของราคาจากการซื้อขาย และแบบจำลอง PIN โดยมีการใส่ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ราคาหลักทรัพย์ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน ขนาดของกิจการ อายุของกิจการ การตามของนักวิเคราะห์ การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน การซื้อขายโดยบุคคลภายใน การใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา และสินทรัพย์ที่จับต้องได้ นำมาวิเคราะห์ด้วยการถดถอยแบบ Ordinary Least Square (OLS) ผลการศึกษาพบว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับช่วงห่างของราคา ผลกระทบของราคาจากการซื้อขาย และแบบจำลอง PIN ซึ่งหมายถึงการกำกับดูแลกิจการนั้นส่งผลต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์

Chen (2007) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบของการเปิดเผยข้อมูลและกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อสภาพคล่องของหุ้นในตลาด S&P 500 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ ระดับการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (AFR) ตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการ (CFR) และช่วงห่างของราคาที่มีประสิทธิภาพ (Effective Spread) โดยมีการใส่ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ราคาปิดของหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน ค่าเฉลี่ยจำนวนการซื้อขาย และมูลค่าตามตลาดของกิจการ นำมาวิเคราะห์การถดถอยแบบ Ordinary Least Square (OLS) 3 Stage Least Square (3SLS) และ Generalized Method of Moments (GMM) ผลการศึกษาพบว่าระดับการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับช่วงห่างของราคาที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลและกลไกการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อสภาพคล่องของหุ้น

Haddad, et al. (2009) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยข้อมูลของกิจการต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาดจอร์แดน ตัวแปรที่ศึกษา คือ ดัชนีการเปิดเผยข้อมูล และช่วงห่างของราคาเสนอซื้อเสนอขาย นำมาวิเคราะห์ด้วย Multivariate Regression Analysis ผลการศึกษาพบว่าดัชนีการเปิดเผยข้อมูล และช่วงห่างของราคาเสนอซื้อเสนอขายมีความสัมพันธ์กันในทางตรงกันข้าม ระดับการเปิดเผยข้อมูลที่สูงลดช่วงห่างของราคาเสนอซื้อเสนอขาย

Salehi, et al. (2015) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยข้อมูลของกิจการต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด Tehran ตัวแปรที่ศึกษา คือ ระดับการเปิดเผยข้อมูลต่อมาตรฐานทั้งหมดของ Botosan Model และตัวแปรด้านสภาพคล่องคือ ปริมาณการซื้อขาย อัตราการหมุนเวียนหลักทรัพย์ และจำนวนรายการซื้อขายต่อวัน โดยตัวแปรควบคุม ได้แก่ โอกาสในการทำกำไร (Market to Book Value) ขนาดของกิจการ และ Financial Leverage นำมาวิเคราะห์ด้วยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ผลการศึกษาพบว่าการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจ

ไม่มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตามการศึกษาพบว่าสภาพคล่องมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดของกิจการและโอกาสในการทำกำไร



ตารางที่ 2.1: สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัย	ชื่อผลงานวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	สถิติที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษาวิจัย
Laidroo. (2011)	Market Liquidity and Public Announcement' Disclosure Quality on Tallinn, Riga, and Vilnius Stock Exchange	- Disclosure quality	- bid-ask spread - trading volume - illiquidity ratio - stock return volatility	- pair-wise correlation - ANOVA - Multivariate Regression	- การเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพมี ทำให้มีช่วงห่างของราคาและ อัตราส่วนความไร้สภาพคล่อง ลดลง อีกทั้งยังมีความสัมพันธ์เชิง บวกกับปริมาณการซื้อขาย และ ความผันผวนของหลักทรัพย์ด้วย
Welker. (1995)	Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets	- disclosure score	- bid-ask spread	- OLS Regression - 2SLS Regression	- นโยบายการเปิดเผยข้อมูล สามารถลดความไม่สมบูรณ์ของ ข้อมูลและทำให้สภาพคล่องของ หลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น
Ke and Changyun. (2011)	Corporate Governance and Firm Liquidity: Evidence from the Chinese Stock Market	- CG-Index	- turnover ratio - amihud illiquidity	- Fixed effects panel regression	- การศึกษาพบความสัมพันธ์เชิง บวกระหว่างดัชนีการกำกับดูแล กิจการกับสภาพคล่องของ หลักทรัพย์

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 2.1 (ต่อ) : สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัย	ชื่อผลงานวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	สถิติที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษาวิจัย
Karmani, et al. (2015)	An Investigation Of The Relation Between Corporate Governance And Liquidity: Empirical Evidence From France	- CG-Index - Board of director index - Audit index - Ownership structure index - Disclosure index	- bid-ask spread - effective spread - illiquidity ratio	- Multiple Regression	- ผลศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่าสามารถพัฒนาสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาดได้ อีกทั้งการศึกษานี้พบว่า การกำกับดูแลกิจการนั้นไม่ได้ขึ้นอยู่กับดัชนีรวมอย่างเดียวแต่ขึ้นอยู่กับดัชนีการกำกับดูแลกิจการด้านต่างๆด้วย
Prommin, et al. (2014)	CORPORATE GOVERNANCE AND LIQUIDITY: THE CASE OF THAILAND	- CG-Index	- amihud illiquidity - turnover ratio - liquidity ratio	- Panel Regression	- ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการหมุนเวียนของหลักทรัพย์และอัตราส่วนสภาพคล่อง แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับ amihud illiquidity

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 2.1 (ต่อ) : สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัย	ชื่อผลงานวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	สถิติที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษวิจัย
Chung, et al. (2010)	Corporate Governance and Liquidity	- CG-Index	- bid-ask spread - effective spread - price-impact - PIN model	- OLS Regression	- การกำกับดูแลกิจการมี ความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้าม กับช่วงห่างของราคา ผลกระทบ ของราคาจากการซื้อขาย และ แบบจำลอง PIN
Chen. (2007)	Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P transparency and disclosure rankings	- T&D Ranking (AFR) - CG Proxies (CFR)	- effective spread	- OLS Regression - 3SLS Regression - GMM Regression	- ผลการศึกษาพบว่าระดับการ เปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และการกำกับดูแลกิจการ มี ความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้าม กับช่วงห่างของราคาที่มี ประสิทธิภาพ
Haddad, et al. (2009)	Voluntary disclosure and stock market liquidity: evidence from the Jordanian capital market	- Disclosure index	- bid-ask spread	- Multivariate regression analysis	- ผลการศึกษาพบว่าดัชนีการ เปิดเผยข้อมูล และช่วงห่างของ ราคาเสนอซื้อเสนอขายมี ความสัมพันธ์กันทางตรงกัน ข้าม

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 2.1 (ต่อ) : สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัย	ชื่อผลงานวิจัย	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	สถิติที่ใช้ในการวิจัย	ผลการศึกษวิจัย
Salehi, et al. (2015)	The Relationship between Voluntary Disclosure and Stock Liquidity of Listed Companies on the Tehran Stock Exchange	- Voluntary disclosure	- Volume Trade - Stock turnover - Number of trade	- Multiple linear regression	ผลการศึกษาพบว่า การเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจไม่มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องอย่างมีนัยสำคัญ

2.5 ตัวแปรที่ศึกษา

2.5.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาตัวแปรอิสระ 2 ตัวแปร ได้แก่ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ และการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน

ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Index)

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับสภาพคล่องนั้นจำเป็นต้องอาศัยมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งทางทฤษฎีนั้นคือการพัฒนาความโปร่งใสทางการเงินและการดำเนินงาน ซึ่งผู้วิจัยได้ใช้ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG-Index) เป็นตัวแทนของมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่ดี ในการศึกษาที่ผ่านมาได้มีการใช้ดัชนีการกำกับดูแลกิจการต่างมากมาย เช่น โมเดล GIM-Index ที่เป็นที่ยอมรับซึ่งพัฒนาโดย (Gomper, et al., 2003) และอีกหลายโมเดลที่ใช้วัดมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการ

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้พัฒนาโมเดล CG-Index ขึ้นใหม่เนื่องจากโมเดลที่ถูกใช้กันในงานวิจัยที่ผ่านมาไม่ได้ครอบคลุมในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (OECD, 2004) ซึ่งถูกนำมาใช้ในประเทศไทย โดย CG-Index อ้างอิงจากแบบประเมินการแสดงผลการกำกับดูแลกิจการปี 2558 (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2558) และ CG-Index ของ (Prommin, et al., 2014) ซึ่งพัฒนามาจากโครงสร้างของนโยบายในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และได้มีการนำมาใช้ศึกษาการกำกับดูแลกิจการกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาดในประเทศไทย CG-Index ใหม่ที่ผู้วิจัยได้เลือก 22 มาตรฐานการกำกับดูแลกิจการใน 5 หมวด ซึ่งแสดงในตารางที่ 2.2 ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ

ตารางที่ 2.2: ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Index)

หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น
1.1 คณะกรรมการของบริษัทมีการถือหุ้นรวมกันไม่เกินร้อยละ 5 ของหุ้นที่ออกแล้ว
1.2 บริษัทมีหุ้น Free Float เกินกว่าร้อยละ 25 ของหุ้นที่ออกแล้ว
1.3 บริษัทมีหุ้น Free Float เกินกว่าร้อยละ 40 ของหุ้นที่ออกแล้ว
หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม
2.1 บริษัทมีนโยบายป้องกันการใช้อำนาจภายในของบริษัท
2.2 บริษัทได้กำหนดนโยบายให้กรรมการและผู้บริหารระดับสูงแจ้งต่อคณะกรรมการเกี่ยวกับการซื้อขายหุ้นอย่างน้อย 1 วันล่วงหน้าก่อนทำรายการซื้อขาย

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 2.2 (ต่อ) : ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Index)

หมวดที่ 3 การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย
3.1 บริษัทจัดทำรายงานความรับผิดชอบต่อสังคม
3.2 คณะกรรมการมีการกำหนดนโยบายเกี่ยวกับการต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชันและห้ามจ่ายสินบนเพื่อผลประโยชน์ทางธุรกิจ
3.3 บริษัทได้กำหนดแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการกำกับดูแลและควบคุมดูแล เพื่อป้องกันและติดตามความเสี่ยงจากการทุจริตคอร์รัปชัน
3.4 คณะกรรมการได้มีการจัดให้มีช่องทางให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่มได้ติดต่อร้องเรียน
หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส
4.1 บริษัทมีการแจกแจงโครงสร้างผู้ถือหุ้น
4.2 มีการเปิดเผยข้อมูลการถือหุ้นของกรรมการ
4.3 มีการเปิดเผยตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่ใช่ด้านการเงิน
4.4 นโยบายการจ่ายปันผล
4.5 บริษัทได้ว่าจ้างผู้สอบบัญชีที่มีความเป็นอิสระและมีความน่าเชื่อถือ (PWC, KPMG, E&Y หรือ Deloitte)
หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบต่อของคณะกรรมการ
5.1 คณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งคณะ
5.2 ประธานกรรมการและผู้บริหารระดับสูงไม่ใช่คนเดียวกัน
5.3 มีการจัดตั้งหน่วยงานตรวจสอบภายในขึ้นเป็นหน่วยงานหนึ่งภายในบริษัท
5.4 คณะกรรมการมีการประเมินผลงานประจำปี ของทั้งคณะ
5.5 คณะกรรมการตรวจสอบมีการจัดประชุมอย่างน้อยปีละ 4 ครั้ง
5.6 คณะกรรมการตรวจสอบมีกรรมการอย่างน้อย 1 คนที่จบการศึกษาหรือมีความเชี่ยวชาญด้านบัญชี
5.7 คณะกรรมการมีการจัดตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน
5.8 คณะกรรมการมีการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหา

จากตาราง 2.2 แต่ละมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการจะให้คะแนนเท่ากับ 1 และจะรวมคะแนนออกมาโดยที่คะแนนสูงสุดคือ 22 และคะแนนต่ำสุดคือ 0 คะแนนนี้บ่งบอกถึงคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และจะถูกนำไปเป็นค่าของตัวแปร CG-Index ในการวิเคราะห์ข้อมูลต่อไป

การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน (Opportunity Day)

การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนถือว่าเป็นการเปิดเผยข้อมูลลักษณะหนึ่ง ซึ่งตามทฤษฎีความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลนั้นเมื่อบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลจากการศึกษาที่ผ่านมาจะทำให้สภาพคล่องของหลักทรัพย์มีมากขึ้น แต่การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนยังเป็นตัวแปรที่ยังไม่มีผู้ศึกษา

ผู้วิจัยจึงนำตัวแปรดังกล่าวมาศึกษาวิจัยโดยการวัดค่าการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนจากจำนวนครั้งที่จัดในแต่ละปี โดยที่จะมีค่าตั้งแต่ 0-4 ซึ่งบ่งบอกถึงระดับการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชนของบริษัทจดทะเบียน

2.5.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาถึงสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด ซึ่งวิธีการวัดสภาพคล่องมีหลายวิธี ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้วัดสภาพคล่องโดยใช้ อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายของหลักทรัพย์

อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ (Share Turnover Ratio)

อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ตัวชี้วัดสภาพคล่องอีกตัวหนึ่งของหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถวัดจากปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เมื่อเปรียบเทียบกับปริมาณหุ้นทั้งหมดในมือผู้ถือหุ้น (Bartov & Bodnar, 2006 อ้างใน Prommin, et al., 2014) พบว่าปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นมีความสัมพันธ์กับความไม่สมบูรณ์ของข้อมูล ได้อธิบายว่าปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่น้อยอาจเกิดจากระดับความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลเพราะนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลระดับการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ใช้วัดระยะเวลาการถือครองหลักทรัพย์คำนวณค่าออกมาเป็นเปอร์เซ็นต์ การที่มีอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์สูงหมายความว่าหลักทรัพย์มีสภาพคล่องมาก อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์มีสูตรการคำนวณดังนี้

$$\frac{\text{ผลรวมปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลานั้น} \times 100}{\text{ค่าเฉลี่ยปริมาณหุ้นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเวลานั้น}}$$

สำหรับงานวิจัยครั้งนี้จะใช้ลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์

2.5.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variable)

แม้ว่าการศึกษาในครั้งนี้จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการทำกับดูแลกิจการและการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด อย่างไรก็ตามในการวิเคราะห์การถดถอยได้มีการใส่ตัวแปรควบคุมซึ่งเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด โดยตัวแปรควบคุมที่ใช้ ได้แก่ ขนาดของบริษัทจดทะเบียน ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

ขนาดของกิจการ (Firm Size)

ขนาดของกิจการสามารถวัดได้จากลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกิจการ Ln (Market Capitalization) เนื่องจากมูลค่าตลาดนั้นสะท้อนความเห็นของนักลงทุน ซึ่งคาดว่าขนาดของกิจการจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด

ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (Return Volatility)

ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนสามารถวัดได้จากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของราคาปิดของหลักทรัพย์ในแต่ละวัน (Standard Deviation) โดยที่คาดว่าความผันผวนของอัตราผลตอบแทนจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio)

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนหรือ Financial Leverage Ratio (LEV) สามารถวัดค่าได้จากจำนวนหนี้สินทั้งหมดต่อจำนวนทุนทั้งหมด โดยที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด (Amihud & Mendelson, 1986 อ้างใน Bar-Yosef & Prencipe, 2013)

ผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm Performance)

ผลการดำเนินงานของกิจการในการศึกษาครั้งนี้จะวัดค่าโดยใช้อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) โดยคาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในตลาด

2.6 สมมติฐานงานวิจัย

สำหรับการศึกษานี้ผู้วิจัยได้พัฒนาสมมติฐานงานวิจัยดังนี้

H₁: การกำกับดูแลกิจการโดยรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

H_{1a}: การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 1 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

H_{1b}: การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 2 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

H_{1c}: การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 3 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

H_{1d}: การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 4 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

H_{1e}: การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 5 มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

