



ความสัมพันธ์ระหว่างการค้ากับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้อง
กับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวอรพรรณ เลิศรุจิวิช

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างการทำกับดักแมลงที่ตี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับ
กับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวอรพรรณ เลิศรุจิวิช



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

THE RELATIONSHIP OF CORPORATE GOVERNANCE,
ANTI-CORRUPTION, AND VALUE OF CORPORATIONS LISTED ON
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS ORAPAN LERTRUJIWANICH



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF
MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2016
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวอรพรรณ เลิศรุจิวิช

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน
และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

เมื่อ วันที่ 6 พฤษภาคม 2560

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร. นภดล ร่มโพธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร. มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

คณบดี


(รองศาสตราจารย์ ดร. พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวอรพรรณ เลิศรุจิวิช
ชื่อปริญญา	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร. มนวิภา ผดุงสิทธิ์
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล อยู่ในกลุ่ม ESG100 จึงมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ จำนวน 100 บริษัท ซึ่งได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการ การประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น ในปี พ.ศ. 2558 โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์กับตัวแปรตามที่สะท้อนถึงมูลค่ากิจการของบริษัท ได้แก่ มูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE และมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q

ผลของการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยวัดจากผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ และผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทยมีความสัมพันธ์เชิงบวก ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE อย่างมีนัยสำคัญ เมื่อพิจารณามูลค่ากิจการของบริษัทในมุมมองทางการตลาดจะพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยวัดจากผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น และผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมกับตัวแปรตามที่แตกต่างกัน นั่นคือ โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการที่ดี, การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน, มูลค่ากิจการ, กลุ่มหลักทรัพย์ ESG100



Independent Study Title	THE RELATIONSHIP OF CORPORATE GOVERNANCE, ANTI-CORRUPTION, AND VALUE OF CORPORATIONS LISTED ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Miss Orapan Lertrujiwanich
Degree	Master of Business Administration
Major Field/Faculty/University	Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Monvika Phadoongsitthi, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

The relationship of corporate governance, anti-corruption, and value of corporations listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) was studied. 100 samples were drawn from winners of the ESG100 award (Environmental, Social and Governance) from the Thaipat Institute, a public-interest organization established in 1999 that aims to promote corporate sustainability and responsibility in the private sector. These top publicly listed companies in environmental, social and governance performance provided data in corporate governance reports, anti-corruption progress indicator evaluations, and qualitative assessments from annual general meetings in 2015. Multiple regression analysis was applied. To test relationships with variables reflecting firm book value measured by return on equity (ROE), and market value according to Tobin's Q ratio.

Results were that good corporate governance for Thai listed companies was positively correlated, as measured by corporate governance reports, proportion of independent directors, and anti-corruption progress indicator involvement. (CGR, PID, and ACPII) The size of the board of directors has a negative relationship with firm book value, measured significantly by ROE. From a marketing perspective, good

corporate governance, as measured by CGR, PID, and ACPII has a significant positive correlation with market value according to Tobin's Q ratio. Comparing control and different variables, capital structure was positively correlated with firm book value as measured by ROE, and company size has a significant positive correlation with firm market value, according to Tobin's Q ratio.

Keywords: Corporate Governance, Anti-Corruption, Firm Value, ESG100 award



กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระนี้ประสบความสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความกรุณาและความช่วยเหลืออย่างดียิ่งจากรองศาสตราจารย์ ดร. มนวิภา ผดุงสิทธิ์ ที่กรุณาเสียสละเวลามาเป็นกรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ ซึ่งกรุณาให้คำปรึกษาและแนะนำแนวทางการตรวจทาน แก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ทั้งในภาพรวมและรายละเอียด ตลอดจนการจัดทำการค้นคว้าอิสระของผู้วิจัย รวมถึงรองศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์ ที่ได้ให้เกียรติมาเป็นประธานกรรมการสอบค้นคว้าอิสระ โดยได้ให้คำแนะนำและข้อเสนอแนะเพิ่มเติมที่เป็นประโยชน์ ส่งผลให้การค้นคว้าอิสระฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น ผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่านที่ได้ให้ความรู้ตลอดการศึกษาที่โครงการปริญญาโททางบริหารธุรกิจ ซึ่งผู้วิจัยได้นำมาใช้ในการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ ขอคุณเจ้าหน้าที่โครงการทุกท่านที่ให้ความช่วยเหลือในทุก ๆ ด้าน ขอคุณผู้อ่านทุกท่านที่สนใจสุดท้ายนี้ขอขอบคุณครอบครัว รุ่นพี่ รุ่นน้อง เพื่อน ๆ ในโครงการปริญญาโททางบริหารธุรกิจทุกท่าน ตลอดจนผู้บังคับบัญชา และเพื่อนร่วมงานที่บริษัท ที่คอยให้กำลังใจและให้การสนับสนุนเป็นอย่างดี

หากผลการศึกษานี้มีข้อบกพร่องประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับไว้เพื่อปรับปรุง แก้ไขในการศึกษาครั้งต่อไป

นางสาวอรพรรณ เลิศรุจิวิช

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญตาราง	(11)
สารบัญภาพ	(12)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ปัญหาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	4
1.3 ขอบเขตของงานวิจัย	4
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
1.5 นิยามศัพท์	6
1.5.1 การกำกับดูแลกิจการที่ดี	6
1.5.2 การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน	6
1.5.3 กลุ่มหลักทรัพย์ ESG100	6
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ	7
2.1.1 หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2555	9
2.1.2 สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย	9

2.1.3 การประเมินการกำกับดูแลกิจการ	10
2.1.3.1 ความเป็นมาของโครงการ	10
2.1.3.2 วัตถุประสงค์ของโครงการ	11
2.1.3.3 บริษัทที่ทำการสำรวจ	11
2.1.3.4 หลักเกณฑ์ในการพิจารณา	12
2.1.3.5 คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี	13
2.1.4 แผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน	13
2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน	14
2.2.1 สถาบันไทยพัฒนา	15
2.2.2 ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน	17
2.3 แนวคิดเกี่ยวกับคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น	18
2.3.1 สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย	18
2.3.2 โครงการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี	18
2.3.2.1 ความเป็นมาของโครงการ	18
2.3.2.2 วัตถุประสงค์ของโครงการ	19
2.3.2.3 คะแนนการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี	20
2.4 แนวคิดเกี่ยวกับการวัดมูลค่าของกิจการ	20
2.4.1 มูลค่ากิจการของบริษัทจากผลการดำเนินงานทางบัญชี	21
2.4.2 มูลค่ากิจการของบริษัทจากผลการดำเนินงานทางตลาด	21
2.5 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	22
2.5.1 คะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัท	23
2.5.2 ขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการของบริษัท	24
2.5.3 สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับมูลค่ากิจการของบริษัท	25
2.5.4 การควบรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการกับมูลค่ากิจการของบริษัท	27
2.5.5 คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการของบริษัท	28
2.5.6 ตัวแปรควบคุม	29
2.5.6.1 ขนาดของบริษัทกับมูลค่ากิจการของบริษัท	29

