

การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน ทางการเงินของบริษัทกลุ่มธุรกิจการเงินในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย

THE EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE ON FINANCIAL PERFORMANCE OF FINANCIAL COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Received: November 8, 2019

Revised: December 25, 2019

Accepted: January 14, 2020

พรปวีณ์ วรเศรษฐ์พงศ์*

Pornpawee Worasatepongsa*

สุชาติ ปรัชญานนท์**

Suchart Prakthayanon**

* อาจารย์ประจำ สาขาวิชาบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยมหิดล วิทยาเขตกาญจนบุรี

* Lecturer of Management, Mahidol University Kanchanaburi Campus

* Email: pornpawee.wor@mahidol.ac.th

** หัวหน้าสาขาการจัดการอุตสาหกรรม คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยกรุงเทพธนบุรี

** Head of Industrial Management Department, Faculty of Business Administration, Bangkok Thonburi University

** Email: suchart.prak@bkkthon.ac.th

บทคัดย่อ

การกำกับดูแลกิจการเป็นส่วนสำคัญในการสร้างวัฒนธรรมองค์การที่ดี ทั้งด้านความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลของกิจการ บทความนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษากลไกการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยภายใต้กฎหมายและนโยบายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) และวิเคราะห์ผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจการเงิน 70 บริษัท ประกอบด้วยธนาคาร 11 แห่ง และ บริษัทที่ไม่ใช่ธนาคาร 59 แห่ง โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR) ประจำปี 2557-2561 ตามหลักเกณฑ์เดียวกับ The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD) สถิติที่ใช้ประกอบด้วยสถิติเชิงพรรณนา ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ ผลการวิจัยพบว่าความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริหาร ความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูล และคณะกรรมการตรวจสอบ มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท วัดผลโดยใช้อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานทางการเงิน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

Corporate governance is an important part of creating good corporate culture of transparency and openness. In this paper studies a brief view about the background of corporate governance mechanisms in Thailand under the laws and policies of the Stock Exchange of Thailand (SET). Furthermore, it analyzes the impact of corporate governance mechanisms on the financial performance of companies listed on SET. The study uses a sample that consists of 70 financial companies; bank 11 companies and non-bank 59 companies. To collect the data from the report of the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies(CGR) for the period 2013-2018 with the same criteria as The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD). Descriptive statistics correlation coefficient and multiple regression analysis were applied to this studied. Results revealed that board accountability transparency and audit committee have a statistical significant at 95 percent confidence to impact on firm's performance measured by return on equity(ROE).

Keywords: Corporate Governance, Financial Performance, the Stock Exchange of Thailand

บทนำ

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) หรือ บรรษัทภิบาล ตามความหมายของ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นระบบที่จัดให้มีโครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น โดยมีแนวปฏิบัติเพื่อสร้างความโปร่งใส ความรับผิดชอบต่อนหน้าที่ ของผู้ในระดับสูง ขององค์กร สามารถนำหลักการกำกับดูแลให้กิจการไปปรับใช้ให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาว น่าเชื่อถือสำหรับนักลงทุนและสาธารณชนเพื่อประโยชน์ในการสร้างคุณค่าให้กิจการและอยู่ร่วมกับสังคม อย่างยั่งยืน (สำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) อย่างไรก็ตามธรรมาภิบาลจะมีประสิทธิภาพหรือไม่ขึ้นขึ้นอยู่กับแนวทางควบคุมการปฏิบัติตามข้อกำหนดกฎหมายที่เกี่ยวข้องของกิจการ การกำกับและการควบคุมที่ดีจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ในประเทศไทยได้มีแรงจูงใจและส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตั้งแต่ปี 2545 เป็นต้นมาและ ได้ทำการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนในปี 2549 โดยเทียบเคียงกับ หลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ในปี 2004) และปี 2555 ได้รับข้อเสนอแนะจากธนาคารโลกในการเข้าร่วมโครงการ Corporate Governance - Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC) (ฝ่ายพัฒนาธรรมาภิบาลเพื่อตลาดทุน, 2555)