H₂: การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

H₃: ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

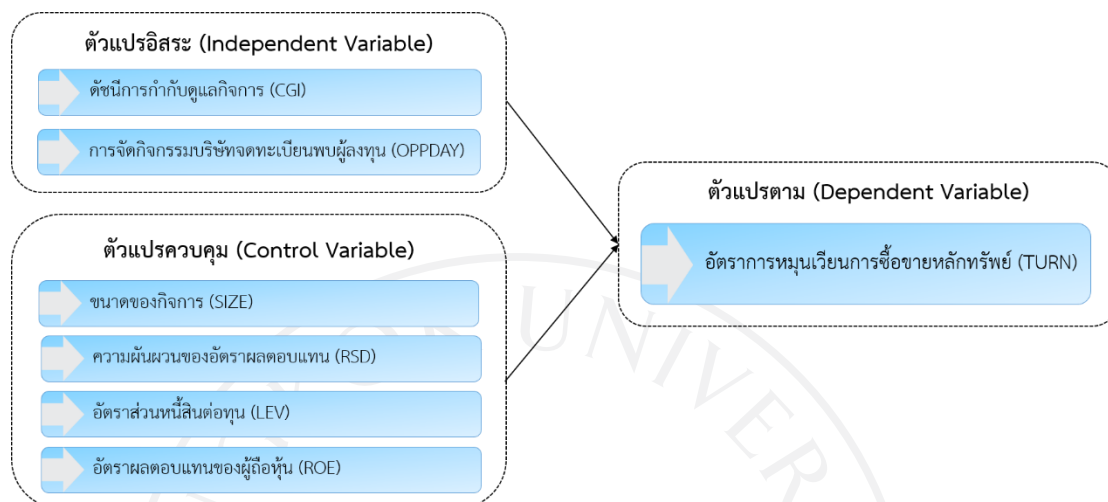
H₄: ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

H₅: อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

H₆: อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

2.7 กรอบแนวคิดงานวิจัย (Conceptual framework)

ภาพที่ 2.3: กรอบแนวคิดงานวิจัย



บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

ในการศึกษาเรื่องผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียน พบผู้ลงทุนต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ผู้วิจัยได้ดำเนินการตามระเบียบวิธีวิจัยดังต่อไปนี้

- 3.1 กลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.3 แบบจำลองและเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา
- 3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล
- 3.5 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression)
- 3.6 ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)
- 3.7 ปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)

3.1 กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเลือกกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่อยู่ในดัชนี SET50 โดยการจัดลำดับของตลาดหลักทรัพย์ ระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 ถึง 2557 โดยกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษามีปีละ 50 บริษัท เป็นระยะเวลา 8 ปี เก็บข้อมูลบริษัทที่อยู่ในดัชนี SET50 ครึ่งปีหลัง มีกลุ่มตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 400 ตัวอย่าง

สำหรับการเลือกกลุ่มตัวอย่างนั้นมีการตัดข้อมูลที่อยู่นอกเหนือจากข้อกำหนดในการเลือกกลุ่มตัวอย่างสำหรับงานวิจัยนี้ ตามลำดับ ได้แก่

3.1.1 บริษัทที่อยู่ในหมวดธุรกิจธนาคาร จำนวน 71 ตัวอย่าง เนื่องจากมีงบการเงินที่ต่างจากบริษัทในอุตสาหกรรมอื่นๆ

3.1.2 บริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ จำนวน 8 ตัวอย่าง

3.1.3 ทดสอบค่าผิดปกติ (Outlier) โดยการนำข้อมูลมาคำนวณหา Z-Score ของขนาดกิจการ, ความผันผวนของผลตอบแทน, Leverage และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ซึ่งพบว่า มีข้อมูลแตกต่างทั้งมากกว่าและน้อยกว่าจากชุดข้อมูลเดียวกันมากผิดปกติ จึงต้องตัดข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ โดยจะตัดข้อมูลที่อยู่ต่ำกว่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 5 ($Z\text{-Score} < -1.645$) และสูงกว่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 95 ($Z\text{-Score} > 1.645$) ของแต่ละตัวแปรออกไป จำนวน 76 ตัวอย่าง

หลังจากการตัดข้อมูลที่ยูนอกเหนือข้อกำหนดในการเลือกกลุ่มตัวอย่างแล้ว คงเหลือกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SET50 ในระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 ถึง 2557 สำหรับการศึกษาจำนวน 60 บริษัท รวมทั้งสิ้น 245 ตัวอย่าง

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาค้นคว้าวิจัยใช้ข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary data) โดยเก็บข้อมูลของบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างจากฐานข้อมูล SETSMART รายงานประจำปี แบบแสดงข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ซึ่งตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยรวบรวมจากแหล่งข้อมูลดังนี้

ตารางที่ 3.1: แหล่งที่มาของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	แหล่งข้อมูล
- อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ (Share Turnover Ratio) - มูลค่าตามตลาดของหลักทรัพย์ (Market Capitalization) - ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (Return Volatility) - อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) - อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity)	ฐานข้อมูล SETSMART
- ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG-Index)	รายงานประจำปี และ แบบ 56-1
- การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน (Opportunity Day)	เว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์ฯ www.set.or.th

นอกจากนี้ยังมีการเก็บรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับหลักการแนวคิดและทฤษฎี เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง มาเป็นข้อมูลสำหรับการออกแบบการวิจัย การตั้งสมมติฐานการวิจัย รวมไปถึงวิธีการประมวลผลและทดสอบสมมติฐานทางสถิติ และจากการทบทวนวรรณกรรมดังที่กล่าวไปในบทที่ 2 ทำให้สามารถสรุปความสัมพันธ์ที่คาดหวังของตัวแปรได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 3.2: สรุปความสัมพันธ์ที่คาดหวังของตัวแปร

ตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์ที่คาดหวัง
ตัวแปรอิสระ		
ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ	CGI	เชิงบวก
การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน	OPPDAY	เชิงบวก
ตัวแปรควบคุม		
ขนาดของกิจการ (Market Cap.)	SIZE	เชิงบวก
ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน	RSD	เชิงบวก
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio)	LEV	เชิงลบ
อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity)	ROE	เชิงบวก

3.3 แบบจำลองและเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้มีแบบจำลองและเครื่องมือในการศึกษาดังต่อไปนี้

3.3.1 แบบจำลองการศึกษา (Model)

- แบบจำลองที่ 1

$$LN_TURN_{i,t} = \alpha_0 + b_1CGI_{i,t} + b_2OPPDAY_{i,t} + b_3SIZE_{i,t} + b_4RSD_{i,t} + b_5LEV_{i,t} + b_6ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- แบบจำลองที่ 2

$$LN_TURN_{i,t} = \alpha_0 + b_1CG1_{i,t} + b_2CG2_{i,t} + b_3CG3_{i,t} + b_4CG4_{i,t} + b_5CG5_{i,t} + b_6OPPDAY_{i,t} + b_7SIZE_{i,t} + b_8RSD_{i,t} + b_9LEV_{i,t} + b_{10}ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- แบบจำลองที่ 3

$$LN_TURN_{i,t} = \alpha_0 + b_1CGI_{i,t} + b_2SIZE_{i,t} + b_3RSD_{i,t} + b_4LEV_{i,t} + b_5ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- แบบจำลองที่ 4

$$LN_TURN_{i,t} = \alpha_0 + b_1OPPDAY_{i,t} + b_2SIZE_{i,t} + b_3RSD_{i,t} + b_4LEV_{i,t} + b_5ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่	$LN_TURN_{i,t}$	= อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$CGI_{i,t}$	= ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$CG1_{i,t}$	= การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$CG2_{i,t}$	= การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$CG3_{i,t}$	= การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 3 การคำนึงถึงบทบาทผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$CG4_{i,t}$	= การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$CG5_{i,t}$	= การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$OPPDAY_{i,t}$	= การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$SIZE_{i,t}$	= ขนาดของกิจการ (Market Cap.) สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$RSD_{i,t}$	= ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$LEV_{i,t}$	= อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$ROE_{i,t}$	= อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นสำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$\varepsilon_{i,t}$	= ส่วนที่เบี่ยงเบนไปจากเส้นถดถอย (ค่าคลาดเคลื่อน หรือ Error Term) สำหรับบริษัท i ในเวลา t

3.3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการประเมินการกำกับดูแลกิจการ คือ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CG-Index) แบ่งออกเป็น 5 หมวด รวมทั้งหมด 22 คะแนน อ้างอิงจากแบบประเมิน การแสดงข้อมูลการกำกับดูแลกิจการปี 2558 (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2558) และ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการของ (Prommin, et al., 2014) ซึ่งพัฒนามาจากโครงสร้างของ นโยบายในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี

3.3.3 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูลและประมวลผลทางสถิติ ใช้โปรแกรมสำเร็จรูป 3 โปรแกรม ดังนี้

- โปรแกรมสำเร็จรูป Microsoft Office Excel เวอร์ชัน 2007 และ 2013
- โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ SPSS Statistic เวอร์ชัน 17.0
- โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ EViews เวอร์ชัน 8

3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

เมื่อรวบรวมข้อมูลเรียบร้อยแล้วผู้วิจัยได้ประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้วิธีการทางสถิติดังต่อไปนี้

3.4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) ที่ใช้สรุปลักษณะและข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร ซึ่งเป็นค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean/ $\bar{x}$) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation) เพื่อให้เห็นลักษณะและการแจกแจงของข้อมูลเบื้องต้น

3.4.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic) ที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล คือ การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ทั้งนี้เพื่อวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CGI) การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนกับผู้ลงทุน (OPPDAY) ขนาดของกิจการ (SIZE) ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (RSD) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (LEV) และอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ (TURN) ของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในดัชนี SET50

3.5 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression)

มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาตัวแปรตามและตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัว ซึ่งเป็นการศึกษาความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ ถ้ามีความสัมพันธ์กันจะมีระดับความสัมพันธ์มากน้อยเพียงใด และความสัมพันธ์นั้นเป็นไปในทิศทางเดียวกันหรือไม่ (สุภาพร กฤตยากรนุพงศ์, 2550) ซึ่งในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Least Squares หรือ LS) ซึ่งเป็นการประมาณค่าเส้นการถดถอยที่หาได้ โดยทำให้ผลรวมของกำลังสองของส่วนที่เบนไปจากเส้นถดถอย [ค่าคลาดเคลื่อน: Error Term(ε)] ของค่าสังเกตของตัวแปรน้อยที่สุด (อักรพงศ์ อินทอง, 2550) โดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุดจะต้องมีข้อสมมติฐานพื้นฐาน ดังต่อไปนี้

1. รูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระรวมถึงตัวคลาดเคลื่อนจะต้องเป็นแบบเส้นตรง ($Y_i = \alpha + \beta x + \varepsilon$)
2. ตัวแปรอิสระต้องไม่ใช่ตัวแปรสุ่ม กล่าวคือ มีค่าแน่นอน (ตัวแปรอิสระจะต้องเป็น Non-Stochastic Variable)
3. ตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์เชิงเส้นอย่างสมบูรณ์ หรือตัวแปรอิสระไม่ควรมีความสัมพันธ์เชิงเส้นกันสูงมากเกินไป [$Corr(x_i, x_j) \neq 1$] [ถ้าดูจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficients) ควรมีค่าไม่ควรเกิน 0.8] หรือไม่ควรมีปัญหา Multicollinearity

4. ตัวคลาดเคลื่อน (Error Term) จะต้องมีการกระจายแบบปกติ โดยมีค่าเฉลี่ยเป็นศูนย์ และมีค่าความแปรปรวนคงที่ [$\varepsilon_i \sim N(0, \sigma^2)$], โดยที่ $E(\varepsilon_i) = 0$ และ $E(\varepsilon_i^2) = \sigma^2$ หรือเป็น Homoscedasticity]

5. ตัวคลาดเคลื่อนจะต้องไม่มีสหสัมพันธ์ระหว่างกันเอง หรือตัวคลาดเคลื่อนจะต้องมีการกระจายที่เป็นอิสระแก่กัน [$Cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = E(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0$ สำหรับทุกค่าที่ $i \neq j$] หรือไม่มีปัญหา Autocorrelation

6. ตัวแปรอิสระจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กับตัวคลาดเคลื่อน

3.6 ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)

ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) เป็นปัญหาในกรณีที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูง ซึ่งส่งผลในการเลือกตัวแปรอิสระที่มีความสำคัญต่อตัวแปรตาม และทำให้เกิดข้อสมมติพื้นฐานของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธีการประมาณค่าแบบกำลังสองน้อยที่สุดที่ว่า ตัวแปรอิสระจะต้องเป็นอิสระต่อกัน [$Corr(x_i, x_j) \neq 1$] หากตัวแปรอิสระในแบบจำลองมีความสัมพันธ์กันอย่างสมบูรณ์ (Perfect multicollinearity) [$Corr(x_i, x_j) = 1$] จะไม่สามารถประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยได้ และหากตัวแปรเป็นอิสระต่อกัน (Orthogonal) [$Corr(x_i, x_j) = 0$] การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยอย่างง่าย (Simple regression) ก็สามารถใช้เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามได้ ไม่จำเป็นที่จะต้องใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression)

แต่ในทางปฏิบัติแล้วส่วนใหญ่มักพบว่า ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาจะมีความสัมพันธ์กันอยู่บ้าง ซึ่งความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระเหล่านี้สามารถวัดได้จากค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ที่มีค่าอยู่ระหว่าง 0 ถึง 1 โดยถ้าหากตัวแปรอิสระมีค่าสหสัมพันธ์กันสูงจะทำให้การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยมีมีเสถียรภาพลดลง (ค่าสหสัมพันธ์ไม่ควรเกิน 0.80) ดังนั้นปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจึงไม่ได้หมายความว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ แต่เป็นการพิจารณาว่ามีขนาดความสัมพันธ์ (Degree) ระดับใดมากกว่า ซึ่งหากค่าสหสัมพันธ์มีค่าน้อยก็ยังสามารถถือได้ว่าการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยมีความแม่นยำและมีเสถียรภาพในระดับที่น่าเชื่อถือได้

3.6.1 วิธีการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

วิธีการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) มีวัตถุประสงค์ใช้เพื่อวัดระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัว อีกทั้งทดสอบความมีนัยสำคัญของความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งในการที่จะวัดระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรว่ามีมากน้อยเพียงใดนั้น สามารถที่จะวัดได้จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ที่มีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 โดยหากสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเข้าใกล้ -1 แสดงว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันมากใน

ทิศทางตรงกันข้าม แต่หากสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันมากในทิศทางเดียวกัน และหากสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเข้าใกล้ 0 หรือเท่ากับ 0 แล้วนั้น แสดงว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันน้อยมากหรือแทบจะไม่มี ความสัมพันธ์กันเลย (คณะพยาบาลศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, ม.ป.ป.)