2.5.6.2	โครงสร้างเงินทุนกับมูลค่ากิจการของบริษัท	30
2.6	กรอบแนวคิดของงานวิจัย	31
บทที่ 3	วิธีการวิจัย	32
3.1	ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	32
3.1.1	ประชากร	32
3.1.2	กลุ่มตัวอย่าง	33
3.2	วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล	33
3.3	ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย	34
3.3.1	ตัวแปรต้น หรือตัวแปรอิสระ (Independent Variables)	34
3.3.1.1	ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัท จดทะเบียนไทย (CGR)	34
3.3.1.2	ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD)	35
3.3.1.3	สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND)	35
3.3.1.4	การควรวรมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการ (DUAL)	35
3.3.1.5	คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM)	35
3.3.1.6	ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับ คอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI)	35
3.3.2	ตัวแปรตาม (Dependent Variables)	36
3.3.2.1	อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	36
3.3.2.2	Tobin's Q Ratio	36
3.3.3	ตัวแปรควบคุม (Control Variables)	36
3.3.3.1	ขนาดของบริษัท (SIZE)	37
3.3.3.2	โครงสร้างเงินทุน (D/E RATIO)	37
3.4	สมมติฐานของงานวิจัย	37
3.4.1	ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการ	37
3.4.2	ขนาดของคณะกรรมการบริษัท	37

3.4.3 สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ	37
3.4.4 การควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ	38
3.4.5 คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น	38
3.4.6 ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน	38
3.5 การวิเคราะห์ข้อมูลและการทดสอบสมมติฐาน	39
3.5.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	39
3.5.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)	39
3.5.2.1 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression)	39
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	40
4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	40
4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)	48
4.2.1 แบบจำลองที่ 1 : ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการทางบัญชี ของบริษัท (ROE)	48
4.2.2 แบบจำลองที่ 2 : ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการทางตลาด ของบริษัท (Tobin's Q)	56
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	64
5.1 สรุปผลการวิจัย	64
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	66
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	66
รายการอ้างอิง	68

(10)

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก รายชื่อบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง

75

ประวัติผู้เขียน

79



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 จำนวนบริษัทจดทะเบียนที่ทำการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ ระหว่างปี พ.ศ. 2544 - พ.ศ. 2558	12
2.2 ช่วงคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี	13
2.3 ช่วงคะแนนการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี	20
4.1 ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR)	40
4.2 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD)	41
4.3 สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND)	42
4.4 การควรวรมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL)	42
4.5 คะแนนการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี (AGM)	43
4.6 คะแนนการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน (ANTI)	44
4.7 ข้อมูลทางการเงินที่สำคัญของกลุ่มตัวอย่าง	45
4.8 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง (ROE)	46
4.9 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง (Tobin's Q)	47
4.10 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนร่วม เกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน ที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)	48
4.11 ผลของระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (ROE) และตัวแปรต้นทุกตัวโดยใช้สถิติ F	49
4.12 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (ROE) กับตัวแปรอิสระ	50
4.13 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนร่วม เกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน ที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)	56
4.14 ผลของระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (Tobin's Q) และตัวแปรต้นทุกตัวโดย ใช้สถิติ F	57
4.15 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (ROE) กับตัวแปรอิสระ	58
4.16 สรุปผลการวิจัยเปรียบเทียบกับสมมติฐาน	63

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 กรอบที่ใช้ในการประเมิน Anti - corruption	16
2.2 กรอบแนวคิดของงานวิจัย	31



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ปัญหาและความสำคัญของปัญหา

บริษัทมหาชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถระดมเงินทุนจากประชาชนทั่วไปได้โดยตรง เพื่อนำไปเป็นเงินทุนหมุนเวียนหรือขยายธุรกิจของบริษัท อย่างไรก็ตามประชาชนจำนวนมากที่เป็นผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้าร่วมบริหารจัดการบริษัทได้อย่างใกล้ชิด จึงต้องแต่งตั้งบุคคลที่ไว้วางใจให้เป็นกรรมการเพื่อเข้าไปควบคุมดูแลผู้บริหารของบริษัทอีกทอดหนึ่ง ซึ่งอาจส่งผลให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) คือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ถือหุ้นส่วนน้อย รวมทั้งการที่ผู้บริหารมีอำนาจและสามารถควบคุมการดำเนินงานของบริษัท จึงมีโอกาสเลือกรูปแบบการบริหารงานเพื่อให้เกิดผลประโยชน์ต่อตนเองและครอบครัวเป็นหลัก มากกว่ารักษาผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้นได้อย่างเหมาะสม ทำให้มูลค่ากิจการและผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นลดลง

ภายหลังวิกฤตการณ์ภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยในปี พ.ศ. 2540 หรือที่รู้จักในชื่อวิกฤตการณ์ต้มยำกุ้ง ที่ประเทศไทยต้องประสบปัญหาทางการเงินอย่างรุนแรง ส่งผลกระทบต่อธุรกิจในวงกว้าง ทำให้บริษัทหลายแห่งต้องปิดตัวลง เกิดปัญหาการว่างงาน รวมทั้งเกิดหนี้สาธารณะขึ้นจำนวนมาก โดยสาเหตุหนึ่งมาจากกลไกการบริหารงานที่ผิดพลาด ขาดจริยธรรมและการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างต่อเนื่อง หน่วยงานทั้งภาครัฐและเอกชนจึงหันมาให้ความสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการและมีพัฒนาการมาโดยตลอด ด้วยมีความหวังว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่ายได้รับการปฏิบัติอย่างเป็นธรรม สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นำแนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้ในการควบคุมและตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหาร เพื่อให้ผู้บริหารปฏิบัติหน้าที่เพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่ ดำเนินงานตามนโยบายที่กำหนดด้วยความซื่อสัตย์สุจริต ระมัดระวัง และมีรูปแบบการบริหารงานเป็นที่ยอมรับ และมีมาตรฐานสากล ทั้งในเรื่องของกลยุทธ์และการจัดการ ไม่ใช่ตำแหน่งฉวยโอกาสจากบริษัท เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนและลดความเสี่ยงที่เกิดจากการแสวงหาผลประโยชน์ของผู้บริหารอีกด้วย

เริ่มจากปี พ.ศ. 2541 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการออกข้อบังคับให้บริษัทจดทะเบียนต้องจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบภายในปี พ.ศ. 2542 และได้จัดทำข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน เพื่อเป็นแนวทางสำหรับการปฏิบัติงานของกรรมการ ต่อมาในปี พ.ศ. 2544 คณะอนุกรรมการเพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance Committee) ที่ประกอบด้วยผู้แทนจากองค์กรวิชาชีพต่าง ๆ ได้เผยแพร่รายงานการกำกับดูแลกิจการเพื่อให้องค์กรในตลาดทุนที่จะพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการนำไปใช้เป็นแนวทางในการปฏิบัติตาม