สมาคมธรรมาภิบาลแห่งเอเชีย (Asian Corporate Governance Association) ร่วมกับ บริษัทหลักทรัพย์ แห่งเอเชียแปซิฟิก (Credit Lyonnais Securities Asia:CLSA) จัดทำรายงาน CG watch มาตั้งแต่ปี 2544 โดย ทำการประเมิน ทุก 2 ปี ประเมินทั้งสิ้น 11 ประเทศ ประกอบด้วย ฮองกง สิงคโปร์ ญี่ปุ่น ไทย มาเลเซีย ไต้หวัน อินเดีย เกาหลีใต้ จีน ฟิลิปปินส์ และอินโดนีเซีย ในประเด็นด้านการกำกับดูแลกิจการหรือธรรมาภิบาลเน้น 5 เรื่อง คือ ด้านหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการ การปฏิบัติ การบังคับใช้กฎหมาย บรรยายภาคด้านการเมืองและกฎหมาย การจัดทำบัญชีและการตรวจสอบ และวัฒนธรรมธรรมาภิบาล โดยผลการประเมิน ทำให้เห็นภาพรวมของสังคมและสิ่งแวดล้อมของประเทศนั้นๆ ที่สูงกว่ามาตรฐานขั้นต่ำที่กำหนดไว้ใน กฎหมาย สะท้อนความเชื่อมั่นของตลาด จึงเป็นที่ติดตามและใช้อ้างอิงเปรียบเทียบอย่างกว้างขวาง ซึ่งนักลงทุนสถาบันเชื่อมั่นว่าระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยลดปัญหาความเสี่ยงจากการสูญเสียมูลค่าได้ ทำให้รายงาน CG Watch เป็นที่สนใจในเวลาต่อมา เนื่องจากมีข้อมูลที่สามารถเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนกับตลาดทุนได้ ซึ่งผลการประเมินปี 2559 ประเทศไทยได้ลำดับที่ 5 จากการประเมิน 11 ประเทศในเอเชีย เป็นรองสิงคโปร์ ฮองกง ญี่ปุ่น และไต้หวัน โดยประเทศไทยมีคะแนนเท่ากับ 2 ปี ก่อนหน้า แต่ลำดับลดลงเนื่องจากมีประเทศที่พัฒนาการกำกับดูแลกิจการให้ดีขึ้นจนทำให้ได้คะแนน CG Watch มากขึ้นกว่าที่ผ่านมา (ปริย เตชะมวลิวิทย์, 2561) ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้มีการศึกษาเกี่ยวกับบทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบตั้งแต่ปี 2538 ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศไทย ต่อมาในปี 2541 ได้ออกข้อบังคับให้บริษัทจดทะเบียนต้องจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบ ปี 2542 และในปีเดียวกัน ตลาดหลักทรัพย์ได้จัดทำข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียนและ แนวทางปฏิบัติที่ดีของคณะกรรมการตรวจสอบควบคู่ไปกับการสร้างธรรมาภิบาลแก่บริษัทจดทะเบียน แล้วเหตุใดประเทศไทยจึงถูกลดอันดับธรรมาภิบาลจาก CG Watch (ปริย เตชะมวลิวิทย์, 2561)

อย่างไรก็ตามตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนได้มีการนำหลักการ การกำกับดูแลกิจการมาใช้ ซึ่งผลลัพธ์จากการปฏิบัตินำไปสู่การสร้างผลประกอบการที่ดีสอดคล้องตาม เป้าหมายของกิจการ (สำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ผู้วิจัยคิดว่า จำเป็นอย่างยิ่งที่ต้องมีระบบการวัดผลที่มีประสิทธิภาพเมื่อกิจการมีการนำหลักการกำกับดูแลกิจการมาใช้ เพื่อช่วยยืนยันผลลัพธ์และชี้แนะให้ผู้บริหารของบริษัทในประเทศไทยที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดำเนินการตามนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดังนั้นจึงใช้การวัดผลลัพธ์ทางการเงินซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อกระบวนการตัดสินใจและควบคุมการประเมินทางเลือกอย่างมีประสิทธิภาพ (Baxter, 2014; Fairhurst & Nam, 2019; Shahwan, 2015) อันประกอบด้วย ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และ Tobin's Q ซึ่งเป็นอัตราส่วนสินทรัพย์ของบริษัทเทียบกับมูลค่าตลาดของบริษัท

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่ามีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นจำนวนมาก ของประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศที่กำลังพัฒนา มีทั้งความสัมพันธ์ที่เป็นเชิงบวกและความสัมพันธ์เชิงลบ สำหรับในประเทศไทยยังมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เน้นเฉพาะด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลเฉพาะกลุ่ม ESG100 ของ อรพรรณ เลิศรุจิวิช (2559) วัดผลโดย ROE และ Tobin's Q ในขณะที่ ณิชชนันท์ จันทระเขตต์ (2554) พบว่าตัวแปรที่ใช้แทนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100 3 ตัวแปร คือ ขนาดคณะกรรมการของบริษัท สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการกับการกรรมการผู้จัดการในคนเดียวกัน ซึ่งวัดผลโดยตัวแปรผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA) เป็นต้น เห็นได้ว่าการศึกษาลักษณะส่วนใหญ่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อผลการดำเนินงานและยังไม่พบการศึกษาในกลุ่มธุรกิจการเงิน จึงสมควรที่จะมีการศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทกลุ่มธุรกิจการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้น่าจะได้สถานการณ์ปัจจุบัน