3.7 ปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)

ปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) เป็นปัญหาที่เกี่ยวข้องกับตัวคลาดเคลื่อน (Error /Residuals: ε) โดยปัญหา Autocorrelation เกิดขึ้นเนื่องจากการที่ตัวคลาดเคลื่อนมีสหสัมพันธ์ระหว่างกัน หรือตัวคลาดเคลื่อนมีการกระจายที่ไม่เป็นอิสระแก่กัน $[Cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = E(\varepsilon_i, \varepsilon_j) \neq 0$ สำหรับทุกค่าที่ $i \neq j$] ซึ่งผิดข้อสมมติพื้นฐานของวิธีการกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ที่มีข้อสมมติพื้นฐานว่าตัวคลาดเคลื่อนต้องไม่มีสหสัมพันธ์ระหว่างกัน

$$[Cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = E(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0 \text{ สำหรับทุกค่าที่ } i \neq j]$$

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวคลาดเคลื่อนอาจเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางบวก (Positive Autocorrelation) หรือทิศทางลบ (Negative Autocorrelation) ก็ได้ และตัวคลาดเคลื่อนอาจมีความสัมพันธ์ในช่วงเวลาที่แตกต่างกันได้อีกด้วย โดยทั่วไปการเกิดสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อนมักจะเกิดขึ้นกับข้อมูลอนุกรมเวลา (Serial Correlation) แต่ในบางกรณีก็สามารถเกิดกับข้อมูลภาคตัดขวางได้ (Spatial Correlation) การที่ตัวคลาดเคลื่อนมีสหสัมพันธ์ระหว่างกันมีอยู่ด้วยกัน 2 ชนิด (อัศรพงศ์ อันทอง, 2550) ได้แก่

ก. Impure Autocorrelation เป็นกรณีที่ความสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อนเป็นผลมาจากความผิดพลาดของรูปแบบหรือโครงสร้างของตัวแบบ (Specification Error) เช่น การละเลยตัวแปรที่สำคัญ การใช้แบบจำลอง Cobweb และการใช้ Lagged variables เป็นต้น

ข. Pure Autocorrelation เกิดจากตัวคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันเองตามธรรมชาติ

การที่ตัวคลาดเคลื่อนมีความสหสัมพันธ์ระหว่างกัน หรือเกิดปัญหา Autocorrelation จะทำให้ตัวประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยยังคงมีคุณสมบัติ Unbiased แต่จะสูญเสียคุณสมบัติ Efficiency (ค่าความแปรปรวนของสัมประสิทธิ์จะไม่มีค่าต่ำที่สุด) ทำให้การใช้ OLS ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยขาดคุณสมบัติ BLUE ย่อมส่งผลทำให้ค่าพยากรณ์ที่เกิดจากสมการถดถอยที่มีปัญหา Autocorrelation มีค่าคลาดเคลื่อนในการพยากรณ์สูงกว่ากรณีที่ไม่มีปัญหา Autocorrelation นอกจากนี้ค่าความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนของตัวประมาณค่าสัมประสิทธิ์อาจมีค่าต่ำกว่า (Underestimate) ที่ควรจะเป็น จึงทำให้ค่า t-statistic ที่คำนวณได้สูงกว่าความเป็นจริง และนำมาสู่ข้อสรุปที่ผิดพลาดได้ (อัศรพงศ์ อันทอง, 2550)

3.7.1 วิธีการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน

การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) สามารถตรวจสอบได้หลายวิธี เช่น การพิจารณาจากค่าสถิติ Durbin-Watson (D.W) การพิจารณาจากกราฟของค่าความคลาดเคลื่อน การพิจารณาจาก Correlogram และค่า Q-Statistic ของค่าความคลาดเคลื่อน และค่า Breusch-Godfrey Test

การศึกษานี้จะใช้วิธีการ Durbin-Watson Test เนื่องจากเป็นวิธีที่เหมาะสมในการตรวจสอบว่าสมการถดถอยที่กำลังพิจารณามีสหสัมพันธ์ของค่าความคลาดเคลื่อนในอันดับที่ 1 (First Order Autocorrelation) หรือไม่ ซึ่งมีสมมติฐานในการทดสอบดังนี้

$$H_0: \rho = 0 \text{ (Non-Autocorrelation)}$$

$$H_1: \rho \neq 0 \text{ (Autocorrelation)}$$

โดยที่ ρ คือค่าสัมประสิทธิ์ของตัวคลาดเคลื่อนในสมการถดถอยที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวคลาดเคลื่อนข้ามเวลาอันดับหนึ่ง ส่วนค่าสถิติ Durbin-Watson (D.W) จะมีค่าระหว่าง 0-4 โดยที่

ค่า $\rho = -1$	ค่า D.W. = 4	มีปัญหา Perfect Negative Autocorrelation
ค่า $\rho = 0$	ค่า D.W. = 2	ไม่มีปัญหา Autocorrelation
ค่า $\rho = 1$	ค่า D.W. = 0	มีปัญหา Perfect Positive Autocorrelation

ดังนั้นหากค่าสถิติ Durbin-Watson มีค่าใกล้เคียง 2 ก็สามารถสรุปได้ว่าสมการถดถอยที่กำลังพิจารณาไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน

3.7.2 การแก้ไขกรณีเกิดปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน

การแก้ไขปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) จะใช้คำสั่งสำเร็จรูปในโปรแกรม EViews คำสั่งดังกล่าวจะแก้ไขปัญหา Autocorrelation ด้วยวิธี The Cochrane-Orcutt Iterative Method โดยเป็นการเพิ่มตัวแปร AR(1) ต่อท้ายสมการถดถอย ซึ่งจะเป็นการใช้แบบจำลอง Autoregressive ลำดับที่ 1 (First Order Autoregressive) วิธีการนี้จะพยายามหาค่า ρ ที่แท้จริง เพื่อนำมาปรับตัวแปรในสมการถดถอย โดยทำการประมาณค่าหลายๆ รอบจนกว่าการเปลี่ยนแปลงของค่า ρ จะมีค่าน้อยภายใต้เงื่อนไขทางสถิติที่ยอมรับได้

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยได้สรุปผลการศึกษาเรื่องผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ศึกษาข้อมูลระหว่างปี พ.ศ.2550 ถึง 2557 เป็นระยะเวลา 8 ปี จำนวน 60 บริษัท 245 ตัวอย่าง โดยมีผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

- 4.1 สรุปผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)
- 4.2 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)
- 4.3 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)
- 4.4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression)
- 4.5 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

4.1 สรุปผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

เมื่อนำข้อมูลอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นมาวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา จะได้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

ตารางที่ 4.1: ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา

ค่าสถิติ	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.
<u>ตัวแปรตาม</u>				
LN_TURN (หน่วย)	3.9228	6.3900	2.0100	0.7846
<u>ตัวแปรอิสระ</u>				
CG1 (คะแนน)	2.1796	3.0000	0.0000	0.7302
CG2 (คะแนน)	1.0000	2.0000	0.0000	0.1280
CG3 (คะแนน)	2.5714	4.0000	0.0000	1.1804
CG4 (คะแนน)	4.7306	5.0000	3.0000	0.4800
CG5 (คะแนน)	6.9714	8.0000	4.0000	1.0612

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 4.1 (ต่อ) : ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา

ค่าสถิติ	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.
<u>ตัวแปรอิสระ</u>				
CGI (คะแนน)	17.4531	22.0000	12.0000	2.1104
OPPDAY (ครั้ง)	1.2163	4.0000	0.0000	1.5332
<u>ตัวแปรควบคุม</u>				
SIZE (หน่วย)	24.8765	26.7218	23.2297	0.7994
RSD (%)	2.3345	3.7693	1.2123	0.5776
LEV (เท่า)	1.1697	4.3200	0.1700	0.6595
ROE (%)	17.4033	45.2000	-7.3100	9.6649

จากตารางที่ 4.1 ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนาของอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

4.1.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

- อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ LN (TURN) พบว่ามีค่าเฉลี่ย 3.9228 ค่าสูงสุด 6.3900 ค่าต่ำสุด 2.0100 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.7846

4.1.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

- การกำกับดูแลกิจการหมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น (CG1) พบว่ามีค่าเฉลี่ย 2.1796 คะแนน ค่าสูงสุด 3.0000 คะแนน ค่าต่ำสุด 0.0000 คะแนน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.7302

- การกำกับดูแลกิจการหมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม (CG2) พบว่ามีค่าเฉลี่ย 1.0000 คะแนน ค่าสูงสุด 2.0000 คะแนน ค่าต่ำสุด 0.0000 คะแนน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.1280 คะแนน

- การกำกับดูแลกิจการหมวดที่ 3 การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (CG3) พบว่ามีค่าเฉลี่ย 2.5714 คะแนน ค่าสูงสุด 4.0000 คะแนน ค่าต่ำสุด 0.0000 คะแนน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 1.1804 คะแนน

- การกำกับดูแลกิจการหมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (CG4)
พบว่ามีค่าเฉลี่ย 4.7306 คะแนน ค่าสูงสุด 5.0000 คะแนน ค่าต่ำสุด 3.0000 คะแนน
และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.4800 คะแนน

- การกำกับดูแลกิจการหมวดที่ 5 ความรับผิดชอบต่อของคณะกรรมการ (CG5)
พบว่ามีค่าเฉลี่ย 6.9714 คะแนน ค่าสูงสุด 8.0000 คะแนน ค่าต่ำสุด 4.0000 คะแนน
และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 1.0612

- ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CGI) พบว่ามีค่าเฉลี่ย 17.4531 คะแนน ค่าสูงสุด
22.0000 คะแนน ค่าต่ำสุด 12.0000 คะแนน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 2.1104 คะแนน

- การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน (OPPDAY) พบว่ามีค่าเฉลี่ย 1.2163
ครั้ง ค่าสูงสุด 4 ครั้ง ค่าต่ำสุด 0 ครั้ง และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 1.5332 ครั้ง

4.1.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variable)

- ขนาดของกิจการ (SIZE) / LN (Market Capitalization) พบว่ามีค่าเฉลี่ย 24.8765
ค่าสูงสุด 26.7218 ค่าต่ำสุด 23.2297 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.7994

- ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (RSD) พบว่ามีค่าเฉลี่ยร้อยละ 2.3345
ค่าสูงสุดร้อยละ 3.7693 ค่าต่ำสุดร้อยละ 1.2123 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 0.5776

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (LEV) พบว่ามีค่าเฉลี่ย 1.1697 เท่า ค่าสูงสุด 4.3200 เท่า
ค่าต่ำสุด 0.1700 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 0.6595 เท่า

- อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่ามีค่าเฉลี่ยร้อยละ 17.4033 ค่าสูงสุด
ร้อยละ 45.2000 ค่าต่ำสุดร้อยละ -7.3100 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 1.5332

4.2 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)

เพื่อตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) เราจะพิจารณา
จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน ซึ่งเมื่อนำข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรอิสระมาวิเคราะห์จะ
ได้ค่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่

[illegible]

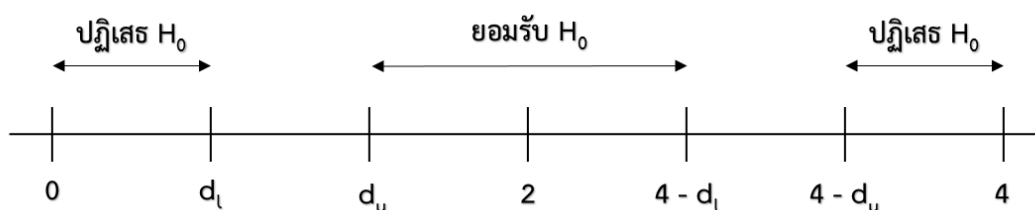
จากตาราง 4.2 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันแล้ว พบว่าไม่มีตัวแปรอิสระคู่ใดที่มีค่าเข้าใกล้ -1 หรือ 1 (ไม่มีคู่ใดค่าน้อยกว่า -0.8 หรือมากกว่า 0.8) จึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระนั้นไม่มีปัญหาการมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity)

4.3 การตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)

ก่อนการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณต้องตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน จะทดสอบโดยการประมาณสมการถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุดพิจารณาจากค่าสถิติ Durbin-Watson (D.W.) แล้วนำไปเปรียบเทียบกับค่าวิกฤตในตารางสถิติ Durbin-Watson โดยการพิจารณาค่าสถิติมีเงื่อนไขดังนี้

- ถ้าค่า $d_l > D.W. > 4 - d_l$ จะปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H_0) แสดงว่ามีปัญหา Autocorrelation
- ถ้าค่า $4 - d_u > D.W. > d_u$ จะยอมรับสมมติฐานหลัก (H_0) แสดงว่าไม่มีปัญหา Autocorrelation

ภาพที่ 4.1: เงื่อนไขการพิจารณาค่าสถิติ Durbin-Watson สำหรับปัญหา Autocorrelation



ที่มา: อัครพงศ์ อันทอง. (2550). *คู่มือการใช้โปรแกรม EViews เบื้องต้น: สำหรับการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ* (รายงานทางเทคนิค). เชียงใหม่: สถาบันวิจัยสังคม มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

การประมาณสมการถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุดเพื่อการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อนของแต่ละแบบจำลองมีค่าการประมาณดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4.3: การประมาณสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (แบบจำลองที่ 1)

Dependent Variable: LN_TURN

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 245

Periods included: 8

Cross-sections included: 60

Total panel (unbalanced) observations: 245

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.699373	1.467973	-1.157633	0.2482
CGI	0.099980	0.024436	4.091460	0.0001
OPPDAY	0.054218	0.031068	1.745113	0.0823
SIZE	0.114294	0.062667	1.823845	0.0694
RSD	0.468538	0.081432	5.753713	0.0000
LEV	0.009869	0.070944	0.139116	0.8895
ROE	-0.007889	0.004913	-1.605755	0.1097
R-squared	0.212144	Mean dependent var	3.922816	
Adjusted R-squared	0.192282	S.D. dependent var	0.784624	
S.E. of regression	0.705166	Akaike info criterion	2.167389	
Sum squared resid	118.3478	Schwarz criterion	2.267425	
Log likelihood	-258.5052	Hannan-Quinn criter.	2.207674	
F-statistic	10.68093	Durbin-Watson stat	1.003144	
Prob(F-statistic)	0.000000			

ตารางที่ 4.4: การประมาณสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (แบบจำลองที่ 2)

Dependent Variable: LN_TURN

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 245

Periods included: 8

Cross-sections included: 60

Total panel (unbalanced) observations: 245

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.627373	1.570242	-1.036384	0.3011
CG1	0.352824	0.063595	5.547947	0.0000
CG2	0.251683	0.353861	0.711250	0.4776
CG3	0.036093	0.042783	0.843626	0.3997
CG4	-0.004758	0.099344	-0.047898	0.9618
CG5	0.062980	0.043781	1.438521	0.1516
OPPDAY	0.074015	0.030543	2.423305	0.0161
SIZE	0.118295	0.062809	1.883411	0.0609
RSD	0.490490	0.081852	5.992379	0.0000
LEV	-0.023265	0.072500	-0.320892	0.7486
ROE	-0.007499	0.004835	-1.550806	0.1223
R-squared	0.273065	Mean dependent var	3.922816	
Adjusted R-squared	0.242000	S.D. dependent var	0.784624	
S.E. of regression	0.683119	Akaike info criterion	2.119564	
Sum squared resid	109.1965	Schwarz criterion	2.276763	
Log likelihood	-248.6465	Hannan-Quinn criter.	2.182868	
F-statistic	8.789958	Durbin-Watson stat	1.032090	
Prob(F-statistic)	0.000000			

ตารางที่ 4.5: การประมาณสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (แบบจำลองที่ 3)

Dependent Variable: LN_TURN

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 245

Periods included: 8

Cross-sections included: 60

Total panel (unbalanced) observations: 245

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.781803	1.473478	-1.209250	0.2278
CGI	0.111846	0.023571	4.745006	0.0000
SIZE	0.111063	0.062907	1.765517	0.0788
RSD	0.473545	0.081729	5.794068	0.0000
LEV	0.023728	0.070799	0.335144	0.7378
ROE	-0.008247	0.004929	-1.673096	0.0956
R-squared	0.202063	Mean dependent var	3.922816	
Adjusted R-squared	0.185369	S.D. dependent var	0.784624	
S.E. of regression	0.708177	Akaike info criterion	2.171941	
Sum squared resid	119.8621	Schwarz criterion	2.257686	
Log likelihood	-260.0627	Hannan-Quinn criter.	2.206470	
F-statistic	12.10444	Durbin-Watson stat	0.980881	
Prob(F-statistic)	0.000000			

ตารางที่ 4.6: การประมาณสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (แบบจำลองที่ 4)

Dependent Variable: LN_TURN

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 245

Periods included: 8

Cross-sections included: 60

Total panel (unbalanced) observations: 245

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.837815	1.515139	-1.212968	0.2263
OPPDAY	0.089589	0.030808	2.907961	0.0040
SIZE	0.197810	0.061169	3.233836	0.0014
RSD	0.393995	0.081940	4.808346	0.0000
LEV	-2.56E-05	0.073200	-0.000350	0.9997
ROE	-0.010855	0.005016	-2.163803	0.0315
R-squared	0.156729	Mean dependent var		3.922816
Adjusted R-squared	0.139087	S.D. dependent var		0.784624
S.E. of regression	0.728017	Akaike info criterion		2.227199
Sum squared resid	126.6719	Schwarz criterion		2.312944
Log likelihood	-266.8319	Hannan-Quinn criter.		2.261728
F-statistic	8.884027	Durbin-Watson stat		0.926503
Prob(F-statistic)	0.000000			