เมื่อปี พ.ศ. 2545 รัฐบาลได้ประกาศให้เป็นปีที่รณรงค์เรื่องบรรษัทภิบาลอย่างแท้จริง และได้จัดตั้ง “คณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติ” ขึ้น โดยมีนายกรัฐมนตรีเป็นประธาน พร้อมด้วยผู้แทนจากหน่วยงานทั้งภาครัฐและเอกชน ร่วมเป็นกรรมการเพื่อขับเคลื่อนเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เห็นเป็นรูปธรรมมากขึ้น และในปีเดียวกันนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดตั้งศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Center) ขึ้น เพื่อทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการส่งเสริม ให้คำปรึกษา และแลกเปลี่ยนความคิดเห็นเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการให้แก่กรรมการและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน เพื่อเสริมสร้างความรู้ความเข้าใจ ตลอดจนผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีไปประยุกต์ใช้และปฏิบัติอย่างจริงจัง

นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) โดยการสนับสนุนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ได้ทำการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนอย่างต่อเนื่อง โดยผลสำรวจแนวปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในภาพรวมได้รับการนำเสนอไว้ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ซึ่งเผยแพร่ให้บริษัทจดทะเบียน รวมทั้งผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุนได้ทราบโดยทั่วไป รายงานนี้ก่อให้เกิดการพัฒนาสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่สามารถนำผลไปใช้พิจารณาการกำกับดูแลกิจการและบางบริษัทได้กำหนดให้ผลคะแนนของเป็น KPI ของบริษัท สำหรับนักลงทุนและนักวิเคราะห์ สามารถนำผลการประเมินไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียน และสำหรับหน่วยงานกำกับ สามารถนำผลการประเมินนี้ไปพัฒนากฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการต่อไป IOD ได้พัฒนาระดับหลักเกณฑ์การสำรวจตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการให้เป็นสากลอย่างต่อเนื่อง โดยหลักเกณฑ์การสำรวจของโครงการตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 ได้มีการพัฒนาให้มีความสอดคล้องกับมาตรฐานของ ASEAN CG Scorecard เพื่อช่วยส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนไทยสามารถปฏิบัติตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการในระดับสากลได้มากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ในปัจจุบัน ปัญหาการคอร์รัปชันส่งผลร้ายและเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาสังคมและเศรษฐกิจ สร้างความไม่เป็นธรรมทางธุรกิจ ส่งผลเสียต่อชื่อเสียงของบริษัททางด้านจริยธรรมทางธุรกิจ ความสามารถในการแข่งขัน และทำให้บริษัทไม่เป็นที่ยอมรับได้ รวมทั้งลดความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย ประเทศไทยจึงจัดตั้งหน่วยงานที่ทำหน้าที่ป้องกันและปราบปรามการทุจริตหลายองค์กร เช่น สำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตแห่งชาติ (ป.ป.ช.) สำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการฟอกเงิน (ป.ป.ง.) เป็นต้น ความร่วมมือระหว่างภาคเอกชนยังถือเป็นส่วนสำคัญเพื่อแก้ปัญหาทุจริตคอร์รัปชัน เช่น โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (Thailand's Private Sector Collective Action Coalition : CAC) เริ่มก่อตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2553 โดยได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล สำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตแห่งชาติ (ป.ป.ช.) และความร่วมมือของ 8 องค์กรชั้นนำ อันได้แก่ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย หอการค้าไทย หอการค้านานาชาติ สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย สมาคมธนาคารไทย สภาธุรกิจตลาดทุนไทย สภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย และสภาอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย โดยมีสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ทำหน้าที่เป็นเลขานุการและองค์กรสนับสนุนดำเนินโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) มีบทบาทในการขับเคลื่อนโครงการโดยให้ความรู้ความเข้าใจแก่กรรมการในเรื่องคอร์รัปชัน อาทิ รูปแบบของคอร์รัปชัน ผลเสียเสียหายจากคอร์รัปชัน กฎหมายต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง การป้องกันและแก้ไขปัญหา เป็นต้น ผ่านการจัดสัมมนา การจัดหลักสูตรอบรมสำหรับผู้บริหาร การประชุมระดับชาติ และการบรรยายให้ความรู้แก่สมาคมและองค์กรต่าง ๆ ซึ่งมีจำนวนบริษัทที่มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (Collective Action Coalition : CAC) และอยู่ระหว่างเตรียมตัวเพื่อเข้าสู่กระบวนการขอรับรองให้เป็นสมาชิกแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (Collective Action Coalition : CAC) เพิ่มมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ในปี พ.ศ. 2557 - 2558 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน กลต.) ให้การสนับสนุนโครงการของสถาบันไทยพัฒนา ในการจัดทำตัวชี้วัดความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicator) ของบริษัทจดทะเบียนและผู้ประกอบธุรกิจด้วย ตามแผนพัฒนาความยั่งยืน ที่เน้นให้บริษัทมีแนวปฏิบัติที่ดี ดำเนินธุรกิจด้วยความรับผิดชอบต่อสังคมและมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมทั้งมีแนวปฏิบัติเพื่อต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชันอย่างจริงจัง สามารถนำไปปฏิบัติได้ทั่วทั้งองค์กร ครอบคลุมถึงคู่ค้าทางธุรกิจ ที่ปรึกษาตัวกลาง หรือตัวแทนในการดำเนินธุรกิจของตนเองไม่ให้มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตในทุกรูปแบบ เพื่อเป็นต้นแบบให้ภาคธุรกิจที่เกี่ยวข้องได้ปฏิบัติตามต่อไป

จากความเป็นมาข้างต้น ทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากในปัจจุบันความต้องการของผู้ลงทุนที่มีต่อข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน ไม่ได้จำกัดอยู่เพียงข้อมูลทางการเงิน ซึ่งเป็นการสะท้อนถึงผลประกอบการในอดีต ผู้ลงทุนได้ให้ความสำคัญของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเลขทางการเงินเพิ่มมากขึ้นเรื่อย ๆ ทั้งประเด็นด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การกำกับดูแลกิจการ การต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน จรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ และผลการดำเนินงานของบริษัทผ่านรายงานทางการเงิน ซึ่งมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัท ซึ่งส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน เพื่อสร้างผลตอบแทนทางการเงินที่น่าพอใจในระยะยาว และพัฒนาสังคมส่วนรวมให้เติบโตได้อย่างยั่งยืน

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาดังนี้

1.2.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2.2 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ขอบเขตของงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยจะทำการศึกษาวิจัยจากการประมวลผลข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในอดีต (Empirical Archival Research) โดยมีกลุ่มประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในปี พ.ศ. 2558 และมีเงื่อนไขดังต่อไปนี้

1.3.1 ได้รับผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) โดยจะทำการศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีคะแนนอยู่ในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” เท่านั้น เนื่องจากทางสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้เปิดเผยเฉพาะรายชื่อของบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในช่วงดังกล่าว

1.3.2 ได้รับผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (Anti-corruption Progress Indicator) จากสถาบันไทยพัฒนา

งานวิจัยฉบับนี้ เก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูล ดังต่อไปนี้

(1) รายงานทางการเงิน รายงานประจำปี และแบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลจาก DATASTREAM SETSMART (www.setsmart.or.th) เว็บไซต์ของบริษัท และเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th) โดยใช้ข้อมูลของปี พ.ศ. 2558

(2) ข้อมูลผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) จากเว็บไซต์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (www.thai-iod.com) และข้อมูลผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันจากเว็บไซต์ของสถาบันไทยพัฒนา (www.thaicr.com) และเว็บไซต์ www.cgthailand.org โดยใช้ข้อมูลของปี พ.ศ. 2558