วัตถุประสงค์การวิจัย

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยภายใต้กฎหมาย และนโยบายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) และวิเคราะห์ผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของกลุ่มธุรกิจการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แนวคิดและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การกำกับดูแลกิจการ ถือได้ว่าเป็นระบบที่ไม่เพียงแต่ช่วยเพิ่มระดับความสัมพันธ์ระหว่าง ผู้ถือหุ้น ผู้บริหาร และ นักลงทุนแล้ว ยังช่วยให้เกิดความมั่นใจในการจัดหาทรัพยากรท่ามกลางการแข่งขันทางธุรกิจ นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการมีโครงสร้างความสัมพันธ์ที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของบริษัท วิธีการดำเนินการเพื่อให้บรรลุเป้าหมาย ตลอดจนการตรวจสอบให้เป็นไปตามมาตรฐาน (Al-ahdal, Alsamhi, Tabash and Farhan, 2020) แต่ในปัจจุบันยังไม่มีงานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบจากการกำกับดูแลกิจการอย่างเป็นระบบ งานวิจัยก่อนหน้านี้ที่คิดค้น ตัวชี้วัดของการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Index: CGI) หลายแห่ง เช่น การศึกษาของ Ciftci, Tatoglu, Demirbag and Zaim (2019) ที่ทำการศึกษารอบคอบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการ กรณีศึกษา บริษัทครอบครัว ในประเทศตุรกี พบว่า ความเป็นเจ้าของอย่างยั่งยืนจะเกิดขึ้นในบริษัทครอบครัว แต่กิจการที่ถูกครอบงำโดยครอบครัวที่เข้มงวด ทำให้เกิดความเครียดต่อผลการดำเนินงานที่ไม่ดีของบริษัท ในทำนองเดียวกัน Kumar and Zattoni (2016) ได้ทำการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งสิ้น 255 บริษัทร่วมทุนจากต่างชาติและตั้งอยู่ในประเทศอินเดีย ผลการศึกษาเชิงประจักษ์พบความสัมพันธ์เชิงบวกของการกำกับดูแลกิจการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับ Dow and McGuire (2016). ศึกษาผลกระทบจากการกำกับดูแลกิจการและการกำกับดูแลกิจการในอุตสาหกรรมยานยนต์ และผลการดำเนินงานของกิจการ 49 บริษัทในประเทศอินเดีย พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท อีกทั้งในด้านของ Balasuramanian, Black and Khanna (2010) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการระดับบริษัท และ มูลค่าการตลาด กรณีศึกษาของอินเดีย จนได้ข้อมูลความสัมพันธ์แบบภาคตัดขวางของความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างมูลค่าทางการตลาดของบริษัทและดัชนีการกำกับดูแลโดยรวมเช่นเดียวกับดัชนีย่อยที่ครอบคลุมสิทธิของผู้ถือหุ้น

Thrikawala, Locke and Reddy (2013) ได้ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานทางการเงิน พบมีความสัมพันธ์กับ องค์การการเงินระดับฐานราก (Micro Finance Institutions: MFIs) ในเอเชีย โดยคิดค้นตัวชี้วัดในการกำกับดูแลกิจการ 4 ตัวชี้วัด กล่าวคือ ขนาดและองค์ประกอบของกรรมการบริหาร(Board size) คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด (CEO characteristics และประเภทของความเป็นเจ้าของ (Ownership type) ในขณะที่ Al-ahdal, Alsamhi, Tabash and Farhan (2020) ทำการสำรวจความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการปฏิบัติงานในระดับที่แตกต่างกันของการเป็นเจ้าของ และการเป็นเจ้าของประเภทต่าง จำนวน 581 บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการตั้งแต่ปี 2551-2555 ผลการวิจัยพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างคุณภาพของการกำกับดูแลและผลการปฏิบัติงาน ในด้านของ Kumar and Zattoni (2015) ทำการทดสอบกลไกการกำกับดูแลกิจการภายในที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ผลการศึกษา ในช่วง 2005-2012 พบว่า 349 บริษัท (ทั้งบริษัททางการเงินและไม่ใช่มหาบริษัททางการเงิน) พบว่า การถือหุ้นโดยรัฐบาล ประเภทของการตรวจสอบขนาดของกรรมการบริหารระดับสูง ความรับผิดชอบต่อสังคม และระดับนัยสำคัญ มีผลต่อ ผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างไรก็ตามยังพบความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการตรวจสอบกับคณะกรรมการบริษัท (Board of director) คณะกรรมการตรวจสอบ (audit committee) และผลการดำเนินงาน อย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้ง Roy (2017) ที่ได้การศึกษา 135 บริษัทในประเทศซาอุดีอาระเบีย ในปี 2010 ในอีกด้านหนึ่ง พบว่า กรรมการบริษัทไม่ใช่กรรมการบริหาร (CEO duality) ขนาดของกรรมการบริหาร กรรมการตรวจสอบอิสระ และการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทโดยตรง

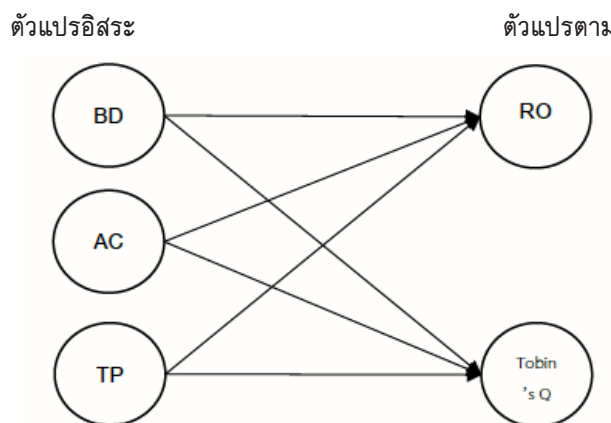
จากตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการพบการศึกษาจำนวนมากในประเทศต่างๆ แม้กระทั่งการศึกษาของ Shao, Ciampaglia and Varol (2018) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานบริษัทในประเทศจีน ในปี 2544-2558 ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่ไม่มีการกำกับดูแลกิจการในประเทศจีน ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง ขนาดของกรรมการบริหารซึ่งรวมถึงไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง คณะกรรมการอิสระ กับผลการดำเนินงานของบริษัท อีกด้านหนึ่งเมื่อศึกษาในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการพบว่าสัดส่วนการถือครองหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการ และ ยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างคณะกรรมการกำกับ และ ผลการดำเนินงานของกิจการ สอดคล้องกับการศึกษาของ Gupta, Priya, Williams, Sharma, Gupta, Jha, Ebrahim and Dhillon (2015) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการ 10 อันดับบริษัทที่มีผลประกอบการดีเด่นในปี 2005-2013 ของบริษัทสัญชาติอินเดียและเกาหลี โดยใช้ตัวชี้วัดที่หลากหลายของการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วย กรรมการอิสระ โครงสร้างของกรรมการบริหาร และการเปิดเผยข้อมูลของกิจการ สำหรับตัวชี้วัดทางการเงิน คือผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม(ROA) และ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผลการศึกษาพบว่าการการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบอย่างจำกัดต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน นอกจากนี้ Brown and Caylor (2006) ได้ร่วมกันศึกษา 1,868 กิจการเพื่อหาตัวชี้วัดของการกำกับดูแล 7 ตัวชี้วัด ที่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการในประเทศสหรัฐฯ ในปี 2002 และพบว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ต่ออัตราส่วน Tobin's Q ในขณะเดียวกัน Ammann, Oesch, Schmid and M (2011) ทำการศึกษาผลการดำเนินงานใน 22 ประเทศที่พัฒนาแล้ว จำนวน 230,000 บริษัท ในปี 2546-2555 พบความสัมพันธ์ที่ดีและเป็นบวกระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการประเมินมูลค่าของกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องจะเห็นได้ว่าผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการนั้น มีการขาดการศึกษาในกลุ่มธุรกิจการเงินอย่างจริงจัง จึงทำให้การศึกษาดังนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อปิดช่องว่างของวรรณกรรมที่ยังไม่ได้ศึกษา

วิธีการดำเนินการวิจัย

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มุ่งเน้นไปที่การหาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วย ตัวชี้วัดดังนี้ 1) คณะกรรมการบริหาร 2) ความโปร่งใสของกิจการและการเปิดเผยข้อมูล และ 3) คณะกรรมการตรวจสอบ และ ผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการเงิน ทั้งสิ้น 70 บริษัท 5 ปี ตั้งแต่ปี 2557-2561 โดยตัวแปรอิสระคือการกำกับดูแลกิจการ ขณะที่ ตัวแปรตามคือ ผลการดำเนินงานด้านการเงินของกิจการ โดยมีตัวชี้วัดคือ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ Tobin's Q การเก็บรวบรวมข้อมูลการกำกับดูแลกิจการเก็บได้จากกลุ่มธุรกิจการเงินทั้ง 70 บริษัท โดยการรวบรวมจากเว็บไซต์บริษัท รายงานประจำปี เว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์ www.set.or.th

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วยตัวแปรตาม (dependent variables) และตัวแปรอิสระ (independent variables) โดยตัวแปรตามที่ใช้คือ 1) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น วัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยคำนวณได้จาก กำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น และ 2) Tobin's Q หมายถึงอัตราส่วนทางการเงินที่วัดผลการดำเนินงานในทางมูลค่าทางการตลาดที่สะท้อนถึงข้อมูลจากงบการเงินซึ่งเป็นข้อมูลในอดีต และมูลค่าตลาดซึ่งเป็นข้อมูลคาดการณ์ในอนาคตของนักลงทุนต่ออนาคตของบริษัทโดยวัดมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ คำนวณได้จาก ผลรวมของมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญและหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2562) ในขณะที่ตัวแปรอิสระของการศึกษาค้นคว้านี้เกิดจากการทบทวนวรรณกรรมการกำกับดูแลกิจการ ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้คะแนนของการกำกับดูแลกิจการตามแบบแสดงแหล่งข้อมูลตามหลักเกณฑ์ OECD โดย ในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR) ประจำปี 2557-2561 ประกอบด้วยตัวแปรดังต่อไปนี้ 1) หน้าที่ความรับผิดชอบของผู้บริหาร (BD) 2) คณะกรรมการตรวจสอบ (AC) และ 3) ความโปร่งใสและการตรวจสอบได้ (TP) ตามภาพแสดงกรอบแนวคิดของการวิจัยดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