จากตารางที่ 4.3 พบว่า ค่าสถิติ Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.003144 เมื่อนำไปเปรียบเทียบกับค่าวิกฤตในตารางสถิติ Durbin-Watson ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 $n = 240$, $k = 7$ จะได้ค่า $dl = 1.73752$ และ $du = 1.83992$ เพราะฉะนั้นจะสรุปว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อนที่ต่อเมื่อค่าสถิติ D.W. อยู่ระหว่าง 1.83992 ถึง 2.26248 จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองที่ 1 มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน

จากตารางที่ 4.4 พบว่า ค่าสถิติ Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.032090 เมื่อนำไปเปรียบเทียบกับค่าวิกฤตในตารางสถิติ Durbin-Watson ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 $n = 240$, $k = 11$ จะได้ค่า $dl = 1.70245$ และ $du = 1.87576$ เพราะฉะนั้นจะสรุปว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อนก็ต่อเมื่อค่าสถิติ D.W. อยู่ระหว่าง 1.87576 ถึง 2.29755 จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองที่ 2 มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน

จากตารางที่ 4.5 พบว่า ค่าสถิติ Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 0.980881 เมื่อนำไปเปรียบเทียบกับค่าวิกฤตในตารางสถิติ Durbin-Watson ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 $n = 240$, $k = 6$ จะได้ค่า $dl = 1.74616$ และ $du = 1.83115$ เพราะฉะนั้นจะสรุปว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อนก็ต่อเมื่อค่าสถิติ D.W. อยู่ระหว่าง 1.83115 ถึง 2.25384 จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองที่ 3 มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน

จากตารางที่ 4.6 พบว่า ค่าสถิติ Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 0.926503 เมื่อนำไปเปรียบเทียบกับค่าวิกฤตในตารางสถิติ Durbin-Watson ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 $n = 240$, $k = 6$ จะได้ค่า $dl = 1.74616$ และ $du = 1.83115$ เพราะฉะนั้นจะสรุปว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อนก็ต่อเมื่อค่าสถิติ D.W. อยู่ระหว่าง 1.83115 ถึง 2.25384 จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองที่ 4 มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน

ตารางที่ 4.7: สรุปผลการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน

แบบจำลอง	ค่าสถิติ Durbin-Watson	ปัญหา Autocorrelation
แบบจำลองที่ 1	1.003144	มีปัญหา
แบบจำลองที่ 2	1.032090	มีปัญหา
แบบจำลองที่ 3	0.980881	มีปัญหา
แบบจำลองที่ 4	0.926503	มีปัญหา

จากตารางที่ 4.7 จะเห็นว่าทุกแบบจำลองจะพบปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน จึงจำเป็นต้องใส่ตัวแปรล่าช้า Autoregressive ลำดับที่ 1 หรือ AR(1) ในแบบจำลองเพื่อเป็นการแก้ไขปัญหาล้วนนำไปวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณต่อไป

4.4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression)

การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด ผู้วิจัยได้รวบรวมผลของแต่ละแบบจำลองโดยเขียนเป็นสมการถดถอย วิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายตัวแปรของแบบจำลองและทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังต่อไปนี้

4.4.1 สมการถดถอยแบบจำลองที่ 1

$$LN_TURN_{i,t} = \alpha_0 + b_1CGI_{i,t} + b_2OPPDAY_{i,t} + b_3SIZE_{i,t} + b_4RSD_{i,t} + b_5LEV_{i,t} + b_6ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

4.4.2 สมการถดถอยแบบจำลองที่ 2

$$LN_TURN_{i,t} = \alpha_0 + b_1CG1_{i,t} + b_2CG2_{i,t} + b_3CG3_{i,t} + b_4CG4_{i,t} + b_5CG5_{i,t} \\ + b_6OPPDAY_{i,t} + b_7SIZE_{i,t} + b_8RSD_{i,t} + b_9LEV_{i,t} + b_{10}ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

4.4.3 สมการถดถอยแบบจำลองที่ 3

$$LN_TURN_{i,t} = \alpha_0 + b_1CGI_{i,t} + b_2SIZE_{i,t} + b_3RSD_{i,t} + b_4LEV_{i,t} + b_5ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

4.4.4 สมการถดถอยแบบจำลองที่ 4

$$LN_TURN_{i,t} = \alpha_0 + b_1OPPDAY_{i,t} + b_2SIZE_{i,t} + b_3RSD_{i,t} + b_4LEV_{i,t} + b_5ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่	$LN_TURN_{i,t}$	= อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$CGI_{i,t}$	= ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$CG1_{i,t}$	= การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$CG2_{i,t}$	= การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียม สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$CG3_{i,t}$	= การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 3 การคำนึงถึงบทบาทผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$CG4_{i,t}$	= การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$CG5_{i,t}$	= การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$OPPDAY_{i,t}$	= การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$SIZE_{i,t}$	= ขนาดของกิจการ (Market Cap.) สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$RSD_{i,t}$	= ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$LEV_{i,t}$	= อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน สำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$ROE_{i,t}$	= อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นสำหรับบริษัท i ในเวลา t
	$\varepsilon_{i,t}$	= ส่วนที่เบี่ยงเบนไปจากเส้นถดถอย (ค่าคลาดเคลื่อน หรือ Error Term) สำหรับบริษัท i ในเวลา t

ตารางที่ 4.8: การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (แบบจำลองที่ 1)
หลังแก้ไขปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน

Dependent Variable: LN_TURN

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 245

Periods included: 7

Cross-sections included: 46

Total panel (unbalanced) observations: 185

Convergence achieved after 8 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.097808	2.332580	-2.614190	0.0097
CGI	0.016353	0.025159	0.649980	0.5165
OPPDAY	0.035816	0.027002	1.326427	0.1864
SIZE	0.359641	0.086810	4.142834	**0.0001
RSD	0.144085	0.046316	3.110918	**0.0022
LEV	0.075404	0.074455	1.012740	0.3126
ROE	-0.005415	0.004150	-1.304905	0.1936
AR(1)	0.868522	0.042134	20.61334	0.0000
R-squared	0.749153	Mean dependent var		3.879514
Adjusted R-squared	0.739233	S.D. dependent var		0.743552
S.E. of regression	0.379698	Akaike info criterion		0.943397
Sum squared resid	25.51813	Schwarz criterion		1.082656
Log likelihood	-79.26423	Hannan-Quinn criter.		0.999835
F-statistic	75.51580	Durbin-Watson stat		*1.910034
Prob(F-statistic)	**0.000000			
Inverted AR Roots	.87			

** มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

* มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

4.4.5 การวิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายตัวแปรของแบบจำลองที่ 1

ตารางที่ 4.8 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบกำลังสองน้อยที่สุดของแบบจำลองที่ 1 ซึ่งแบบจำลองนี้ได้แก้ไขปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน โดยใช้ตัวแปรล่าช้า Autoregressive ลำดับที่ 1 หรือ AR(1) แล้ว แบบจำลองนี้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ได้แก่ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น กับตัวแปรตาม คือ อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งแบบจำลองนี้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ได้ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value ของการวิเคราะห์การถดถอยแบบกำลังสองน้อยที่สุดของแบบจำลองที่ 1 เท่ากับ 0.000000) โดยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 73.92 (R-Square เท่ากับ 0.749153 และ Adjusted R-Square เท่ากับ 0.739233)

4.4.6 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 1

จากตารางที่ 4.8 หากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยค่านัยสำคัญของสัมประสิทธิ์ของตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมแต่ละตัว พบว่าขนาดของกิจการ และความผันผวนของอัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ตัวแปรอื่น ได้แก่ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งตัวแปรที่มีความสัมพันธ์นั้นสามารถเขียนเป็นความสัมพันธ์ได้ดังนี้

- ขนาดของกิจการ ถ้าขนาดของกิจการเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.359641 หน่วย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value เท่ากับ 0.0001)
- ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน ถ้าความผันผวนของอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.144085 หน่วย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value เท่ากับ 0.0022)

ตารางที่ 4.9: การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (แบบจำลองที่ 2)
หลังแก้ไขปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน

Dependent Variable: LN_TURN

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 245

Periods included: 7

Cross-sections included: 46

Total panel (unbalanced) observations: 185

Convergence achieved after 8 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.498980	2.319936	-3.232409	0.0015
CG1	0.046989	0.088383	0.531652	0.5956
CG2	-0.030414	0.181051	-0.167983	0.8668
CG3	-0.056382	0.032679	-1.725319	0.0863
CG4	0.371192	0.091051	4.076756	**0.0001
CG5	-0.008740	0.055139	-0.158503	0.8742
OPPDAY	0.029156	0.026127	1.115933	0.2660
SIZE	0.361330	0.084438	4.279239	**0.0000
RSD	0.169249	0.045263	3.739197	**0.0003
LEV	0.096866	0.072101	1.343468	0.1809
ROE	-0.006611	0.004011	-1.647969	0.1012
AR(1)	0.888692	0.038692	22.96832	0.0000
R-squared	0.771594	Mean dependent var	3.879514	
Adjusted R-squared	0.757071	S.D. dependent var	0.743552	
S.E. of regression	0.366481	Akaike info criterion	0.892924	
Sum squared resid	23.23532	Schwarz criterion	1.101812	
Log likelihood	-70.59552	Hannan-Quinn criter.	0.977582	
F-statistic	53.12932	Durbin-Watson stat	*2.016604	
Prob(F-statistic)	**0.000000			
Inverted AR Roots	.89			

** มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

* มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

4.4.7 การวิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายตัวแปรของแบบจำลองที่ 2

ตารางที่ 4.9 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบกำลังสองน้อยที่สุดของแบบจำลองที่ 2 ซึ่งแบบจำลองนี้ได้แก้ไขปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน โดยใช้ตัวแปรล่าช้า Autoregressive ลำดับที่ 1 หรือ AR(1) แล้ว แบบจำลองนี้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ได้แก่ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการแต่ละหมวด การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น กับตัวแปรตาม คือ อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งแบบจำลองนี้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ได้ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value ของการวิเคราะห์การถดถอยแบบกำลังสองน้อยที่สุดของแบบจำลองที่ 2 เท่ากับ 0.000000) โดยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 75.71 (R-Square เท่ากับ 0.771594 และ Adjusted R-Square เท่ากับ 0.757071)

4.4.8 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 2

จากตารางที่ 4.9 หากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยค่านัยสำคัญของสัมประสิทธิ์ของตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมแต่ละตัว พบว่าดัชนีการกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 4 ขนาดของกิจการ และความผันผวนของอัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ตัวแปรอื่น ได้แก่ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 1 หมวดที่ 2 หมวดที่ 3 หมวดที่ 5 การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งตัวแปรที่มีความสัมพันธ์นั้นสามารถเขียนเป็นความสัมพันธ์ได้ดังนี้

- การกำกับดูแลกิจการ ถ้าดัชนีการกำกับดูแลกิจการหมวดที่ 4 เพิ่มขึ้น 1 คะแนน จะทำให้อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.371192 หน่วย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value เท่ากับ 0.0001)
- ขนาดของกิจการ ถ้าขนาดของกิจการเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.361330 หน่วย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value เท่ากับ 0.0000)
- ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน ถ้าความผันผวนของอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.169249 หน่วย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value เท่ากับ 0.0003)

เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ คือ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการมี
ความสัมพันธ์กับอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้วิจัยจึงนำตัวแปรอิสระอีกตัว คือ
การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนออกจากแบบจำลองที่ 1 ดังแสดงในแบบจำลองที่ 3
ตารางที่ 4.10: การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (แบบจำลองที่ 3)
หลังแก้ไขปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน

Dependent Variable: LN_TURN

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 245

Periods included: 7

Cross-sections included: 46

Total panel (unbalanced) observations: 185

Convergence achieved after 7 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.287870	2.336653	-2.690973	0.0078
CGI	0.016294	0.025206	0.646427	0.5188
SIZE	0.370214	0.086722	4.268976	**0.0000
RSD	0.147005	0.046377	3.169793	**0.0018
LEV	0.067502	0.074325	0.908211	0.3650
ROE	-0.005660	0.004153	-1.362764	0.1747
AR(1)	0.870443	0.041744	20.85194	0.0000
R-squared	0.746658	Mean dependent var		3.879514
Adjusted R-squared	0.738118	S.D. dependent var		0.743552
S.E. of regression	0.380508	Akaike info criterion		0.942487
Sum squared resid	25.77203	Schwarz criterion		1.064338
Log likelihood	-80.18004	Hannan-Quinn criter.		0.991870
F-statistic	87.43439	Durbin-Watson stat		*1.936518
Prob(F-statistic)	**0.000000			
Inverted AR Roots	.87			

** มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

* มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

4.4.9 การวิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายตัวแปรของแบบจำลองที่ 3

ตารางที่ 4.10 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบกำลังสองน้อยที่สุดของแบบจำลองที่ 3 ซึ่งแบบจำลองนี้ได้แก้ไขปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน โดยใช้ตัวแปรล่าช้า Autoregressive ลำดับที่ 1 หรือ AR(1) แล้ว แบบจำลองนี้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ได้แก่ ดัชนีการกำกับดูแล ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น กับตัวแปรตาม คือ อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งแบบจำลองนี้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ได้ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value ของการวิเคราะห์การถดถอยแบบกำลังสองน้อยที่สุดของแบบจำลองที่ 3 เท่ากับ 0.000000) โดยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 73.81 (R-Square เท่ากับ 0.746658 และ Adjusted R-Square เท่ากับ 0.738118)

4.4.10 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 3

จากตารางที่ 4.10 หากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยค่านัยสำคัญของสัมประสิทธิ์ของตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมแต่ละตัว พบว่า ขนาดของกิจการ และความผันผวนของอัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ตัวแปรอื่น ได้แก่ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งตัวแปรที่มีความสัมพันธ์นั้นสามารถเขียนเป็นความสัมพันธ์ได้ดังนี้

- ขนาดของกิจการ ถ้าขนาดของกิจการเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.370214 หน่วย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value เท่ากับ 0.0000)
- ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน ถ้าความผันผวนของอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.147005 หน่วย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value เท่ากับ 0.0018)

เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนกับผู้ลงทุนกับอัตรา
การหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ว่ามีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ผู้วิจัยจึงนำตัวแปร ดัชนีการกำกับ
ดูแลกิจการออกจากแบบจำลองที่ 1 ดังแสดงในแบบจำลองที่ 4

ตารางที่ 4.11: การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (แบบจำลองที่ 4)

Dependent Variable: LN_TURN

Method: Panel Least Squares

Sample: 1 245

Periods included: 7

Cross-sections included: 46

Total panel (unbalanced) observations: 185

Convergence achieved after 7 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.671253	2.241530	-2.530081	0.0123
OPPDAY	0.035829	0.026977	1.328139	0.1858
SIZE	0.357463	0.086526	4.131298	**0.0001
RSD	0.141749	0.046184	3.069217	**0.0025
LEV	0.071758	0.074202	0.967068	0.3348
ROE	-0.005786	0.004118	-1.405262	0.1617
AR(1)	0.865867	0.041597	20.81574	0.0000
R-squared	0.748560	Mean dependent var		3.879514
Adjusted R-squared	0.740084	S.D. dependent var		0.743552
S.E. of regression	0.379077	Akaike info criterion		0.934951
Sum squared resid	25.57854	Schwarz criterion		1.056802
Log likelihood	-79.48292	Hannan-Quinn criter.		0.984334
F-statistic	88.32023	Durbin-Watson stat		*1.906694
Prob(F-statistic)	**0.000000			
Inverted AR Roots	.87			

** มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

* มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

4.4.11 การวิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายตัวแปรของแบบจำลองที่ 4