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลของงานวิจัยในครั้งนี้จะเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ในแก้ไขปัญา ปรับปรุง และพัฒนาการดำเนินธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เติบโตอย่างยั่งยืน โดยมุ่งเน้นการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ มีดังต่อไปนี้

1.4.1 เพื่อให้ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เห็นความสำคัญของหลักธรรมาภิบาลในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส ตรวจสอบได้ เปิดเผยข้อมูลอย่างมีคุณภาพและเป็นที่ยอมรับในระดับสากล ซึ่งจะทำให้มีโอกาสที่จะได้รับเงินลงทุนเพื่อสร้างความแข็งแกร่งทางการเงินและการเติบโตของธุรกิจจากผู้ลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนประเภทสถาบัน ที่ใช้ปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบการตัดสินใจลงทุน

1.4.2 เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน ในการนำข้อมูลเบื้องต้นไปประกอบการพิจารณา ลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบ ไม่ใช่เพื่อผลกำไรอย่างเดียว แต่พิจารณาถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดี การต่อต้านการคอร์รัปชัน คำนึงถึงผลกระทบต่อสังคม สิ่งแวดล้อม และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอย่างครบถ้วน ซึ่งมีผลต่อความเชื่อมั่นในการลงทุนและผลประกอบการในระยะยาวของบริษัท

1.4.3 เพื่อเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแล ในการนำข้อมูลไปพัฒนามาตรการในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนให้ได้มาตรฐาน เป็นที่ยอมรับ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และมีมาตรการในการสนับสนุนให้ผู้ลงทุนใช้ข้อมูลเชิงคุณภาพที่ไม่ใช่

ตัวเลขทางการเงินประกอบการตัดสินใจลงทุน เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนในบริษัทที่ขาด
ธรรมาภิบาล ขาดจริยธรรม ขาดความรับผิดชอบต่อสังคม และสร้างผลกระทบเสียหายต่อสิ่งแวดล้อม

1.4.4 เพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจทั่วไป ในการนำฐานข้อมูลไปต่อยอดการทำวิจัยที่
เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน หรือปัจจัยอื่น ๆ ที่
มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัท หรือผลการดำเนินงานของบริษัทต่อไป

1.5 นิยามศัพท์

งานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยได้กำหนดความหมายและขอบเขตของคำศัพท์ไว้ เพื่อให้เกิดความ
เข้าใจไปในทิศทางเดียวกัน ดังต่อไปนี้

1.5.1 การกำกับดูแลกิจการที่ดี ตามความหมายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
(2549) หมายถึง ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ
ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่ม
มูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น

1.5.2 การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน ตามความหมายของสำนักงาน
คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2557) หมายถึง การส่งเสริมให้บริษัทจด
ทะเบียนและผู้ประกอบธุรกิจเข้าร่วมกระบวนการรับรองเป็นสมาชิกแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชน
ไทยในการต่อต้านการทุจริต (Thailand's Private Sector Collective Action Coalition: CAC) จึง
ให้การสนับสนุนโครงการของสถาบันไทยพัฒนา ในการจัดทำตัวชี้วัดความคืบหน้าในเรื่องการป้องกัน
การมีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicator) ของบริษัทจดทะเบียน
และผู้ประกอบธุรกิจด้วย ตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน (Sustainability
Development Roadmap) ระยะเวลา 5 ปี (พ.ศ. 2557 - พ.ศ. 2561)

1.5.3 กลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 ตามความหมายของสถาบันไทยพัฒนา (2557) หมายถึง
กลุ่มหลักทรัพย์จดทะเบียนที่มีความโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environment
Social and Governance: ESG) ซึ่งจัดอันดับครั้งแรกในปี พ.ศ. 2558 ด้วยการคัดเลือกบริษัทจดทะเบียน
จำนวน 100 บริษัท นับเป็นการจัดอันดับหลักทรัพย์ด้านการพัฒนาความยั่งยืนของธุรกิจเป็น
ครั้งแรกในประเทศไทย โดยหน่วยงาน ESG Rating สถาบันไทยพัฒนา สำหรับรับรองรับความ ต้องการ
ของผู้ลงทุนที่ให้นำหน้าการลงทุนในบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม และสิ่งแวดล้อม และเพื่อตอบ
โจทย์การลงทุนที่ยั่งยืน (Sustainable Investment)

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

สำหรับงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาค้นคว้าข้อมูล บทความทางวิชาการ เอกสาร สื่อต่าง ๆ รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างการทำกักตุนแล็กกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อนำมาใช้เป็นข้อมูลสำหรับการกำหนดสมมติฐานงานวิจัยในบทถัดไป ดังนั้นเพื่อเป็นแนวทางในการศึกษา ผู้วิจัยจึงกำหนดการทบทวนวรรณกรรมตามหัวข้อ ดังต่อไปนี้

- 2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกักตุนแล็กกิจการ
- 2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน
- 2.3 แนวคิดเกี่ยวกับคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น
- 2.4 แนวคิดเกี่ยวกับการวัดมูลค่าของกิจการ
- 2.5 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.6 กรอบแนวคิดของงานวิจัย

2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกักตุนแล็กกิจการ

ปัจจุบันการกักตุนแล็กกิจการได้รับความสนใจอย่างมากจากสาธารณชน หน่วยงานกำกับดูแล ผู้บริหารขององค์กรธุรกิจ และเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง อีกทั้งยังได้รับการยอมรับว่ามีบทบาทสำคัญต่อความสำเร็จที่เพิ่มขึ้นของการดำเนินงานของกิจการอย่างยั่งยืน ซึ่งการกักตุนแล็กกิจการที่ดี (Good Corporate Governance) หรือชื่อเรียกอื่นที่อาจได้ยินในบริบทต่าง ๆ เช่น ธรรมภิบาล หรือ บรรษัทภิบาล หรือ CG นั้น เป็นนิยามจากการวิเคราะห์ที่ใช้แนวความคิดด้านการบริหารการเงิน ว่าเป็นกระบวนการแห่งการกำกับดูแลและการควบคุม ซึ่งอาจเกิดขึ้นจากกระบวนการภายในหรือเป็นแรงผลักดันมาจากภายนอกบริษัท เพื่อรับประกันความสัมพันธ์ของผู้บริหารที่มีต่อผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของกิจการว่าจะเป็นไปได้เพื่อประโยชน์สูงสุดแก่เจ้าของกิจการ สอดคล้องกับวิธีบริหารธุรกิจที่มีการนำไปปฏิบัติจริงในธุรกิจส่วนใหญ่ที่มุ่งเน้นประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก ทั้งนี้ ประโยชน์ที่จะตกแก่ผู้ถือหุ้นจากการกักตุนแล็กกิจการที่ดีสามารถชี้วัดได้อย่างเป็นรูปธรรมโดยใช้มูลค่าทางการเงินของบริษัทซึ่งเป็นส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นการกักตุนแล็กกิจการที่ดี จึงสามารถพิจารณาได้ว่าเป็นกิจกรรมหนึ่งซึ่งส่งเสริมการสร้างมูลค่าให้กิจการให้มีระดับสูงขึ้นได้จริงและเป็นที่ยอมรับของผู้นมีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย จึงสมควรได้รับการสนับสนุนให้เกิดขึ้น เพื่อทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพและเกิดประสิทธิผล ในการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยแสดงให้เห็นถึงการมีระบบบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย หลักการที่ดีในการกำกับดูแลกิจการมีความสอดคล้องกับปรัชญาของเศรษฐกิจพอเพียงที่พระบาทสมเด็จพระปรมินทรมหาภูมิพลอดุลยเดชทรงมีพระราชดำรัสชี้แนะเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน ซึ่งได้ถูกนำมาประยุกต์ใช้ในเวลาต่อมา โดยเป็นการดำเนินธุรกิจตามทางสายกลาง ภายใต้อหุหลักความพอประมาณ ความระมัดระวัง มีเหตุผล และการบริหารความเสี่ยง พร้อมทั้งต้องมีความรู้และคุณธรรมในการประกอบธุรกิจ ซึ่งจะนำไปสู่เป้าหมาย คือ ความสมดุล มั่นคงและยั่งยืนของชีวิตและสังคม การดำเนินธุรกิจตามปรัชญานี้ จึงอยู่บนพื้นฐานของการไม่เอาัดเอาเปรียบผู้อื่น หรือแสวงหาผลกำไรจนเกินควรจากการเบียดเบียนประโยชน์ของสังคม โดยไม่คำนึงถึงผลกระทบที่อาจจะก่อให้เกิดวิกฤตตามมา ตลอดจนให้คำนึงถึงการใช้ทรัพยากรในธุรกิจอย่างประหยัดและมีคุณภาพ จะช่วยให้ธุรกิจสามารถดำเนินกิจการบนความไม่ประมาท และพร้อมต่อการเปลี่ยนแปลงจากสถานการณ์ต่าง ๆ ได้ในระยะยาว

นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รณรงค์และส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญ และประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อให้แก่บริษัทจดทะเบียน เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติในขั้นเริ่มแรก ซึ่งต่อมาในปีพ.ศ. 2549 ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปีค.ศ. 2004) และข้อเสนอแนะของธนาคารโลกจากการเข้าร่วมโครงการ Corporate Governance - Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC) เพื่อประโยชน์ต่อบริษัทและเพื่อประโยชน์โดยรวมต่อความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตของตลาดทุนไทย ดังนั้นในปี พ.ศ. 2555 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงได้ทำการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนอีกครั้ง โดยเป็นการปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมในส่วนของแนวปฏิบัติที่ดีของทั้ง 5 หมวด ให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) ซึ่งเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้วัดระดับ “การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน” สำหรับประเทศในกลุ่ม ASEAN อันจะทำให้ “หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2555” มีความทันสมัย และสอดคล้องต่อสภาวะการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในสังคมตลาดทุน และเป็นการยกระดับมาตรฐานและการปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนไทยให้มีมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่สูงขึ้น นอกจากนี้ ยังเป็นการเตรียมความพร้อมให้แก่บริษัทจดทะเบียนไทยเข้าสู่การแข่งขันในระดับภูมิภาค ASEAN อีกด้วย (ฝ่ายพัฒนาธรรมาภิบาลเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

2.1.1 หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2555

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2555 ประกอบด้วย หลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ แต่ไม่รวมถึงเรื่องที่ถูกกฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติไว้ชัดเจนแล้ว ซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด ได้แก่

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตน ซึ่งมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน

2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นต่างชาติ รวมทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน ควรได้รับการปฏิบัติที่เป็นธรรม และเท่าเทียมกัน ไม่ละเมิดสิทธิของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย

3. บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในการสร้างความมั่นคง ความมั่นคงทางการเงิน และความยั่งยืนของกิจการ

4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ

5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการจึงมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ

2.1.2 สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) เป็นองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการ และส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย IOD ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ. 2542 เป็นเวลา 2 ปี หลังจากวิกฤตเศรษฐกิจในเอเชียเมื่อปี พ.ศ. 2540 นับตั้งแต่ก่อตั้ง IOD เป็นหน่วยงานสำคัญในการส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีในบริษัทไทย กิจกรรมต่าง ๆ ที่ IOD จัดขึ้น ได้มีส่วนช่วยยกระดับมาตรฐานการเป็นกรรมการ รวมทั้งก่อให้เกิดแนวปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการในการปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพ ทัดเทียมกับระดับมาตรฐานสากล ซึ่งเชื่อว่าการมีกรรมการที่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ จะทำให้บริษัทได้รับการดูแลให้มีการบริหารจัดการและดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ สามารถสร้างผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น และส่งผลให้เศรษฐกิจไทยโดยรวมเจริญเติบโตอย่างมั่นคง

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นองค์กรไม่แสวงหากำไร ก่อตั้งขึ้น โดยการสนับสนุนของหน่วยงานหลักที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน ได้แก่ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย มูลนิธิกองทุนพัฒนาระบบตลาดทุน รวมทั้งองค์การระหว่างประเทศคือ ธนาคารโลก (World Bank) ปัจจุบัน IOD ได้รับการยอมรับทั้งในประเทศและต่างประเทศในฐานะองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดี และได้รับการยกย่องให้เป็นตัวอย่างหนึ่งขององค์กรวิชาชีพที่ประสบความสำเร็จทั้งในเวทีระดับประเทศและระดับนานาชาติ (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2555)

2.1.3 การประเมินการกำกับดูแลกิจการ

2.1.3.1 ความเป็นมาของโครงการ

โครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนเริ่มขึ้นในปี พ.ศ. 2544 โดยใช้ชื่อในครั้งแรกว่า Baselineing Corporate Governance Practices of Thai Listed Companies อันเนื่องมาจากวัตถุประสงค์ที่ต้องการใช้ผลจากการสำรวจตามโครงการเป็นพื้นฐานในการติดตามและวัดผลการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยเปรียบเทียบกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามมาตรฐานสากล โดยในปีแรกทางสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้รับความร่วมมือจากบริษัทที่ปรึกษา McKinsey & Company ในการพัฒนาหลักเกณฑ์ในการสำรวจและประเมินผล รวมถึงได้รับการสนับสนุนทางการเงินในการดำเนินโครงการจากธนาคารโลก ซึ่งทางสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้นำผลจากการประเมินตามโครงการดังกล่าวจัดพิมพ์เผยแพร่ในรายงาน Strengthening Corporate Governance Practices of Thai Listed Companies ทั้งนี้ โครงการดังกล่าวได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบัน เพื่อเป็นเครื่องมือในการติดตามพัฒนาการของบริษัทไทย โดยได้รับการสนับสนุนเป็นอย่างดีจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงาน ก.ล.ต. ที่เล็งเห็นความสำคัญของโครงการและให้การสนับสนุนทางการเงินหลังจากความช่วยเหลือทางการเงินจากธนาคารโลกสิ้นสุดลงในปี พ.ศ. 2545 ซึ่งผลสำรวจที่จัดทำขึ้นได้รับการพิมพ์เผยแพร่ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies โดยมีรายงานที่จัดพิมพ์แล้วนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ. 2557 รวมเป็นจำนวน 12 ฉบับ และรายงานดังกล่าว ได้รับการยอมรับจากคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ ว่าเป็นเครื่องมือที่ช่วยกระตุ้นให้เกิดการพัฒนาในบริษัทไทย จึงได้มีมติสนับสนุนให้ IOD ดำเนินการอย่างต่อเนื่องต่อไป (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2558)