การศึกษาค้นคว้านี้เก็บข้อมูลตั้งแต่ปี 2557-2561 เป็นเวลาทั้งสิ้น 5 ปี ใช้สถิติเชิงอนุมานในการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยนำข้อมูลที่ได้นำมาวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อวิเคราะห์ขนาดของผลกระทบของตัวแปรอิสระแต่ละตัวต่อตัวแปรตาม สำหรับการพิจารณาถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระแต่ละตัวจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) เพื่อดูทิศทางความสัมพันธ์ และ T-Test เพื่อทดสอบความแตกต่างระหว่างกลุ่มที่เป็นธนาคาร (Bank) และไม่ใช่ธนาคาร (Non-Bank) มีสมการที่ใช้ในการวิเคราะห์ได้ดังนี้

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 BD_{it} + \beta_2 TP_{it} + \beta_3 AC_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

$$\text{Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 BD_{it} + \beta_2 TP_{it} + \beta_3 AC_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

กำหนดให้

β_0 คือ ค่าคงที่

ϵ คือ ค่า error ของสมการ

i คือ บริษัท มีค่าตั้งแต่ 1-70

t คือ เวลา(ปี) มีค่าตั้งแต่ 1-5

ROE คือ ร้อยละของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

Tobin's Q คือ อัตราส่วนของผลรวมมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญกับหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม

BD คือ คะแนนความรับผิดชอบต่อผู้บริหารระดับสูง

TP คือ คะแนนความโปร่งใสและการตรวจสอบได้

AC คือ คะแนนคณะกรรมการตรวจสอบ

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ตารางที่ 1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการเงิน

N=70

	%ROE	Tobin's Q	BD	TP	AC
Mean	8.31	1.58	72.25	84.51	88.27
Maximum	35.87	8.88	98.69	100	100
Minimum	-25.07	0.36	35.82	55.62	37.61
Std.Dev.	10.301	1.535	16.641	11.238	18.665

จากตารางที่ 1 ค่าสถิติพรรณนาของกลุ่มธุรกิจการเงินทั้ง 70 บริษัท พบว่า ค่าเฉลี่ยของ ROE และ Tobin's Q เท่ากับ 8.31% และ 1.58 ตามลำดับ สามารถอธิบายได้ว่าในกลุ่มธุรกิจการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่มีผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 8.31 และ ส่วนใหญ่มีอัตราส่วนของผลรวมมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญกับหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวมเท่ากับ 1.58 อีกทั้งพบว่าคะแนนเฉลี่ยของ BD TP และ AC เท่ากับ 72.25 84.51 และ 88.27 ตามลำดับ กล่าวได้ว่ากลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีคะแนนความรับผิดชอบต่อผู้บริหารระดับสูงเท่ากับ 72.25 ส่วนใหญ่มีคะแนนความโปร่งใสและการตรวจสอบเท่ากับ 84.51 และส่วนใหญ่มีคะแนนคณะกรรมการตรวจสอบเท่ากับ 88.27 ในขณะที่คะแนนต่ำสุดของตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการ BD TP และ AC คือ 35.82 55.62 และ 37.61 ตามลำดับ โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 16.641 11.238 และ 18.665 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่ามีบางกิจการมีคะแนนตัวชี้วัดการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอย่างเห็นได้ชัด ทำให้ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบค่าความแตกต่างของตัวแปรแต่ละตัวโดยจำแนกเป็นกลุ่มธนาคารและไม่ใช่นักการค้าดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ค่าความแตกต่างของตัวแปรในกลุ่มธุรกิจการเงินระหว่างธนาคาร(Bank) และไม่ใช่ธนาคาร (Non-Bank)

N of Bank=11, N of non-Bank=59

ตัวแปร	กลุ่ม	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	t-value	P-value
ROE	Bank	10.52%	4.834	1.286	0.207
	Non-Bank	7.90%	11.004		
Tobin's Q	Bank	0.97	0.471	-2.793	0.007**
	Non-Bank	1.69	1.640		
BD	Bank	91.22	9.38	3.700	0.004**
	Non-Bank	70.32	7.25		
TP	Bank	96.54	10.011	9.66	0.000**
	Non-Bank	83.32	14.218		
AC	Bank	98.621	12.957	14.53	0.000**
	Non-Bank	86.21	15.321		

** Significant level at 0.01

จากตารางที่ 2 ตัวแปรผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ผ่านการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่ม Bank และ Non-Bank พบว่า ไม่มีความแตกต่างกัน ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 กล่าวได้ว่ากลุ่ม Bank และ Non-Bank นั้นมีค่าเฉลี่ยของ ROE ที่เท่ากัน ในขณะที่ ผลการทดสอบความแตกต่างระหว่างกลุ่มของตัวแปรอื่นๆ คือ Tobin's Q BD TP และ AC พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กล่าวคือ กลุ่ม Bank และ Non-Bank นั้นมีค่าเฉลี่ยของ Tobin's Q BD TP และ AC ที่ไม่เท่ากัน