ตารางที่ 4.11 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบกำลังสองน้อยที่สุดของแบบจำลองที่ 4 ซึ่งแบบจำลองนี้ได้แก้ไขปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน โดยใช้ตัวแปรล่าช้า Autoregressive ลำดับที่ 1 หรือ AR(1) แล้ว แบบจำลองนี้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ได้แก่ การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น กับตัวแปรตาม คือ อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งแบบจำลองนี้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ได้ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value ของการวิเคราะห์การถดถอยแบบกำลังสองน้อยที่สุดของแบบจำลองที่ 4 เท่ากับ 0.000000) โดยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 74.01 (R-Square เท่ากับ 0.748560 และ Adjusted R-Square เท่ากับ 0.740084)

4.4.12 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 4

จากตารางที่ 4.11 หากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยค่านัยสำคัญของสัมประสิทธิ์ของตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมแต่ละตัว พบว่าการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ตัวแปรอื่น ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งตัวแปรที่มีความสัมพันธ์นั้นสามารถเขียนเป็นความสัมพันธ์ได้ดังนี้

- ขนาดของกิจการ ถ้าขนาดของกิจการเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.357463 หน่วย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value เท่ากับ 0.0001)
- ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน ถ้าความผันผวนของอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 0.141749 หน่วย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-Value เท่ากับ 0.0025)

ตารางที่ 4.12: สรุปผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของทุกแบบจำลอง

สัมประสิทธิ์ของตัวแปร	แบบจำลองที่ 1	แบบจำลองที่ 2	แบบจำลองที่ 3	แบบจำลองที่ 4
<u>ตัวแปรอิสระ</u>				
ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ	0.016253		0.016294	
การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 1		0.046989		
การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 2		-0.030414		
การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 3		-0.056382		
การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 4		** 0.371192		
การกำกับดูแลกิจการ หมวดที่ 5		-0.008740		
Opportunity Day	0.035816	0.029156		0.035829
<u>ตัวแปรควบคุม</u>				
ขนาดของกิจการ	** 0.359641	** 0.361330	** 0.370214	** 0.357463
ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน	** 0.144085	** 0.169249	** 0.147005	** 0.141749
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	-0.075404	0.096866	0.067502	0.071758
อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น	-0.005415	-0.006611	-0.005660	-0.005786
<u>สถิติ</u>				
Durbin-Watson Stat (D.W.)	1.910034	2.016604	1.936518	1.906694
Adjusted R-Square	0.739233	0.757071	0.738118	0.740084
F-Statistic	** 75.51580	** 53.12932	** 87.43439	** 88.32023

■ ไม่มีตัวแปรในแบบจำลอง

** มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

* มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

4.5 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ในหัวข้อที่ 4.4 สามารถนำผลมาใช้ในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยได้ ดังนี้

4.5.1 การกำกับดูแลกิจการกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์พบว่าดัชนีการกำกับดูแลกิจการโดยรวมไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในแบบจำลองที่ 1 และ 3 ดังนั้นจึงปฏิเสธ H_1 แต่เมื่อนำดัชนีการกำกับดูแลกิจการมาวิเคราะห์แยกตามหมวดด้วยแบบจำลองที่ 2 แล้ว จะมีดัชนีการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ คือ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการหมวดที่ 4 (การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส) ที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ดังนั้นจึงสามารถยอมรับ H_{1d} และต้องปฏิเสธ H_{1a} , H_{1b} , H_{1c} , H_{1e}

4.5.2 การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์พบว่าความสัมพันธ์ของการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนกับอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในทุกแบบจำลอง จึงต้องปฏิเสธ H_2

4.5.3 ขนาดของกิจการกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในทุกแบบจำลองดังนั้นจึงสามารถยอมรับ H_3

4.5.4 ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์พบว่าความผันผวนของอัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กับอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในทุกแบบจำลอง ดังนั้นจึงสามารถยอมรับ H_4

4.5.5 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ในทุกแบบจำลอง ดังนั้นจึงต้องปฏิเสธ H_5

4.5.6 อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์พบว่าอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ในทุกแบบจำลอง จึงต้องปฏิเสธ H_6

บทที่ 5

สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการจัดงานบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ (Share Turnover Ratio) กับดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Index) และการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน (Opportunity Day) โดยมีตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการ (Firm Size / Market Capitalization) ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (Return Volatility) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio / Leverage) และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return of Equity / ROE)

จากการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องของทั้งในและต่างประเทศ ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐาน คือ (1) การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ (2) การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ (3) ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ (4) ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ (5) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมีความสัมพันธ์กับเชิงลบสภาพคล่องของหลักทรัพย์ (6) อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ซึ่งจากสมมติฐานที่ตั้งไว้ได้พัฒนามาเป็นแบบจำลองการวิจัย 4 แบบจำลอง โดยสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

แบบจำลองที่ 1

$$LN_TURN_{i,t} = \alpha_0 + b_1CGI_{i,t} + b_2OPPDAY_{i,t} + b_3SIZE_{i,t} + b_4RSD_{i,t} + b_5LEV_{i,t} + b_6ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 2

$$LN_TURN_{i,t} = \alpha_0 + b_1CG1_{i,t} + b_2CG2_{i,t} + b_3CG3_{i,t} + b_4CG4_{i,t} + b_5CG5_{i,t} + b_6OPPDAY_{i,t} + b_7SIZE_{i,t} + b_8RSD_{i,t} + b_9LEV_{i,t} + b_{10}ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 3

$$LN_TURN_{i,t} = \alpha_0 + b_1CGI_{i,t} + b_2SIZE_{i,t} + b_3RSD_{i,t} + b_4LEV_{i,t} + b_5ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 4

$$LN_TURN_{i,t} = \alpha_0 + b_1OPPDAY_{i,t} + b_2SIZE_{i,t} + b_3RSD_{i,t} + b_4LEV_{i,t} + b_5ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

จากการเก็บข้อมูลของผู้วิจัยที่ได้รับรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SET50 ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง 2557 เป็นระยะเวลา 8 ปี จำนวน 60 บริษัท รวมทั้งสิ้น 245 ตัวอย่าง

โดยข้อมูลทั้งหมดนำมาวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) สถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) โดยก่อนการวิเคราะห์ข้อมูลได้ตรวจสอบข้อมูลเบื้องต้นเพื่อพิจารณาปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) และปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square / OLS)

ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่าตัวแบบไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ แต่เกิดปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน ในทุกแบบจำลองจึงได้แก้ปัญหาจนสามารถนำข้อมูลมาวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณได้ตามข้อสมมติฐานพื้นฐานที่กำหนดไว้ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ กับตัวแปรอิสระ ได้แก่ ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน และตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น โดยทดสอบว่ามีความสัมพันธ์และทิศทางอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามที่กำหนดสมมติฐานหรือไม่ โดยสามารถสรุปผล อภิปรายผลและมีข้อเสนอแนะดังหัวข้อต่อไปนี้

5.1 สรุปผลการวิจัย

5.2 อภิปรายผลการวิจัย

5.3 ข้อเสนอแนะในการนำไปใช้

5.4 ข้อจำกัดของการวิจัย

5.5 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป

5.1 สรุปผลการวิจัย

สรุปผลการศึกษาโดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุมตามสมมติฐานการศึกษาที่ตั้งไว้ ซึ่งสามารถสรุปผลการศึกษาวิจัยได้ ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 5.1: สรุปผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบกับสมมติฐาน

ตัวแปร	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ LN_TURN			
		แบบจำลองที่ 1	แบบจำลองที่ 2	แบบจำลองที่ 3	แบบจำลองที่ 4
ตัวแปรอิสระ					
การกำกับดูแลกิจการ (CGI)	+	N/A		N/A	
CG หมวดที่ 1 (CG1)	+		N/A		
CG หมวดที่ 2 (CG2)	+		N/A		
CG หมวดที่ 3 (CG3)	+		N/A		
CG หมวดที่ 4 (CG4)	+		+ **		
CG หมวดที่ 5 (CG5)	+		N/A		
Opportunity Day	+	N/A	N/A		N/A
ตัวแปรควบคุม					
ขนาดของกิจการ (SIZE)	+	+ **	+ **	+ **	+ **
Return Volatility (RSD)	+	+ **	+ **	+ **	+ **
D/E Ratio (LEV)	-	N/A	N/A	N/A	N/A
Return on Equity (ROE)	+	N/A	N/A	N/A	N/A

■ ไม่มีตัวแปรในแบบจำลอง

N/A ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

+ มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

- มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

** มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

* มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

5.2 อภิปรายผลการวิจัย

จากการวิเคราะห์และสรุปผลการศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการจัดงานบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 พบว่ามีหลายปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหลักทรัพย์หรืออัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถอภิปรายผลการศึกษาได้ดังต่อไปนี้

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) โดยรวมแล้วไม่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะการศึกษานี้ใช้กลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในดัชนี SET50 ซึ่งเป็นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีอยู่แล้ว ทำให้ข้อมูลที่ได้ไม่แตกต่างกันมากนักและส่งผลการศึกษาไม่เป็นไปตามสมมติฐาน อย่างไรก็ตามจากการแยกศึกษาดัชนีการกำกับดูแลกิจการในแต่ละหมวดทำให้ผู้วิจัยเห็นสิ่งที่แตกต่างออกไปคือ ความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการในแต่ละหมวดซึ่งในแบบจำลองที่ 2 แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าการกำกับดูแลกิจการหมวดที่ 4 “การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส” มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและมีค่าสัมประสิทธิ์สูงเมื่อเทียบกับปัจจัยอื่น เนื่องจากคะแนนการกำกับดูแลกิจการในหมวดที่ 4 หมายถึงระดับการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทและความโปร่งใสมากน้อยเพียงใด โดยการศึกษาที่ผ่านมาพบว่าหากมีการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้นจะทำให้ลดความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลลงได้ (Healy & Palepu, 2001) อีกทั้งสามารถลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารได้ (Conflict of Interest) ซึ่งเป็นการแก้ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ในที่สุด ซึ่งเหตุผลดังกล่าวสนับสนุนให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นและสนใจที่จะเข้ามาลงทุนในบริษัท ทำให้หุ้นบริษัทมีสภาพคล่องมากขึ้น

การจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน (Opportunity Day) ไม่มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน โดยสมมติฐานที่ตั้งไว้คือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ แม้ว่าการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนเป็นการเปิดเผยข้อมูลของกิจการชนิดหนึ่ง โดยตามทฤษฎีแล้วการที่เปิดเผยข้อมูลมากขึ้นแล้วจะลดความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลได้ (Healy & Palepu, 2001) แต่การที่ผลวิจัยไม่เป็นไปตามสมมติฐานนี้อาจเป็นเพราะการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนเป็นการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจ ซึ่งผลการวิจัยมีความสอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมาของ Salehi, et al. (2015) โดยการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนเปรียบเสมือนโอกาสของบริษัทที่จะได้เปิดเผยข้อมูลในส่วนที่ดีของตน เพื่อดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาลงทุนเท่านั้น โดยที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่ได้กำหนดว่าจะต้องเปิดเผยข้อมูลภายในอะไร ทำให้การเปิดเผยข้อมูลนี้เป็นเพียงข้อมูลธรรมดาเท่านั้น ไม่ใช่ข้อมูลภายในที่มีคุณภาพที่นักลงทุนสามารถนำเอาไปใช้ตัดสินใจลงทุนได้อย่างเต็มที่

ขนาดของกิจการ (Firm Size) หรือ มูลค่าตลาดของกิจการ (Market Capitalization)

มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน การที่บริษัทมีขนาดใหญ่หรือมูลค่าตลาดสูงจะมีขีดแย้งและความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารต่ำ เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะทำเรื่องอะไรจะมีคนรู้ และต้องมีการตรวจสอบอย่างละเอียดก่อนการดำเนินการ ไม่เหมือนกับบริษัทขนาดเล็กที่บางครั้งข้อมูลภายในก็รู้กันแค่วงในเท่านั้น นอกจากนี้ การศึกษาที่ผ่านมายังสามารถยืนยันว่าบริษัทที่มีมูลค่าตลาดต่ำจะมีสภาพคล่องของหลักทรัพย์ต่ำ (Chiang & Venkatesh, 1988 และ Laux, 1993 อ้างใน Karmani, et al., 2015) ซึ่งผลการวิจัยมีความสอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมาของ Karmani, et al. (2015) และ Prommin, et al. (2014)

ความผันผวนของอัตราผลตอบแทน (Return Volatility) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน เนื่องจากการที่หลักทรัพย์นั้นมีความผันผวนสูงจะดึงดูดให้นักลงทุนเข้าไปเก็งกำไรจากบริษัทนั้น เพราะเมื่อมีการขยับขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ก็จะทำให้นักลงทุนสามารถทำกำไรจากการขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ได้ ซึ่งผลการวิจัยนี้จึงสอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมาของ Prommin, et al. (2014)

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ไม่มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน โดยตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ เพราะว่าถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงหมายความว่าหนี้เป็นจำนวนมากเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น ทำให้นักลงทุนมีความหวาดกลัวที่จะเข้าไปลงทุนในบริษัทนั้น แต่ผลการวิเคราะห์กลับออกมาว่าไม่มีความสัมพันธ์กัน ซึ่งอาจเกิดจากการที่นักลงทุนนั้นไม่ได้สนใจว่าบริษัทนั้นมีหนี้มากหรือน้อยแต่กลับสนใจว่าจะได้ผลตอบแทนกลับมาอย่างน้อยเพียงใดมากกว่า ซึ่งผลตอบแทนนั้นก็จะได้ 2 ทาง คือ ผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ซึ่งสอดคล้องกับความผันผวนของอัตราผลตอบแทน และผลตอบแทนที่มาจากเงินปันผลหรือสิทธิอื่นๆที่บริษัทมีให้แก่ผู้ถือหุ้นซึ่งไม่ได้นำมาศึกษาในงานวิจัยนี้ อย่างไรก็ตามผลการศึกษาที่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไม่มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหลักทรัพย์นั้นก็ยังคงสอดคล้องกับการศึกษาของ Prommin, et al. (2014)

อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ไม่มีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน ทั้งนี้อาจเกิดจากการที่นักลงทุนไม่ได้สนใจกำไรทางบัญชีของบริษัท แต่กลับสนใจผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ซึ่งสอดคล้องกับความผันผวนของอัตราผลตอบแทน กรณีที่สามารถเห็นได้ในตลาดทั่วไป เช่น การที่บริษัทขาดทุน ไม่มีกำไรทางบัญชี หรือมีกำไรน้อย แต่กลับมีปริมาณการซื้อขายหรืออัตรากาหมุนเวียนของหลักทรัพย์มาก หากบริษัทเหล่านี้มีความผันผวนของราคาสูง มีข่าวดี หรือโครงการที่ดีในอนาคต ที่ทำให้นักลงทุนสนใจเข้ามาลงทุน ซึ่งกรณีนี้ก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นไม่ส่งผลต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์

5.3 ข้อเสนอแนะในการนำไปใช้

5.3.1 บริษัทสามารถนำผลการศึกษาไปใช้เพื่อปรับปรุงมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทว่าควรให้น้ำหนักไปทางใด เพื่อให้มีมาตรฐานที่ดีขึ้นและจะทำให้หลักทรัพย์มีสภาพคล่องสูงขึ้น

5.3.2 บริษัทสามารถนำผลการศึกษาไปตัดสินใจในการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนว่าจำเป็นต่อกิจการหรือไม่

5.3.3 ตลาดหลักทรัพย์สามารถนำผลการศึกษาไปพิจารณาว่าควรแก้ไขหรือปรับปรุงมาตรการการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในด้านใดมากขึ้นหรือไม่

5.3.4 นักลงทุนสามารถนำผลการศึกษาไปใช้ในการลงทุนเพื่อจะได้ลงทุนในบริษัทที่มีสภาพคล่อง และเพื่อเพิ่มอัตราผลตอบแทนที่ดีในอนาคตด้วย

5.4 ข้อจำกัดของการวิจัย

สำหรับการวิจัยเรื่องผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการจัดงานบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ในครั้งนี้มีข้อจำกัดในการวิจัยดังต่อไปนี้