ในการดำเนินโครงการ เพื่อให้หลักเกณฑ์และวิธีการที่ใช้ในการสำรวจมีมาตรฐานเป็นที่ยอมรับ และสามารถใช้ชีวิตการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้อย่างมีประสิทธิภาพ คณะกรรมการสมาคมฯ ได้แต่งตั้งคณะกรรมการโครงการ (Steering Committee) ประกอบด้วยผู้แทนจากองค์กรที่มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดทุน เพื่อให้ข้อเสนอแนะและพิจารณาหลักเกณฑ์การสำรวจ แสดงความคิดเห็นและข้อเสนอแนะต่อผลสำรวจและการจัดทำรายงาน ตลอดจนแนวทางการประกาศผลสำรวจรวมในภาพรวม ซึ่งในระยะเวลาที่ผ่านมาได้ มีการทบทวนและปรับปรุงหลักเกณฑ์ให้มีความเหมาะสมสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงด้านการกำกับดูแลกิจการอยู่เป็นระยะ ซึ่งในปี พ.ศ. 2555 คณะกรรมการโครงการได้พิจารณาปรับเปลี่ยนหลักเกณฑ์ของโครงการใหม่ เพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การประเมินของโครงการ ASEAN CG Scorecard โดยจะนำหลักเกณฑ์นี้มาใช้ประเมินในปี พ.ศ. 2557 ซึ่งเป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานของปี พ.ศ. 2556 นอกจากนี้สมาคมฯ ยังได้จัดสัมมนานำเสนอผลสำรวจรวมทั้งประกาศรายชื่อบริษัทที่มีผลการประเมินอยู่ในระดับที่ดี ให้สังคมได้ทราบมาโดยตลอด (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2558)

2.1.3.2 วัตถุประสงค์ของโครงการ

ในการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนของไทยนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 มุ่งหวังให้มีการสำรวจและวัดผลการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปรียบเทียบกับมาตรฐานสากล รวมถึงนักวิเคราะห์จุดเด่นจุดด้อยในภาพรวม เพื่อให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้องใช้เป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายและมาตรการในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของบริษัทไทย ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนก็สามารถนำผลการศึกษามาโครงการดังกล่าวไปวิเคราะห์เปรียบเทียบกับแนวปฏิบัติของตนเองเพื่อให้เกิดการพัฒนาปรับปรุงให้ดีขึ้นต่อไปได้ (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2558)

2.1.3.3 บริษัทที่ทำการสำรวจ

ในช่วงสองปีแรกของโครงการคือปี พ.ศ. 2544 และปี พ.ศ. 2545 ทางสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) มุ่งเน้นการสำรวจเฉพาะบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่ที่สุด 100 และ 200 อันดับแรก นับจากมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด (Market Capitalization) ตามลำดับ นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 เป็นต้นมา ที่ IOD ได้ทำการสำรวจบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีจำนวนบริษัทที่ทำการสำรวจเพิ่มขึ้นโดยลำดับดังนี้

ตารางที่ 2.1

จำนวนบริษัทจดทะเบียนที่ทำการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ ระหว่างปี พ.ศ. 2544 - พ.ศ. 2558*

ปี พ.ศ.	2544	2545	2546	2548	2549	2551	2552	2553	2554	2555	2556	2557	2558
จำนวนบริษัท	133	234	337	371	402	448	290	480	497	513	526	550	588

* งดเว้นการสำรวจในปี พ.ศ. 2547 และ พ.ศ. 2550 เพื่อทบทวนหลักเกณฑ์ในการพิจารณา ส่วนปี พ.ศ. 2552 เป็นปีที่อยู่ระหว่างการศึกษการปรับหลักเกณฑ์จึงทำการสำรวจเฉพาะกลุ่ม ทั้งนี้ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) จะไม่ประเมินบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ

2.1.3.4 หลักเกณฑ์ในการพิจารณา

สืบเนื่องจากวัตถุประสงค์ของโครงการที่ต้องการวัดผลการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย เปรียบเทียบกับมาตรฐานสากล ดังนั้น หลักเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาตามโครงการนี้จึงได้รับการพัฒนาขึ้น โดยอาศัยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของกลุ่มประเทศ OECD (OECD Principles of Corporate Governance) ซึ่งเป็นหลักสากลที่ได้รับการยอมรับ และถูกนำไปใช้เป็นกรอบในการพัฒนาหลักการกำกับดูแลกิจการของประเทศต่าง ๆ รวมทั้งหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นกรอบในการพิจารณา โดยแบ่งออกเป็น 5 หมวด ดังต่อไปนี้

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น (Rights of Shareholders)
2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (Equitable Treatment of Shareholders)
3. การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (Roles of Stakeholders)
4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and Transparency)
5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Board Responsibilities)

โดยในแต่ละหมวดจะมีเกณฑ์ชี้วัดและประเมินการปฏิบัติตามหลักการดังกล่าว โดยมุ่งเน้นเครื่องมือชี้วัดที่เป็นรูปธรรมและสามารถวัดได้ในเชิงปริมาณ โดยพยายามหลีกเลี่ยงตัวชี้วัดที่เป็นนามธรรมหรือต้องใช้ความรู้สึกในการตัดสิน ซึ่งอาจเกิดการลำเอียงได้ ทั้งนี้ หลักเกณฑ์การประเมินดังกล่าวได้มีการทบทวนและพิจารณาปรับปรุงอย่างต่อเนื่องภายหลังจากที่บริษัทที่ปรึกษา McKinsey & Company ได้ช่วยพัฒนาขึ้นในปีแรก โดยมีจำนวนหลักเกณฑ์และการให้น้ำหนักในแต่ละหมวดเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละปี (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2558)

2.1.3.5 คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี

การประกาศรายชื่อบริษัทที่มีคะแนนในระดับดี-ดีเลิศ ตามช่วงคะแนนที่กำหนดขึ้น โดยใช้จำนวนตราสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ แสดงระดับคะแนนในแต่ละกลุ่มและประกาศ Top Quartile ของบริษัทจดทะเบียนในแต่ละกลุ่มตามมูลค่าทางการตลาด

ตารางที่ 2.2

ช่วงคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี

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

2.1.4 แผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน

จากการประเมินสถานะปัจจุบันที่มีผลต่อการพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน แนวโน้มพัฒนาการของโลก ยุทธศาสตร์ของประเทศที่เกี่ยวข้อง ความท้าทายของการเติบโตทางเศรษฐกิจไทยอย่างยั่งยืน รวมทั้งตระหนักถึงความต้องการ โอกาส ปัญหา และอุปสรรคของภาคส่วนต่าง ๆ ในตลาดทุนไทยแล้ว คณะกรรมการของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน กลต.) ได้เห็นชอบแผนพัฒนาความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียน (Sustainability Development Roadmap) ระยะ 5 ปี (พ.ศ. 2557 - 2561) โดยเน้นให้ความสำคัญใน 3 ด้าน คือ