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจการเงิน

N=70

	%ROE	Tobin's Q	BD	TP	AC
%ROE	1				
Tobin's Q	0.588**	1			
BD	0.095**	0.177**	1		
TP	0.165**	0.264**	0.427**	1	
AC	0.151**	0.197**	0.444**	0.496**	1

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

จากตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ พบว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 อีกทั้งการทดสอบสมการถดถอยช่วยให้ทราบผลกระทบของตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตาม โดยการศึกษาครั้งนี้จะทำการทดสอบค่า VIF (variance inflation factor: VIF) ไม่เกิน 10 (Field, 2009) เพื่อป้องกันการเกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (multicollinearity) จึงได้ผลการทดสอบดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ความแปรปรวน Analysis of Variance (ANOVA)

Model		Sum of squares	df	Mean Square	F	Sig.
ROE	Regression	4349.71	3	1449.906	32.20	0.000
	Residual	2971.82	66	45.028		
	Total	7321.53	69			
Tobin's Q	Regression	13.287	3	4.429	7.544	0.000
	Residual	38.752	66	0.587		
	Total	52.039	69			

การวิเคราะห์ความแปรปรวนเพื่อทดสอบว่าตัวแปรอิสระในแต่ละสมการสามารถร่วมกันทำนาย (พยากรณ์) ตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยใช้สถิติ F-test ซึ่งจะพิจารณาผลการทดสอบโดยดังนี้

H_0 : ตัวแปรอิสระทุกตัวในสมการไม่สามารถร่วมกันทำนาย (พยากรณ์) ตัวแปรตาม (ROE หรือ Tobin's Q) ได้

H_1 : ตัวแปรอิสระทุกตัวในสมการสามารถร่วมกันทำนาย (พยากรณ์) ตัวแปรตาม (ROE หรือ Tobin's Q) ได้

จากตารางที่ 4 พบว่า ทั้ง สมการ ROE และ Tobin's Q มีค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธ H_0 สามารถกล่าวได้ว่าตัวแปรในสมการสามารถร่วมกันทำนาย (พยากรณ์) ตัวแปร ROE และ Tobin's Q ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 5 ตารางตัวแบบสรุปความสามารถในการทำนายของตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตาม

Model	R	R ²	Adjusted R ²	Std. Error of the Estimate
ROE	0.771	0.594	0.576	6.710
Tobin's Q	0.505	0.255	0.221	7.662

จากตารางที่ 5 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Multiple Correlation: R) ซึ่งเป็นค่าที่แสดงระดับความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของตัวแปรอิสระทั้งหมดในสมการกับตัวแปร ROE และ Tobin's Q เท่ากับ 0.771 และ 0.505 ตามลำดับ อีกทั้งค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับค่าแล้ว (Adjusted of Coefficient of Multiple Determination: R²) เป็นค่าที่แสดงอิทธิพลของตัวแปรอิสระทั้งหมดในสมการที่มีต่อตัวแปรตามสามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดในสมการสามารถอธิบายผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนของผลรวมมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญกับหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม (Tobin's Q) ได้ร้อยละ 57.6 และ ร้อยละ 22.1 ตามลำดับ

ตารางที่ 6 การวิเคราะห์การถดถอยเพื่อทำนายตัวแปรตาม ROE

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์	Std. Error	t	Sig.	VIF
Constant	-11.843	3.966	-2.986	0.004	
BD	3.822	1.018	3.755	0.000	1.197
TP	0.245	0.307	6.592	0.000	1.161
AC	1.248	0.374	3.341	0.001	1.045

จากตารางที่ 6 จะเห็นได้ว่า ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริหาร (BD) ความโปร่งใสตรวจสอบได้ (TP) และ คณะกรรมการตรวจสอบ (AC) สามารถทำนายตัวแปร ROE ได้ทุกตัว เมื่อพิจารณา ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรพยากรณ์(ตัวแปรอิสระ) พบว่า มีค่า Sig < 0.05 และไม่เกิดปัญหา multi collinearity เนื่องจากค่า VIF < 10 จึงสามารถเขียนเป็นสมการพยากรณ์ผลการดำเนินงานทางการเงิน ROE เมื่อนำทุกปัจจัยเข้าสมการได้ดังนี้

$$ROE = -11.843 + 3.822BD + 0.248TP + 1.248AC; R^2 = 57.6 \% \dots\dots\dots(3)$$

ตารางที่ 7 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรที่ส่งผลต่อตัวแปรตาม Tobin's Q

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์	Std. Error	t	Sig.	VIF
Constant	3.575	0.145	24.696	0.000	
BD	0.025	0.009	2.834	0.006	1.004
TP	0.013	0.004	3.261	0.002	1.005
AC	-0.072	0.042	-1.730	0.088	1.002