5.4.1 ดัชนีชี้วัดสภาพคล่องของหลักทรัพย์นั้นมีหลายวิธีซึ่งมีข้อดีข้อด้อยที่แตกต่างกันไป แต่สำหรับงานวิจัยนี้ได้หยิบยกการวัดสภาพคล่องของหลักทรัพย์มาเพียงวิธีเดียว คือ อัตราการหมุนเวียนการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งอาจจะยังไม่สามารถนำมาเป็นตัวแทนของการวัดสภาพคล่องของหลักทรัพย์ทุกบริษัทได้

5.4.2 ดัชนีการกำกับดูแลกิจการที่สร้างขึ้นมาจากแบบประเมินการแสดงผลการกำกับดูแลกิจการปี 2558 และดัชนีการกำกับดูแลกิจการของ Prommin, et al. (2014) อาจจะไม่สามารถครอบคลุมการประเมินการกำกับดูแลกิจการทั้งหมดได้เพราะดัชนีนี้ได้นำมาเพียงหัวข้อหลักๆเท่านั้น ซึ่งในความเป็นจริงแล้วอาจจะไม่เพียงพอต่อการประเมินการกำกับดูแลกิจการโดยรวม อีกทั้งการนิยามความหมายของการกำกับดูแลกิจการในแต่ละกิจการอาจมีความแตกต่างกันซึ่ง ผู้วิจัยในฐานะผู้ประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่นำมาข้อมูลศึกษาครั้งนี้อาจจะมองข้ามไป

5.5 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป

จากการวิจัยเรื่องผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการจัดงานบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไปดังต่อไปนี้

5.5.1 เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้ใช้กลุ่มตัวอย่างจากดัชนี SET50 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งมีมูลค่าตลาด (Market Capitalization) และสภาพคล่องของการซื้อขายสูงอย่างสม่ำเสมอ ดังนั้นเพื่อให้ผลการศึกษาเป็นที่ยอมรับได้มากขึ้นจึงควรจะนำบริษัทที่ไม่ได้อยู่ในดัชนี SET50 มาใช้ในการศึกษาด้วย

5.5.2 การศึกษาสภาพคล่องของหลักทรัพย์ควรที่จะนำดัชนีชี้วัดตัวอื่นเข้ามาใช้ในการศึกษา เช่น ช่วงห่างของราคาเสนอซื้อเสนอขาย และการวัดความไร้สภาพคล่อง เป็นต้น เพื่อเป็นการเพิ่มมุมมองให้กว้างขึ้น

5.5.3 การศึกษาการกำกับดูแลกิจการนั้นสามารถศึกษาได้หลายวิธี และวิธีที่ผู้วิจัยเลือกใช้ อาจจะไม่ใช่วิธีที่ดีที่สุด ซึ่งในการสร้างดัชนีการกำกับดูแลกิจการนั้นควรที่จะทดสอบด้วยว่าดัชนีที่สร้างขึ้นมานั้นมีความสามารถในการเป็นตัวแทนของมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการมากน้อยเพียงใด อีกทั้งการนิยามการกำกับดูแลกิจการในแต่ละข้อย่อควรนิยามความหมายให้ชัดเจนเพื่อที่จะให้สามารถใช้วัดได้กับทุกบริษัท

5.5.4 การศึกษาการเปิดเผยข้อมูลของกิจการควรที่จะหาวิธีการวัดหรือดัชนีในการวัดอื่น นอกเหนือจากการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนเพียงปัจจัยเดียว ซึ่งในอีกหลายการศึกษา ยังมีมาตรวัดหรือดัชนีชี้วัดอื่นที่สามารถนำมาใช้ในการศึกษาได้ และอาจทำให้การศึกษามีความน่าเชื่อถือเพิ่มมากขึ้น

5.5.5 การเลือกกลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยชิ้นนี้น้อย อีกทั้งมีการตัดค่าผิดปกติ (Outliers) ของกลุ่มตัวอย่างที่มากเกินไป โดยงานวิจัยครั้งถัดไปควรที่จะเพิ่มกลุ่มตัวอย่าง และการตัดค่าผิดปกติให้น้อยลง

5.5.6 การศึกษาเรื่องการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุน (Opportunity Day) ต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ควรจะทำการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) โดยกำหนด การศึกษาสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาก่อนจัดกิจกรรม (Before Event Period) และ ช่วงเวลาหลังจัดกิจกรรม (After Event Period) แล้วนำผลการศึกษามาเปรียบเทียบกัน

บรรณานุกรม

- กิตติชัย สถิตมันน์วิวัฒน์. (2548). *ความสัมพันธ์ของกลไกควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีไม่ใช้สถาบันการเงิน*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ฉัตรศิริ ปิยะพินิจสิทธิ์. (2547). ค่าผิดปกติ (Outlier). *วารสาร มจร.วิชาการ*, 8(15), 106-110.
- ณรงค์ศักดิ์ อินตะไชยวงศ์. (2555). *ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555*. สืบค้นจาก https://www.set.or.th/sustainable_dev/th/cg/files/2013/CGPrinciple2012Thai-Eng.pdf.
- ธนาคาร ม้าแก้ว. (2544). *ทฤษฎีสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร: ผลงานงานเศรษฐศาสตร์รางวัลโนเบล ประจำปี 2001*. *โครงการวิจัยเศรษฐกิจและการเงิน แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย*, 16, 1-2.
- ภัทรกิตติ์ เนตินิยม. (2555). *บทบาทของนักลงทุนสถาบันต่อการลดต้นทุนตัวแทนของกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์*. *วารสารบริหารธุรกิจ นิด้า*, 10.
- วีรินทร์ เรืองโรจน์กิจกุล. (2555). *ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมต่อผลตอบแทนจากการดำเนินงาน : กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีมูลค่าตลาดสูงและการซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ 50 บริษัท (SET 50)*. การค้นคว้าอิสระ ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). *ทฤษฎีบรรษัทภิบาล*. *วารสารบริหารธุรกิจ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*, 31(120), 1-4.
- สังเวียน อินทวิชัย. (2545). *รวมบทความ “การกำกับดูแลกิจการที่ดี”*. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- อัศรพงศ์ อันทอง. (2550). *คู่มือการใช้โปรแกรม Eviews เบื้องต้น : สำหรับการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ* (รายงานทางเทคนิค). เชียงใหม่: สถาบันวิจัยสังคม มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- เอกวิทย์ โพธิ์กลมวงศ์. (2555). *คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดและผลการดำเนินงานของบริษัท*. การค้นคว้าอิสระ ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- Chen, W.-P., Chung, H., Lee, C., & Liao, W.-L. (2007). Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P transparency and disclosure rankings. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 644–660.

- Faten, L. (2008). Stock market liquidity and information asymmetry around voluntary earnings disclosures: New evidence from France. *International Journal of Managerial Finance*, 4(1), 60-75.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.
- Haddad, A. E., AlShattarat, W. K., & Nobanee, H. (2009). Voluntary disclosure and stock market liquidity: evidence from the Jordanian capital market. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 5(3), 285-309.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G., (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics*, 31(1-3), 405-440.
- 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.
- Karmani, M., Ajina, A., & Boussaada, R. (2015). An Investigation Of The Relation Between Corporate Governance And Liquidity: Empirical Evidence From France. *The Journal of Applied Business Research*, 31(1), 631-646.
- Ke, T., & Changyun, W. (2011). Corporate Governance and Firm Liquidity: Evidence from the Chinese Stock Market. *Emerging Markets Finance & Trade*, 47, 47-60.
- Laidroo, L. (2011). Market Liquidity and Public Announcements' Disclosure Quality on Tallinn, Riga, and Vilnius Stock Exchanges. *Emerging Markets Finance & Trade*, 47, 54-79.
- Martins, O. S. & Paulo, E. (2014). Information Asymmetry in Stock Trading, Economic and Financial Characteristics and Corporate Governance in the Brazilian Stock Market. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 25(64), 33-45.
- Prommin, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2014). The effect of corporate governance on stock liquidity: The case of Thailand. *International Review of Economics and Finance*, 32, 132-142.
- Stanford University. (n.d.). *Critical Values for the Durbin-Watson Test: 5% Significance Level*. Retrieved from <http://web.stanford.edu/~clint/bench/dw05c.htm>.

The University of Texas at Austin. (n.d.). *Detecting Outliers, Data Analysis & Computer II.*

Retrieved from <http://www.utexas.edu/courses/schwab/sw388r7/>

SolvingProblems/DetectingOutliers.ppt.

Welker, M. (1995). Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 801-827.





ตารางที่ ก.1: รายชื่อหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง 2557

ลำดับ	ชื่อหลักทรัพย์		2550	2551	2552	2553	2554	2555	2556	2557
กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร										
1	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	CPF	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
2	บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)	KSL	✓	○	✓	✓	N/A	N/A	N/A	N/A
3	บริษัท เอ็มเค เรสโตรองด์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	M	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	✓
4	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	MINT	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
5	บริษัท ศรีตรังแอโกรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	STA	N/A	N/A	N/A	N/A	✓	N/A	N/A	N/A
6	บริษัท ไทยยูเนี่ยน โฟรเซ่น โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	TUF	U	U	U	✓	✓	✓	✓	✓
กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน										
7	ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)	BAY	B	B	B	B	B	B	B	B
8	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	BBL	B	B	B	B	B	B	B	B
9	บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	BLA	N/A	N/A	N/A	B	B	B	B	B
10	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	KBANK	B	B	B	B	B	B	B	B
11	ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)	KK	B	N/A	N/A	N/A	B	N/A	B	N/A
12	ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)	KKP	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	B
13	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	KTB	B	B	B	B	B	B	B	B
14	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	SCB	B	B	B	B	B	B	B	B
15	ธนาคารนครหลวงไทย จำกัด (มหาชน)	SCIB	B	B	B	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ก.1 (ต่อ): รายชื่อหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง 2557

ลำดับ	ชื่อหลักทรัพย์		2550	2551	2552	2553	2554	2555	2556	2557
กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (ต่อ)										
16	บริษัท พุนธินชาติ จำกัด (มหาชน)	TCAP	B	B	B	B	B	B	B	B
17	บริษัท ทีเอสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	TISCO	N/A	N/A	N/A	N/A	B	B	N/A	N/A
18	ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)	TMB	B	B	B	B	B	B	B	B
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม										
19	บริษัท อะโรเมติกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	ATC	U	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
20	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)	IVL	N/A	N/A	N/A	O	✓	✓	✓	✓
21	บริษัท ปตท.เคมีคอล จำกัด (มหาชน)	PTTCH	✓	O	O	✓	N/A	N/A	N/A	N/A
22	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	PTTGC	N/A	N/A	N/A	N/A	U	✓	✓	✓
23	บริษัท สหวิริยาสตีลอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)	SSI	O	N/A	N/A	N/A	✓	N/A	N/A	N/A
24	บริษัท ไทยพลาสติกและเคมีภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)	TPC	✓	O	✓	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง										
25	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	AMATA	✓	O	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
26	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	CK	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	O	N/A
27	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	CPN	✓	O	✓	✓	✓	✓	✓	✓
28	บริษัท ไดนาสตีเซรามิค จำกัด (มหาชน)	DCC	N/A	N/A	N/A	N/A	O	O	N/A	N/A
29	บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน)	HEMRAJ	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	✓	N/A	N/A

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ก.1 (ต่อ): รายชื่อหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง 2557

ลำดับ	ชื่อหลักทรัพย์		2550	2551	2552	2553	2554	2555	2556	2557
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (ต่อ)										
30	บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวล๊อปเมนต์ จำกัด (มหาชน)	ITD	✓	O	O	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
31	บริษัทแลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	LH	✓	O	✓	✓	✓	✓	✓	✓
32	บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน)	MBK	N/A	N/A	✓	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
33	บริษัท พญาบุรุษ เรียวเอสเตท จำกัด (มหาชน)	PS	N/A	O	✓	✓	✓	✓	✓	✓
34	บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	QH	N/A	N/A	N/A	✓	N/A	N/A	N/A	N/A
35	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด(มหาชน)	SCC	✓	✓	✓	O	✓	O	O	O
36	บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)	SCCC	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
37	บริษัท ศุภาลัย จำกัด (มหาชน)	SPALI	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	✓	N/A	N/A
38	บริษัท ทีพีโอ โพลีน จำกัด (มหาชน)	TPIPL	U	O	N/A	✓	✓	✓	N/A	N/A
39	บริษัท ทาธา สตีล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	TSTH	N/A	N/A	O	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร										
40	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	BANPU	✓	O	✓	✓	✓	✓	✓	✓
41	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	BCP	N/A	N/A	O	✓	✓	✓	✓	✓
42	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	EGCO	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
43	บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	ESSO	N/A	N/A	✓	✓	✓	✓	N/A	N/A
44	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	GLOW	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ก.1 (ต่อ): รายชื่อหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง 2557

ลำดับ	ชื่อหลักทรัพย์		2550	2551	2552	2553	2554	2555	2556	2557
กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (ต่อ)										
45	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	IRPC	✓	○	✓	✓	✓	✓	✓	✓
46	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	PTT	○	○	○	○	○	○	○	○
47	บริษัท ปตท. อะโรเมติกส์และการกลั่น จำกัด (มหาชน)	PTTAR	N/A	○	○	✓	N/A	N/A	N/A	N/A
48	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	PTTEP	○	✓	○	○	○	○	○	○
49	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	RATCH	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
50	บริษัท โรงกลั่นน้ำมันระยอง จำกัด (มหาชน)	RRC	U	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
51	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	TOP	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
52	บริษัท น้ำประปาไทย จำกัด (มหาชน)	TTW	N/A	N/A	✓	✓	✓	N/A	✓	✓
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ										
53	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	AOT	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
54	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)	BEC	✓	✓	✓	✓	○	○	○	○
55	บริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	BECL	✓	✓	✓	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
56	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด(มหาชน)	BGH	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
57	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)	BH	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
58	บริษัท บีอีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	BIGC	N/A	N/A	✓	✓	✓	✓	✓	✓

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ก.1 (ต่อ): รายชื่อหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง 2557

ลำดับ	ชื่อหลักทรัพย์		2550	2551	2552	2553	2554	2555	2556	2557
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (ต่อ)										
59	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	BJC	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	✓	✓	✓
60	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	BTS	N/A	N/A	N/A	N/A	✓	✓	✓	✓
61	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)	CENTEL	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	✓	✓
62	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	CPALL	✓	✓	✓	✓	✓	○	○	○
63	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	GLOBAL	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	✓	✓
64	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	HMPRO	N/A	N/A	N/A	✓	✓	✓	✓	✓
65	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MAJOR	N/A	○	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
66	บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)	MAKRO	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	N/A
67	บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)	MCOT	✓	○	✓	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
68	บริษัท พรีเมียส ชิฟปี้ง จำกัด (มหาชน)	PSL	○	○	✓	✓	N/A	N/A	N/A	N/A
69	บริษัท อาร์ ซี แอล จำกัด (มหาชน)	RCL	U	○	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
70	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)	ROBINS	N/A	N/A	N/A	N/A	✓	✓	✓	✓
71	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	THAI	✓	○	○	✓	○	✓	○	N/A
72	บริษัท โทรีเซนไทย เอเยนด์ชีส์ จำกัด (มหาชน)	TTA	✓	○	○	✓	N/A	N/A	N/A	N/A
73	บริษัท วี จี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)	VGI	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	○

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ก.1 (ต่อ): รายชื่อหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง 2557

ลำดับ	ชื่อหลักทรัพย์		2550	2551	2552	2553	2554	2555	2556	2557
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี										
74	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ADVANC	✓	✓	✓	✓	○	○	○	○
75	บริษัท แคล-คอมพ์ อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	CCET	✓	○	○	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
76	บริษัท เดลต้า อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	DELTA	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
77	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	DTAC	N/A	○	✓	✓	✓	✓	✓	✓
78	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	HANA	✓	○	✓	✓	N/A	N/A	N/A	N/A
79	บริษัท ซิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	INTUCH	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	○	○	○
80	บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	JAS	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	✓	✓
81	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	THCOM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	✓
82	บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TRUE	○	○	N/A	○	○	○	○	✓