1. CG in substance เสริมสร้างให้คณะกรรมการและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนสร้างผลการดำเนินงานที่ดีให้กิจการอย่างยั่งยืนและน่าเชื่อถือ โดยเน้นการปฏิบัติอย่างจริงจัง
2. CSR in process การดำเนินธุรกิจปกติประจำวันของบริษัทจดทะเบียนเป็นไปด้วยความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม และเป็นแรงผลักดันให้ภาคเอกชนอื่นดำเนินการด้วย
3. Anti-corruption in practice บริษัทจดทะเบียนเป็นบริษัทต้นแบบที่มีแนวปฏิบัติอย่างจริงจังและสร้างวัฒนธรรมการไม่คอร์รัปชันให้ภาคธุรกิจไทยได้

2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน

ปัญหาคอร์รัปชัน เป็นที่ปรากฏอย่างชัดเจนและปรากฏในทุกประเทศโดยเฉพาะในสังคมที่กำลังพัฒนา เนื่องจากมีปัจจัยต่าง ๆ จำนวนมากที่เอื้อต่อการเจริญเติบโตของการคอร์รัปชัน ซึ่งก่อให้เกิดผลกระทบในการบั่นทอนความเจริญเติบโตของทุกประเทศทั่วโลก เนื่องจากประเทศใดที่มีการคอร์รัปชันจำนวนมากจะส่งผลกระทบต่อการพัฒนาของประเทศนั้นในทุก ๆ ด้าน จนเป็นเหตุให้บั่นทอนการพัฒนาประเทศอย่างยั่งยืน และเป็นภัยต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศเป็นอย่างยิ่ง ด้วยเหตุนี้ ปัญหาคอร์รัปชันจึงถูกยกเป็นปัญหาสำคัญระดับโลกขึ้นอย่างจริงจัง ทำให้เกิดการจัดตั้งองค์กรเพื่อความโปร่งใสนานาชาติ Transparency International (TI) ในประเทศเยอรมนี ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากธนาคารโลก (World Bank) รัฐบาลประเทศต่าง ๆ และองค์กรข้ามชาติบางองค์กร โดย TI เป็นองค์กรนานาชาติ ไม่มุ่งหวังผลกำไรและเป็นองค์กรภาคประชาสังคมระดับโลก มีเครือข่ายกว่า 120 ประเทศทั่วโลก วัตถุประสงค์หลักในการก่อตั้ง TI คือ 1) ผลักดันการคอร์รัปชันเป็นวาระของโลก 2) แสดงบทบาทสำคัญในการจัดทำอนุสัญญาการต่อต้านคอร์รัปชัน และ 3) ยกระดับมาตรฐานความแข็งแกร่งภาครัฐ พร้อมทั้งจัดทำดัชนีภาพลักษณ์คอร์รัปชัน (Corruption Perceptions Index : CPI) เพื่อเป็นตัวชี้วัดปรากฏการณ์คอร์รัปชันในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก เป็นประจำทุกปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 เป็นต้นมา (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2557)

นอกจากนี้ องค์กรสหประชาชาติ ตระหนักว่าเครื่องมือทางกฎหมายต่อต้านคอร์รัปชันเป็นสิ่งจำเป็น จึงได้จัดประชุมเพื่อหาเครื่องมือเหล่านี้ที่สำนักงานใหญ่ the United Nations Office on Drugs and Crime (UNODC) และในปี พ.ศ. 2546 ที่ประชุม General Assembly ได้ยอมรับผลข้อตกลงการประชุม United Nations Convention against Corruption (UNCAC) พร้อมทั้งกำหนดให้สำนักงานสหประชาชาติด้าน UNODC เป็นเลขานุการของการประชุม UNCAC และที่ประชุมได้กำหนดให้วันที่ 9 ธันวาคมเป็นวันต่อต้านคอร์รัปชันสากล (International Anti-Corruption Day) เพื่อให้โลกเกิดความตระหนักในการต่อสู้และป้องกันปัญหาคอร์รัปชัน อีกทั้ง UNCAC กำหนดให้ประเทศสมาชิกบัญญัติกฎหมาย จัดระเบียบสถาบัน เพื่อป้องกันคอร์รัปชัน รวมถึงการลงโทษ เพิ่มการบังคับใช้กฎหมายระหว่างประเทศ และขอความร่วมมือจากศาลให้มีกลไกตรวจสอบทรัพย์สินพร้อมทั้งให้มีการแลกเปลี่ยนข้อมูล เพื่อร่วมกันแก้ไขปัญหาการคอร์รัปชัน อย่างมีประสิทธิภาพต่อไป (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2557)

สำหรับประเทศไทย นอกจากการจัดตั้งหน่วยงานที่ทำหน้าที่ป้องกันและปราบปรามการทุจริตหลายองค์กร เช่น สำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตแห่งชาติ (ป.ป.ช.) สำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตในภาครัฐ (ปปท.) สำนักงานคณะกรรมการ

ป้องกันและปราบปรามการฟอกเงิน (ปปง.) สำนักงานการตรวจเงินแผ่นดิน (สตง.) และมีตัวบทกฎหมายมากมายเพื่อลงโทษผู้กระทำความผิดทุจริตคอร์รัปชันแล้วนั้น ความร่วมมือระหว่างภาคเอกชนยังถือเป็นส่วนสำคัญเพื่อแก้ปัญหาทุจริตคอร์รัปชัน ดังเช่น การจัดตั้งโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption “CAC”) ที่ได้รับการสนับสนุนการจัดทำโดยรัฐบาลและ ป.ป.ช. และดำเนินการโดยความร่วมมือของ 8 องค์กรชั้นนำ อันได้แก่ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย หอการค้าไทย หอการค้านานาชาติ สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย สมาคมธนาคารไทย สภาธุรกิจตลาดทุนไทย สภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย และสภาอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2557)