จากตารางที่ 7 จะเห็นได้ว่า ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริหาร (BD) และ ความโปร่งใสตรวจสอบได้ (TP) สามารถทำนายตัวแปร Tobin's Q ได้ พบว่า มีค่า Sig < 0.05 ในขณะที่ตัวแปร คณะกรรมการตรวจสอบ (AC) ไม่สามารถพยากรณ์ผลการดำเนินงานทางการเงิน Tobin's Q ได้ Sig>0.05 และไม่เกิดปัญหา multicollinearity เนื่องจากค่า VIF < 10 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรพยากรณ์(ตัวแปรอิสระ) สามารถเขียนเป็นสมการพยากรณ์ผลการดำเนินงานทางการเงิน Tobin's Q เมื่อนำทุกปัจจัยเข้าสมการในรูปแบบแนบได้ดังนี้

$$Tobin's Q = 3.575 + 0.025BD + 0.013TP - 0.072AC; R^2 = 22.1 \% \dots\dots\dots(4)$$

ผลการศึกษาทั้งสองสมการนี้ (3) และ (4) พบผลกระทบเชิงบวกต่อ ROE และ Tobin's Q ของตัวแปร ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริหาร (BD) ความโปร่งใสตรวจสอบได้ (TP) และ คณะกรรมการตรวจสอบ (AC) สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Moore (2015) ที่พบว่าความรับผิดชอบของผู้บริหารในบริษัทภิบาลเป็นส่วนช่วยให้เกิดประสิทธิภาพในการดำเนินงานทางการเงิน อาทิ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มูลค่าทางการตลาด อีกทั้งกิจการที่มีความโปร่งใส เปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้องแก่สาธารณะชนอย่างตรงไปตรงมานั้น พบว่ามีผลการดำเนินงานทางการเงินที่มีค่าเป็นบวกเช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Aczel, Szollosi and Bago (2017)

อย่างไรก็ตามพบผลกระทบเชิงลบของตัวแปรคณะกรรมการตรวจสอบซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Kamarudin, Wan Ismail and Samsuddin (2012) ที่ศึกษาเกี่ยวกับบทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบในการขับเคลื่อนการกำกับดูแลกิจการต่อรายได้ในอุตสาหกรรมการผลิต ในขณะเดียวกัน Alderman, Kennedy and Jollineau (2019) ได้ทำการศึกษาความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบสามารถเพิ่มผลการดำเนินงานได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่ในการศึกษาครั้งนี้ผลกระทบเชิงลบจากคณะกรรมการตรวจสอบต่อผลการดำเนินงานของกิจการนั้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้ต้องการศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยภายใต้นโยบายการตรวจติดตามโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) และวิเคราะห์ผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งทำการวัดผลโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ อัตราส่วนของผลรวมมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญกับหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม (Tobin's Q) เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มธุรกิจการเงินทั้งสิ้น 70 บริษัทแบ่งเป็นธนาคารจำนวน 11 บริษัท และไม่ใช่นักการ 59 บริษัท เก็บข้อมูลในช่วง 2557-2561 ตัวแปรการกำกับดูแลที่แตกต่างกันอาทิ ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริหาร ความโปร่งใสตรวจสอบได้ และ คณะกรรมการตรวจสอบ ถูกนำมาใช้พยากรณ์ตัวแปรผลการดำเนินงานทางการเงินทั้ง อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ อัตราส่วนของผลรวมมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญกับหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม (Tobin's Q) ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ โดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่าคณะกรรมการตรวจสอบ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดผลโดยใช้อัตราส่วนของผลรวมมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญกับหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม (Tobin's Q) อันเนื่องมาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดแนวทางปฏิบัติที่ดีของคณะกรรมการตรวจสอบ ตั้งแต่ 23 มิถุนายน 2543 ข้อที่ 1 คือ คณะกรรมการตรวจสอบจะเป็นผู้ถือหุ้นในกิจการไม่เกินร้อยละ 5 ซึ่งถือเป็นสัดส่วนที่น้อยมากทำให้ผู้วิจัยจึงเสนอข้อเสนอดังต่อไปนี้ 1) ในมุมมองของนักลงทุน กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ย่อมสามารถสะท้อนได้ตามตัวเลขผลการดำเนินงานทางการเงิน กล่าวคือจะมีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนของผลรวมมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญกับหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม (Tobin's Q) ที่สูง หากนักลงทุนต้องการลงทุนในบริษัทที่มีธรรมาภิบาลควรเลือกบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ อัตราส่วนของผลรวมมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญกับหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม (Tobin's Q) ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอุตสาหกรรมเดียวกัน 2) ในมุมมองของผู้บริหาร หากกิจการมีอัตราส่วนของผลการดำเนินงานทางการเงิน กล่าวคือ ROE และ Tobin's Q ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอุตสาหกรรม ย่อมแสดงให้เห็นถึงสัญญาณปัญหาที่เกิดขึ้นในกิจการ ผู้บริหารต้องกลับมาสืบค้นต้นตอสาเหตุของปัญหาที่เกิดจากความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริหาร หรือ ความโปร่งใสตรวจสอบได้ หรือ คณะกรรมการตรวจสอบ ที่ปรากฏตามค่าสมการถดถอยเชิงพหุ