- ✓ บริษัทที่เก็บข้อมูลไปวิเคราะห์
- N/A บริษัทที่ไม่อยู่ในดัชนี SET50 ของช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล
- B บริษัทที่อยู่ในหมวดธนาคาร (Bank)
- บริษัทที่มีค่าผิดปกติ Outlier
- U บริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ (Uncomplete Data)



ตารางที่ ข.1: ข้อมูลสำหรับวิเคราะห์ทางสถิติ

N	Year	Firm	TURN	CG1	CG2	CG3	CG4	CG5	CGI	OPPDAY	SIZE	RSD	LEV	ROE
1	2007	ADVANC	3.85	2	1	2	4	7	16	0	26.38	2.35	0.74	21.46
2	2007	AMATA	4.07	1	1	1	4	6	13	2	23.66	2.95	1.11	26.23
3	2007	AOT	3.37	2	0	2	3	7	14	0	25.13	2.12	1.06	1.56
4	2007	BANPU	5.03	3	1	1	4	7	16	0	25.41	2.78	0.77	23.66
5	2007	BEC	4.09	2	1	4	4	5	16	2	24.78	2.25	0.24	35.89
6	2007	BECL	3.77	3	1	2	5	8	19	0	23.63	1.26	1.76	8.91
7	2007	BGH	3.14	2	1	2	5	6	16	1	24.43	2.10	1.31	11.94
8	2007	BH	3.17	3	1	3	5	4	16	0	24.11	1.83	0.72	42.06
9	2007	CCET	3.49	2	1	2	5	5	15	1	24.04	2.03	2.19	21.88
10	2007	CPALL	3.92	3	1	1	5	5	15	1	24.61	2.84	4.32	16.34
11	2007	CPF	3.73	3	1	1	5	8	18	0	24.27	1.56	1.34	2.97
12	2007	CPN	3.08	2	1	1	4	8	16	2	24.72	2.92	1.81	14.24
13	2007	DELTA	3.47	2	1	1	4	7	15	0	24.03	1.97	0.66	20.79
14	2007	EGCO	3.73	3	1	2	5	7	18	1	24.80	1.70	0.28	21.86
15	2007	GLOW	3.41	2	1	1	5	7	16	0	24.62	2.09	0.88	17.48
16	2007	HANA	3.92	3	1	2	4	7	17	0	23.61	2.23	0.22	23.15
17	2007	IRPC	4.09	2	1	1	5	6	15	0	25.54	2.44	0.45	14.99
18	2007	ITD	4.89	2	1	1	4	5	13	0	24.27	3.48	2.29	6.66
19	2007	KSL	2.33	0	1	2	4	7	14	1	23.72	2.40	0.53	11.40
20	2007	LH	4.41	2	1	4	5	7	19	0	24.90	2.60	0.69	13.59
21	2007	MAKRO	3.10	2	1	0	5	7	15	0	23.89	2.72	1.50	15.16
22	2007	MCOT	4.41	1	1	1	4	8	15	0	23.59	2.74	0.25	16.15
23	2007	MINT	3.40	2	1	2	4	7	16	0	24.71	2.67	1.26	19.20
24	2007	PTTCH	3.75	1	1	4	4	6	16	0	25.95	2.53	0.42	21.14
25	2007	RATCH	3.12	2	1	1	5	7	16	0	24.92	1.70	0.88	16.15
26	2007	SCC	3.91	3	1	1	5	8	18	0	26.35	1.71	1.62	38.67
27	2007	SCCC	2.48	1	1	1	4	5	12	0	24.84	2.40	0.35	20.48
28	2007	THAI	3.65	3	1	3	4	5	16	0	24.92	1.93	3.13	2.71
29	2007	TOP	4.75	3	1	1	5	7	17	0	25.90	2.42	0.97	28.20
30	2007	TPC	3.06	1	1	1	5	7	15	0	23.58	1.42	0.75	21.23
31	2007	TTA	5.90	3	1	1	5	8	18	0	24.14	3.37	0.80	37.73
32	2008	ADVANC	3.83	2	1	4	5	8	20	1	26.18	2.94	0.75	22.20
33	2008	AOT	3.19	2	1	2	3	7	15	0	23.98	3.40	0.92	10.07
34	2008	BEC	3.62	1	1	2	4	5	13	2	24.40	3.39	0.21	42.37
35	2008	BECL	3.81	3	1	2	5	8	19	0	23.31	2.32	1.69	8.98
36	2008	BGH	2.84	2	1	2	5	7	17	1	23.81	2.63	1.20	14.13
37	2008	BH	3.35	3	1	3	5	7	19	0	23.46	2.59	0.67	25.85
38	2008	CPALL	3.70	3	1	1	5	5	15	2	24.74	3.19	1.39	25.49
39	2008	CPF	3.80	3	1	2	5	7	18	0	23.90	2.01	1.38	7.05
40	2008	DELTA	2.66	2	1	1	4	7	15	0	23.45	2.71	0.60	17.77

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ข.1 (ต่อ): ข้อมูลสำหรับวิเคราะห์ทางสถิติ

N	Year	Firm	TURN	CG1	CG2	CG3	CG4	CG5	CGI	OPPDAY	SIZE	RSD	LEV	ROE
41	2008	EGCO	3.61	3	1	2	5	8	19	0	24.31	2.17	0.28	16.01
42	2008	GLOW	2.61	2	1	1	5	7	16	0	24.22	2.96	1.34	12.14
43	2008	MAKRO	2.94	2	1	0	5	7	15	0	23.51	2.13	1.43	19.90
44	2008	MINT	3.24	2	1	2	4	7	16	0	24.08	3.62	1.07	18.12
45	2008	PTTEP	4.32	2	1	4	4	7	18	0	26.59	3.73	0.78	34.60
46	2008	RATCH	2.90	2	1	2	5	7	17	0	24.85	3.26	0.70	16.55
47	2008	SCC	3.64	3	1	1	5	8	18	0	25.54	2.51	2.00	19.35
48	2008	SCCC	2.42	1	1	1	4	5	12	0	24.18	2.70	0.48	20.00
49	2008	TOP	4.81	3	1	4	5	7	20	0	24.60	3.61	1.18	0.35
50	2009	ADVANC	3.59	2	1	4	5	8	20	4	26.27	1.83	0.71	23.60
51	2009	AOT	4.00	2	1	2	4	8	17	1	24.74	3.46	1.04	0.96
52	2009	BANPU	5.61	3	1	1	5	8	18	1	25.78	2.72	0.94	32.01
53	2009	BEC	3.92	1	1	2	4	5	13	2	24.62	2.14	0.20	36.95
54	2009	BECL	4.15	3	1	2	5	8	19	2	23.50	1.47	1.43	10.10
55	2009	BGH	3.19	2	1	2	5	7	17	0	24.13	1.88	1.10	12.99
56	2009	BH	3.28	3	1	3	5	7	19	0	23.79	2.58	0.57	24.10
57	2009	BIGC	2.10	2	0	2	5	4	13	0	24.25	2.17	0.94	15.82
58	2009	CPALL	3.90	3	1	1	5	6	16	0	25.44	2.44	1.36	28.14
59	2009	CPF	4.80	3	1	2	5	7	18	0	25.17	2.42	1.17	21.02
60	2009	CPN	3.25	2	1	2	5	7	17	3	24.51	2.56	1.71	29.85
61	2009	DELTA	3.01	2	1	1	4	7	15	2	23.87	2.57	0.54	12.74
62	2009	DTAC	4.22	2	1	2	4	6	15	0	25.16	2.89	0.60	10.87
63	2009	EGCO	3.30	3	1	2	5	8	19	0	24.45	1.48	0.23	16.60
64	2009	ESSO	4.19	2	1	1	5	5	14	0	24.04	3.35	1.58	20.01
65	2009	GLOW	3.13	2	1	1	5	7	16	2	24.60	2.93	1.69	13.80
66	2009	HANA	3.61	3	1	2	4	7	17	1	23.57	2.34	0.22	16.08
67	2009	IRPC	4.85	3	1	1	5	6	16	0	25.19	3.22	0.59	7.68
68	2009	KSL	3.50	0	1	2	4	7	14	0	23.88	2.76	1.10	10.44
69	2009	LH	4.62	2	1	4	5	6	18	0	24.87	3.52	0.75	14.99
70	2009	MAKRO	2.92	2	1	1	5	7	16	0	23.77	1.53	1.62	17.69
71	2009	MBK	2.01	3	1	2	3	8	17	0	23.23	1.96	1.13	12.55
72	2009	MCOT	3.92	1	1	1	4	8	15	0	23.53	2.33	0.30	18.98
73	2009	MINT	3.90	2	1	2	4	7	16	1	24.33	3.57	1.45	12.21
74	2009	PS	3.74	0	1	3	5	8	17	2	24.39	3.42	0.45	31.31
75	2009	PSL	4.70	2	1	2	5	7	17	3	23.70	3.06	0.29	18.31
76	2009	RATCH	3.13	2	1	2	5	7	17	0	24.66	2.14	0.56	15.77
77	2009	SCC	4.06	3	1	1	5	8	18	0	26.37	2.54	1.77	25.40
78	2009	SCCC	2.29	1	1	1	5	5	13	0	24.75	2.16	0.49	18.29
79	2009	TOP	5.23	3	1	2	5	7	18	0	25.19	3.31	0.99	19.19
80	2009	TPC	2.30	1	1	2	5	6	15	0	23.50	2.09	0.63	14.92

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ข.1 (ต่อ): ข้อมูลสำหรับวิเคราะห์ทางสถิติ

N	Year	Firm	TURN	CG1	CG2	CG3	CG4	CG5	CGI	OPPDAY	SIZE	RSD	LEV	ROE
81	2009	TTW	4.52	2	1	1	5	7	16	1	23.96	2.00	1.43	18.77
82	2010	ADVANC	4.11	2	1	4	5	8	20	3	26.25	1.96	1.36	36.44
83	2010	AOT	3.69	2	1	4	4	8	19	0	24.74	2.22	0.97	1.93
84	2010	BANPU	5.25	3	1	1	5	8	18	1	26.09	1.90	2.03	45.20
85	2010	BCP	4.81	3	1	2	4	8	18	4	23.81	1.77	1.31	10.66
86	2010	BEC	3.69	1	1	4	4	6	16	0	24.87	2.45	0.24	44.72
87	2010	BGH	3.75	2	1	2	5	7	17	0	24.78	2.48	1.02	15.41
88	2010	BH	3.37	2	1	3	5	8	19	0	23.86	2.00	0.51	21.81
89	2010	BIGC	2.86	2	1	2	5	5	15	0	25.01	2.52	0.94	14.67
90	2010	CPALL	3.97	3	1	2	5	5	16	3	25.90	2.25	1.69	36.52
91	2010	CPF	5.22	3	1	2	5	7	18	0	25.95	2.40	1.12	24.68
92	2010	CPN	3.50	1	1	2	5	8	17	3	24.79	2.44	1.88	6.08
93	2010	DELTA	3.80	2	1	1	5	7	16	4	24.50	2.21	0.54	22.57
94	2010	DTAC	4.41	2	1	4	5	5	17	1	25.32	2.53	0.44	16.58
95	2010	EGCO	3.04	3	1	4	5	7	20	0	24.72	1.27	0.20	12.95
96	2010	ESSO	4.42	2	1	1	5	5	14	0	24.34	2.26	1.68	6.75
97	2010	GLOW	3.22	2	1	1	5	7	16	2	24.96	2.26	2.05	17.66
98	2010	HANA	3.96	3	1	2	4	7	17	1	23.76	1.96	0.19	20.30
99	2010	HMPRO	4.13	2	1	2	5	7	17	0	24.37	2.95	1.66	28.47
100	2010	IRPC	4.88	3	1	2	5	6	17	0	25.60	2.35	0.59	8.39
101	2010	KSL	3.76	0	1	2	4	8	15	2	23.69	2.68	1.61	1.87
102	2010	LH	4.34	2	1	4	5	6	18	0	24.89	2.55	0.95	14.79
103	2010	MAKRO	2.83	2	1	1	5	8	17	0	24.43	1.80	1.78	21.00
104	2010	MINT	4.11	2	1	2	5	7	17	4	24.37	2.45	1.47	10.31
105	2010	PS	4.14	0	1	3	5	8	17	2	24.43	2.61	1.24	24.66
106	2010	PSL	3.77	2	1	4	5	7	19	4	23.66	1.44	0.32	5.35
107	2010	PTTAR	5.62	3	1	4	5	7	20	0	25.46	2.81	1.43	10.28
108	2010	PTTCH	5.04	2	1	4	5	7	19	0	26.13	2.87	0.57	10.02
109	2010	QH	5.65	3	1	2	4	7	17	0	23.60	2.40	1.28	15.48
110	2010	RATCH	3.66	2	1	2	5	7	17	0	24.74	1.21	0.49	11.47
111	2010	SCCC	3.02	2	1	3	5	4	15	0	24.71	1.38	0.52	16.41
112	2010	THAI	4.68	2	1	3	4	6	16	3	25.40	3.33	2.55	22.65
113	2010	TOP	4.88	3	1	2	5	7	18	1	25.80	2.57	0.98	13.02
114	2010	TPIPL	5.06	2	1	1	4	5	13	0	23.94	2.94	0.29	4.21
115	2010	TTA	6.02	3	1	2	5	8	19	0	23.41	1.83	0.67	3.04
116	2010	TTW	4.08	2	1	1	5	8	17	1	23.73	1.67	1.27	22.77
117	2010	TUF	4.30	2	1	1	5	7	16	1	24.64	2.52	2.46	15.41
118	2011	AOT	4.12	2	1	3	4	8	18	1	24.89	2.58	1.06	3.48
119	2011	BANPU	5.20	3	1	3	5	8	20	4	25.72	2.10	1.80	29.31
120	2011	BCP	5.28	3	1	4	5	8	21	3	23.98	2.37	1.07	19.82

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ข.1 (ต่อ): ข้อมูลสำหรับวิเคราะห์ทางสถิติ

N	Year	Firm	TURN	CG1	CG2	CG3	CG4	CG5	CGI	OPPDAY	SIZE	RSD	LEV	ROE
121	2011	BGH	3.78	2	1	2	5	7	17	0	25.57	1.95	0.79	18.42
122	2011	BH	4.12	2	1	3	5	8	19	2	24.25	2.47	1.00	24.81
123	2011	BIGC	3.00	2	1	2	5	5	15	0	25.29	2.51	2.86	23.86
124	2011	BTS	4.51	3	1	4	4	7	19	4	24.41	2.65	0.75	1.44
125	2011	CPALL	3.99	3	1	2	5	5	16	3	26.17	2.02	1.57	40.81
126	2011	CPF	4.62	3	1	2	5	8	19	0	26.24	2.26	1.47	26.05
127	2011	CPN	3.59	1	1	4	5	8	19	3	25.13	2.72	2.18	10.69
128	2011	DELTA	3.29	2	1	1	4	7	15	2	24.02	2.21	0.50	14.66
129	2011	DTAC	4.28	2	1	2	4	6	15	0	25.83	2.11	1.98	22.78
130	2011	EGCO	3.39	3	1	4	5	7	20	2	24.65	1.30	0.25	8.89
131	2011	ESSO	5.16	2	1	1	5	5	14	0	24.28	3.22	2.01	3.80
132	2011	GLOW	3.26	2	1	1	5	7	16	0	25.15	2.36	2.36	10.27
133	2011	HMPRO	4.04	3	1	2	5	7	18	1	24.89	2.46	1.55	27.93
134	2011	IRPC	4.96	3	1	2	5	6	17	0	25.15	2.92	0.74	5.42
135	2011	IVL	4.82	2	1	1	5	8	17	4	25.67	3.47	1.48	34.33
136	2011	LH	4.23	2	1	4	5	7	19	0	24.84	2.87	1.03	19.71
137	2011	MAKRO	3.04	2	1	3	5	8	19	0	24.77	2.25	2.13	27.62
138	2011	MINT	3.95	2	1	2	5	7	17	3	24.33	2.47	1.80	21.11
139	2011	PS	4.28	1	1	3	5	8	18	2	23.97	2.96	1.47	17.58
140	2011	RATCH	3.08	2	1	4	5	7	19	0	24.88	1.52	0.99	10.25
141	2011	ROBINS	3.27	2	1	4	5	8	20	4	24.58	2.74	0.59	17.40
142	2011	SCC	4.09	3	1	2	5	8	19	3	26.65	1.92	1.51	19.96
143	2011	SCCC	2.64	2	1	3	5	4	15	0	24.81	1.71	0.56	19.64
144	2011	SSI	4.62	2	1	1	5	8	17	3	23.28	2.86	2.55	-4.55
145	2011	STA	5.37	2	1	2	5	8	18	0	23.84	3.44	1.25	9.23
146	2011	TOP	5.09	3	1	2	5	7	18	4	25.51	2.63	0.88	19.69
147	2011	TPIPL	4.40	2	1	3	4	5	15	0	24.14	2.32	0.17	16.84
148	2011	TTW	3.17	2	1	3	5	8	19	0	24.33	1.44	1.14	21.54
149	2011	TUF	4.23	2	1	2	5	7	17	1	24.75	2.06	2.30	22.36
150	2012	AOT	4.09	2	1	4	4	8	19	0	25.66	1.85	0.93	8.72
151	2012	BANPU	5.03	3	1	1	5	8	18	4	25.44	1.95	1.73	12.13
152	2012	BCP	4.92	3	1	4	5	8	21	4	24.50	1.80	1.20	13.81
153	2012	BGH	4.19	2	1	2	5	6	16	0	25.89	1.70	0.79	22.91
154	2012	BH	3.93	3	1	3	5	8	20	0	24.71	1.94	0.89	35.28
155	2012	BIGC	3.50	2	1	2	5	6	16	0	25.86	2.49	1.95	21.94
156	2012	BJC	4.37	0	1	1	4	6	12	4	25.31	2.52	1.60	18.36
157	2012	BTS	4.73	3	1	4	4	6	18	4	25.07	2.06	0.85	6.01
158	2012	CPF	4.59	3	1	2	5	8	19	0	26.29	1.73	1.82	22.35
159	2012	CPN	3.46	1	1	4	5	8	19	3	25.91	1.92	1.75	27.31
160	2012	DELTA	3.06	2	1	1	4	7	15	3	24.41	1.98	0.47	20.53