บรรณานุกรม

- ณิชนันท์ จันทระเขตต์. (2554). *การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100* (การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี). กรุงเทพฯ: บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- ปริญ เตชะมวลิวิทย์. (2561). *ทำไมต้องประเมิน CG Watch*. กรุงเทพฯ: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.).
- ฝ่ายพัฒนาธรรมาภิบาลเพื่อตลาดทุน. (2555). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 : The Principles of Good Corporate Governance for Listed Companies 2012*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2562). *ภาพรวมของการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. สืบค้น 6 สิงหาคม 2562, จาก www.set.or.th.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 : Corporate Governance Code for listed companies 2017*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- อรพรรณ เลิศรุจิวิช. (2559). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (การค้นคว้าอิสระหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Alderman, J. R., & Kennedy Jollineau, S. J. (2019). Can audit committee financial expertise increase external auditors' litigation risk? The moderating effect of audit committee independence. *SSRN Electronic Journal*, 93(6), 1–28. doi:10.2139/ssrn.3380099
- Aczel, B., Szollosi, A., & Bago, B. (2017). The effect of transparency on framing effects in within-subject designs. *Journal of Behavioral Decision Making*, 31(1), 25–39. doi:10.1002/bdm.2036
- Abdallah, A.A.N., Ismail, A. K. (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *J. Int. Financ. Mark. Inst. Money*, 46(3), 98-115. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.08.004>.
- Al-ahdal Waleed M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H. S. (2020). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in International Business and Finance*, 51, 101083. doi:10.1016/j.ribaf.2019.101083
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M., (2011). Corporate governance and firm value: international evidence. *J. Empir. Finance*, 18(1), 36-55. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>.
- Balasuramanian, B., Black, B., & Khanna, V. (2010). The relation between firm-level corporate governance and market value: A study of India. *Law & Economics Working Papers*, 10(1/4), 1-28 . University of Michigan Law School Scholarship Repository.
- Baxter, P. (2014). Corporate governance ratings and financial performance: evidence from Australia. *International Journal of Corporate Governance*, 5(3/4), 178. doi:10.1504/ijcg.2014.064723
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *J. Acco. Public Policy*, 25(4), 409–434. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005>.
- Bozina Beros, M. (2017). Some reflections on the governance and accountability of the single resolution board. *SSRN Electronic Journal*, 3(1), 1-17. doi:10.2139/ssrn.2940198

- Ciftci, I., Tatoglu, E., Demirbag, M., & Zaim, S., (2019). Corporate governance and firm performance in emerging markets : evidence from Turkey. *Int. Business Review*, 28(1), 90–103.
- Dow, S., & McGuire, J. (2016). Family matters?: A cross-national analysis of the performance implications of family ownership. *Corporate Governance: An International Review*, 24(6), 584–598. doi:10.1111/corg.12155
- Fairhurst, D. D., & Nam, Y. (2019). Corporate governance and financial peer effects. *Financial Management*, 2(2), 797-818. doi:10.1111/fima.12240
- Gupta, A., Priya, B., Williams, J., Sharma, M., Gupta, R., Jha, D. K., Ebrahim, & S. Dhillon, P. K. (2015). Intra-household evaluations of alcohol abuse in men with depression and suicide in women: A cross sectional community-based study in Chennai, India. *BMC Public Health*, 15(1), 636. DOI: <https://doi.org/10.1186/s12889-015-1864-5>
- Kamarudin, K. A., Wan Ismail, W. A., & Samsuddin, M. E. (2012). The role of the audit committee in moderating the negative effect of non-audit services on earnings quality. *SSRN Electronic Journal*, 15(1), 432. doi:10.2139/ssrn.2051258
- Kumar, P., & Zattoni, A. (2016). Family business, corporate governance, and firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 24(6), 550–551. doi:10.1111/corg.12186
- Kumar, P., & Zattoni, A. (2015). Ownership structure, corporate governance and firm performance. *Corporate Governance: An international review*, 23(6), 469–471. doi:10.1111/corg.12146
- Moore, M. T. (2015). The (Neglected) value of board accountability in corporate governance. *SSRN Electronic Journal*, 9(1), 10-18. doi:10.2139/ssrn.2566335
- Roy, A. (2017). Corporate governance compliance, governance structures, and firm performance. *SSRN Electronic Journal*, 21(1), 31-50. doi:10.2139/ssrn.2988073
- Sami, H., Wang, J., & Zhou, H., (2011). Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms. *J. Int. Account., Audit. Taxat*, 20(2), 106–114. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2011.06.005>.
- Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 15(5), 641–662. doi:10.1108/cg-11-2014-0140
- Shao, C., Ciampaglia, G. L., Varol, O. (2018). The spread of low-credibility content by social bots. *Nat Commun*, 9, 4787. doi:10.1038/s41467-018-06930-7
- Thrikawala, S., Locke, S., & Reddy, K. (2013). Corporate governance – performance relationship in Microfinance Institutions (MFIs). *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(1). doi:10.5296/ajfa.v5i1.3119