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ข.1 (ต่อ): ข้อมูลสำหรับวิเคราะห์ทางสถิติ

N	Year	Firm	TURN	CG1	CG2	CG3	CG4	CG5	CGI	OPPDAY	SIZE	RSD	LEV	ROE
161	2012	DTAC	4.27	2	1	4	5	7	19	0	26.07	1.76	1.89	32.32
162	2012	EGCO	3.48	3	1	4	5	7	20	0	25.10	1.36	0.61	17.51
163	2012	ESSO	5.00	2	1	1	5	5	14	0	24.28	1.81	2.31	-7.16
164	2012	GLOW	3.06	2	1	1	5	7	16	1	25.45	2.05	2.36	15.65
165	2012	HEMRAJ	4.25	3	1	2	4	8	18	4	24.10	1.61	1.47	23.87
166	2012	HMPRO	3.95	3	1	2	5	7	18	1	25.21	2.42	1.62	29.80
167	2012	IRPC	4.33	3	1	4	5	6	19	1	25.16	1.77	0.92	-1.28
168	2012	IVL	4.81	2	1	4	5	8	20	4	25.52	2.61	1.86	7.80
169	2012	LH	3.91	2	1	3	5	7	18	0	25.31	1.99	1.05	18.71
170	2012	MAKRO	3.63	2	1	4	5	8	20	0	25.40	2.31	2.01	34.97
171	2012	MINT	4.21	2	1	2	5	6	16	4	25.00	2.11	1.74	20.98
172	2012	PS	4.30	1	1	3	5	8	18	1	24.57	2.30	1.18	21.03
173	2012	PTTGC	4.50	3	1	4	5	8	21	2	26.48	1.96	0.89	16.16
174	2012	RATCH	3.10	2	1	4	5	7	19	0	25.19	1.41	0.81	15.32
175	2012	ROBINS	3.83	2	1	4	5	8	20	4	25.03	2.07	0.63	21.95
176	2012	SCCC	2.55	2	1	3	5	4	15	0	25.29	2.16	0.59	20.99
177	2012	SPALI	4.36	2	1	4	5	6	18	4	24.14	1.63	0.86	23.64
178	2012	THAI	4.44	3	1	3	4	7	18	0	24.60	2.03	3.40	9.43
179	2012	TOP	4.70	3	1	4	5	7	20	4	25.65	2.08	0.92	14.84
180	2012	TPIPL	4.66	2	1	3	4	5	15	0	24.07	2.36	0.17	0.39
181	2012	TUF	4.28	2	1	4	5	7	19	3	25.14	1.79	1.46	15.23
182	2013	AOT	4.26	2	1	4	4	8	19	1	26.15	3.05	0.67	19.32
183	2013	BANPU	4.91	3	1	4	5	8	21	4	25.13	2.39	2.06	4.18
184	2013	BCP	4.24	3	1	4	5	8	21	4	24.38	2.50	1.08	13.92
185	2013	BGH	3.98	2	1	2	5	8	18	0	25.93	2.38	0.83	16.06
186	2013	BH	3.53	2	1	3	5	8	19	0	24.88	2.05	0.80	28.03
187	2013	BIGC	2.96	3	1	2	5	6	17	0	25.75	2.56	1.62	20.25
188	2013	BJC	4.48	1	1	1	4	6	13	4	25.06	3.43	1.82	17.03
189	2013	BTS	5.37	3	1	4	4	6	18	1	25.36	2.06	0.34	5.93
190	2013	CENTEL	3.81	2	1	1	5	7	16	4	24.28	3.54	1.75	13.41
191	2013	CPF	4.25	3	1	2	5	8	19	0	26.24	2.76	2.14	6.59
192	2013	CPN	3.76	1	1	4	5	8	19	3	25.94	2.87	1.13	20.45
193	2013	DELTA	3.68	2	1	3	4	7	17	3	24.92	2.71	0.46	22.65
194	2013	DTAC	3.93	2	1	3	4	7	17	3	26.16	2.55	2.21	31.25
195	2013	EGCO	3.50	3	1	4	5	7	20	1	24.89	1.62	0.88	10.12
196	2013	GLOBAL	3.86	1	1	4	4	7	17	3	24.44	3.24	0.56	9.05
197	2013	GLOW	2.89	2	1	1	5	8	17	0	25.36	2.67	1.92	18.65
198	2013	HMPRO	4.40	3	1	2	5	7	18	1	25.22	3.05	1.83	27.18
199	2013	IRPC	4.02	3	1	4	5	7	20	2	24.92	2.19	1.15	1.10
200	2013	IVL	4.44	2	1	4	5	8	20	4	25.29	2.93	2.11	2.21

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ข.1 (ต่อ): ข้อมูลสำหรับวิเคราะห์ทางสถิติ

N	Year	Firm	TURN	CG1	CG2	CG3	CG4	CG5	CGI	OPPDAY	SIZE	RSD	LEV	ROE
201	2013	JAS	6.39	2	1	4	4	7	18	0	24.59	3.46	0.81	29.90
202	2013	LH	4.37	2	1	4	5	7	19	0	25.22	3.23	1.21	20.12
203	2013	MAKRO	2.54	2	1	3	3	8	17	0	25.66	3.77	2.28	39.66
204	2013	MINT	4.16	2	1	4	5	6	18	2	25.14	3.01	1.32	18.98
205	2013	PS	4.23	1	1	4	5	8	19	0	24.42	3.65	1.25	25.78
206	2013	PTTGC	4.25	3	1	4	5	8	21	4	26.60	2.14	0.78	14.44
207	2013	RATCH	2.91	2	1	4	5	7	19	0	24.99	1.48	0.61	11.49
208	2013	ROBINS	3.55	3	2	4	5	8	22	4	24.70	2.72	0.60	18.55
209	2013	SCCC	2.90	1	1	3	5	4	14	0	25.24	2.26	0.74	26.01
210	2013	TOP	4.34	3	1	4	5	8	21	4	25.47	2.03	1.25	11.72
211	2013	TTW	3.36	2	1	4	5	8	20	2	24.41	1.93	1.23	23.74
212	2013	TUF	4.28	2	1	4	5	8	20	4	25.13	2.23	1.64	7.43
213	2014	AOT	4.27	2	1	3	4	8	18	0	26.72	1.94	0.58	12.96
214	2014	BANPU	4.83	2	1	4	5	8	20	3	24.89	2.24	2.19	3.79
215	2014	BCP	4.40	3	1	4	5	8	21	4	24.50	2.23	1.29	2.09
216	2014	BGH	3.92	2	1	4	5	8	20	0	26.31	1.81	0.95	16.91
217	2014	BH	3.42	3	1	3	5	8	20	0	25.36	2.00	0.72	26.66
218	2014	BIGC	2.35	3	1	4	5	5	18	0	26.00	1.59	1.44	18.28
219	2014	BJC	3.25	1	1	3	5	6	16	4	24.91	1.88	1.77	11.21
220	2014	BTS	4.69	3	1	4	4	7	19	2	25.47	1.43	0.29	23.72
221	2014	CENTEL	4.01	2	1	4	5	8	20	4	24.34	2.37	1.56	11.18
222	2014	CPF	4.29	3	1	4	5	8	21	0	26.08	2.08	2.15	9.29
223	2014	CPN	3.35	2	1	4	5	8	20	3	26.04	1.90	1.15	18.93
224	2014	DELTA	3.52	2	1	3	5	7	18	0	25.20	2.09	0.39	22.53
225	2014	DTAC	3.69	2	1	4	5	7	19	2	26.15	1.75	2.27	32.86
226	2014	EGCO	3.08	3	1	4	5	7	20	0	25.20	1.33	1.18	10.76
227	2014	GLOBAL	3.66	1	1	4	4	7	17	0	24.23	2.39	0.50	5.76
228	2014	GLOW	2.66	2	1	4	5	8	20	0	25.60	1.98	1.49	21.28
229	2014	HMPRO	3.72	3	1	2	5	7	18	2	25.35	2.15	0.18	23.32
230	2014	IRPC	3.57	3	1	4	5	7	20	2	24.86	1.74	1.40	-7.31
231	2014	IVL	4.43	2	1	4	5	8	20	4	25.30	2.29	1.63	2.22
232	2014	JAS	6.28	2	1	4	4	7	18	0	24.68	2.65	0.85	28.10
233	2014	LH	4.00	2	1	4	5	7	19	0	25.32	2.14	0.99	22.05
234	2014	M	3.33	0	1	2	5	5	13	0	24.69	1.47	0.18	16.21
235	2014	MINT	4.02	2	1	4	5	7	19	3	25.59	2.23	1.58	16.56
236	2014	PS	3.91	1	2	4	5	8	20	1	24.88	2.23	1.05	24.36
237	2014	PTTGC	4.18	3	1	4	5	8	21	4	26.17	1.60	0.68	6.29
238	2014	RATCH	3.27	2	1	4	5	7	19	0	25.17	1.25	0.58	10.87
239	2014	ROBINS	3.40	2	1	4	5	8	20	4	24.63	1.92	0.82	16.33
240	2014	SCCC	2.53	1	1	3	5	5	15	0	25.33	1.37	0.70	25.33

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ ข.1 (ต่อ): ข้อมูลสำหรับวิเคราะห์ทางสถิติ

N	Year	Firm	TURN	CG1	CG2	CG3	CG4	CG5	CGI	OPPDAY	SIZE	RSD	LEV	ROE
201	2013	JAS	6.39	2	1	4	4	7	18	0	24.59	3.46	0.81	29.90
202	2013	LH	4.37	2	1	4	5	7	19	0	25.22	3.23	1.21	20.12
203	2013	MAKRO	2.54	2	1	3	3	8	17	0	25.66	3.77	2.28	39.66
204	2013	MINT	4.16	2	1	4	5	6	18	2	25.14	3.01	1.32	18.98
205	2013	PS	4.23	1	1	4	5	8	19	0	24.42	3.65	1.25	25.78



ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-นามสกุล

ภูริวัจน์ อติเรก

อีเมล

phuriwat.adir@bumail.net

ประวัติการศึกษา

พ.ศ. 2553 - พ.ศ. 2556

ปริญญาบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการตลาด

มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ประสบการณ์ทำงาน

พ.ศ. 2554 - ปัจจุบัน

ผู้ช่วยผู้จัดการ ห้างหุ้นส่วนสามัญ อุดมสาส์น



มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิในวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

วันที่ 16 เดือน มกราคม พ.ศ. 2559

ข้าพเจ้า (นาย/นาง/นางสาว) ภูริวัจน์ อติเรก อยู่บ้านเลขที่ 109

ซอย ถนน พระสุเมรุ ตำบล/แขวง ชนะสงคราม

อำเภอ/เขต พระนคร จังหวัด กรุงเทพฯ รหัสไปรษณีย์ 10200

เป็นนักศึกษาของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ รหัสประจำตัว 7-57-06-0006-9

ระดับปริญญา ☐ ตรี ☒ โท ☐ เอก

หลักสูตร วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชา การเงิน

คณะ วิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี ซึ่งต่อไปเรียกว่า “ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ” ฝ่ายหนึ่ง และ

มหาวิทยาลัยกรุงเทพ ตั้งอยู่เลขที่ 119 ถนนพระราม 4 แขวงพระโขนง เขตคลองเตย กรุงเทพมหานคร 10110 ซึ่งต่อไปเรียกว่า “ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ” อีกฝ่ายหนึ่ง ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ และผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ ตกลงทำสัญญากันโดยมีข้อความดังต่อไปนี้

ข้อ 1. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิขอรับรองว่าเป็นผู้สร้างสรรค์และเป็นผู้มีสิทธิแต่เพียงผู้เดียวในงานวิทยานิพนธ์ / สารนิพนธ์หัวข้อ

ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการจัดกิจกรรมบริษัทจดทะเบียนพบผู้ลงทุนต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ : กรณีศึกษาจากบริษัทในดัชนี SET50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ (ต่อไปเรียกว่า “วิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์”)

ข้อ 2. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิตกลงยินยอมให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิโดยปราศจากค่าตอบแทนและไม่มีกำหนดระยะเวลาในการนำวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์ ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ต่อสาธารณชน ให้เช่าต้นฉบับหรือสำเนา งาน ให้ประโยชน์อันเกิดจากลิขสิทธิ์แก่ผู้อื่น อนุญาตให้ผู้อื่นใช้สิทธิโดยจะกำหนดเงื่อนไขอย่างหนึ่งอย่างใดด้วยหรือไม่ก็ได้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน หรือการกระทำอื่นใดในลักษณะทำนองเดียวกัน

ข้อ 3. หากกรณีมีข้อขัดแย้งในปัญหาสิทธิในวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์ ระหว่างผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิกับบุคคลภายนอกก็ดี หรือระหว่างผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิกับบุคคลภายนอกก็ดี หรือมีเหตุขัดข้องอื่นๆ เกี่ยวกับลิขสิทธิ์ อันเป็นเหตุให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิไม่สามารถนำงานนั้นออกทำซ้ำ เผยแพร่ หรือโฆษณาได้ ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิยินยอมรับผิดชอบและชดเชยค่าเสียหายแก่ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิในความเสียหายต่างๆ ที่เกิดขึ้นแก่ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิทั้งสิ้น

สัญญานี้ทำขึ้นสองฉบับ มีข้อความเป็นอย่างเดียวกัน คู่สัญญาได้อ่านและเข้าใจข้อความในสัญญานี้โดยละเอียดแล้ว จึงได้ลงลายมือชื่อให้ไว้เป็นสำคัญต่อหน้าพยาน และเก็บรักษาไว้ฝ่ายละฉบับ

ลงชื่อ.....ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ
(นายภูริวัจน์ อติเรก)

ลงชื่อ.....ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ
(อาจารย์ อัญญา จุลพิสิฐ)
ผู้อำนวยการสำนักหอสมุดและศูนย์การเรียนรู้

ลงชื่อ.....พยาน
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ กฤติกา ลิ้มลาวัลย์)
รองคณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

ลงชื่อ.....พยาน
(ดร.สมณ ศุภกรโกศล)
ผู้อำนวยการหลักสูตร/ ผู้รับผิดชอบหลักสูตร