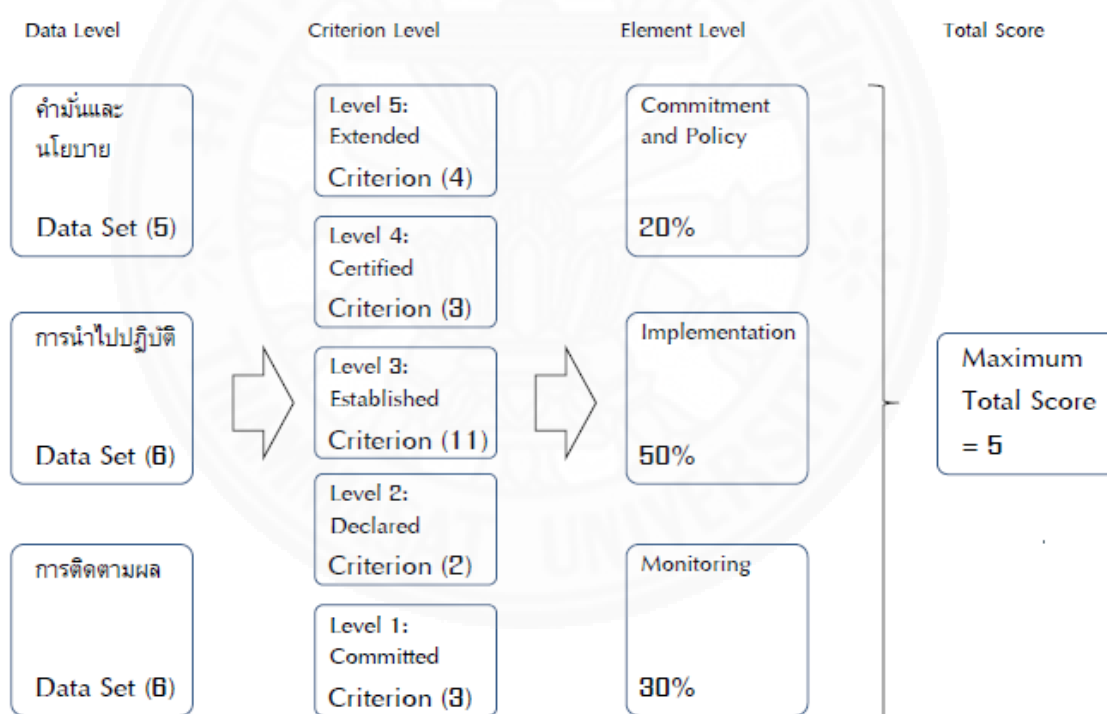
2.2.1 สถาบันไทยพัฒนา

สถาบันไทยพัฒนา (Thaipat Institute) เป็นองค์กรสาธารณประโยชน์ ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ. 2542 ทำงานด้านการส่งเสริมความรับผิดชอบต่อสังคมของกิจการด้วยการวิจัย (Research) การฝึกอบรม (Training) และการให้คำปรึกษา (Consulting) ด้านบรรษัทภิบาลหรือความรับผิดชอบต่อสังคมให้แก่ภาคเอกชน ภายใต้บริบทของการพัฒนาที่ยั่งยืน ได้รับการรับรองจากองค์การแห่งการริเริ่มว่าด้วยการรายงานสากล (Global Report Initiative : GRI) ให้เป็น GRI Certified Training Partner ในปี พ.ศ. 2556 ครอบคลุมการดำเนินงานในประเทศไทย อินโดนีเซีย มาเลเซีย เวียดนาม ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ และยังได้เป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียภาคองค์กร (Organizational Stakeholder) ของ GRI มาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 นอกจากนี้ สถาบันไทยพัฒนา ได้พัฒนาทีมที่ปรึกษาซึ่งผ่านการอบรมและได้รับการรับรองให้เป็น Certified Shared Value Consultant จาก Shared Value Initiative สำหรับรองรับความต้องการขององค์กรที่ประสงค์จะนำแนวคิด CSV (Creating Shared Value) มาพัฒนาเป็นกลยุทธ์ธุรกิจเพื่อตอบโจทย์ทางสังคม โดยดึงศักยภาพและความเชี่ยวชาญขององค์กรมาใช้สร้างคุณค่าเชิงเศรษฐกิจและสังคมไปพร้อมกัน (สถาบันไทยพัฒนา, 2555)

ในฐานะหน่วยงานด้านวิชาการ ซึ่งทำหน้าที่ช่วยเหลือสนับสนุนการขับเคลื่อนความรับผิดชอบต่อสังคมของภาคธุรกิจ ได้จัดทำแนวทางการประเมินระดับการรายงานแห่งความยั่งยืนของกิจการเมื่อปี พ.ศ. 2556 และได้พัฒนาเป็นโครงการประกาศรางวัลรายงานแห่งความยั่งยืนของ (Sustainability Report Award) ซึ่งเป็นกิจกรรมหนึ่งในงานสัมมนา CSR Thailand ประจำปี เพื่อส่งเสริมการจัดทำรายงานแห่งความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนและบริษัททั่วไป ในปี พ.ศ. 2557 สถาบันไทยพัฒนามีแนวคิดในการจัดทำโครงการประเมินการดำเนินการเพื่อความยั่งยืนของของบริษัทจดทะเบียนไทย ซึ่งบริษัทให้ความสำคัญกับการปฏิบัติ โดยจะนำข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนเปิดเผยใน

แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) หรือรายงานประจำปี (แบบ 56-2) ซึ่งครอบคลุมการดำเนินงานที่เกี่ยวกับเรื่อง CSR และการต่อต้านการทุจริต (Anti-Corruption) มาใช้ในการประเมิน (สถาบันไทยพัฒนา, 2555)

เนื่องจากโครงการประเมินความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนที่สถาบันไทยพัฒนาจะดำเนินการ มีความสอดคล้องกับแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงาน กสท. สถาบันไทยพัฒนาจึงได้เสนอเข้ามาจัดทำ CSR Progress Indicator และ Anti - Corruption Indicator ดังกล่าว เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำผลการประเมินไปใช้เป็นข้อมูลสำหรับการวางแผนพัฒนาปรับปรุงการดำเนินธุรกิจให้เป็นไปด้วยความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม รวมทั้งการพัฒนาแนวทางและมาตรการในการสนับสนุนการพัฒนาความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนได้อย่างมีประสิทธิภาพและสอดคล้องกับกรอบหรือมาตรฐานที่เป็นสากล (สถาบันไทยพัฒนา, 2555)



ภาพที่ 2.1 กรอบที่ใช้ในการประเมิน Anti - corruption

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2556). แผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน

2.2.2 ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน

ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) สนับสนุนสถาบันไทยพัฒนา จัดทำตัวชี้วัดการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (Anti-corruption Progress Indicator) โดยแบ่งออกเป็น 5 ระดับ ได้แก่

ระดับ 1. มินโยบาย (Committed) การแสดงให้เห็นถึงคำมั่นจากผู้บริหารสูงสุดและองค์กร โดยมติและนโยบายของคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและขอบเขตการดำเนินการ หรือมติคณะกรรมการถึงการรับทราบหน้าที่ดูแลให้บริษัทปฏิบัติตามให้เป็นไปตามกฎหมาย (รวมถึง กฎหมายเกี่ยวกับการห้ามจ่ายสินบน หรือการสนับสนุนการทุจริต)

ระดับ 2. ประกาศเจตนารมณ์ (Declared) การแสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นโดยการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านการทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในทำนองเดียวกัน ที่แสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการบริษัทมีเจตนารมณ์ที่จะดำเนินการเพื่อต่อต้านการทุจริตในสังคม

ระดับ 3. มีมาตรการป้องกัน (Established) การแสดงให้เห็นถึงระดับขอบเขตของนโยบายของบริษัท เช่น ไม่จ่ายให้เจ้าหน้าที่รัฐ ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องและต่อต้านผู้เกี่ยวข้อง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงานเพื่อให้ความรู้เกี่ยวกับนโยบายและแนวปฏิบัติในการต่อต้านการทุจริต

ระดับ 4. ได้รับการรับรอง (Certified) การแสดงให้เห็นว่ามีการสอบทานความครบถ้วนเพียงพอของกระบวนการจากคณะกรรมการตรวจสอบ หรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ให้ความเห็นชอบ การได้รับรองเป็นสมาชิกแนวร่วมปฏิบัติ (CAC) ของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านคอร์รัปชัน หรือได้รับการตรวจสอบจาก Independent External Assurance

ระดับ 5. ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง (Extended) การแสดงให้เห็นถึงนโยบายที่ครอบคลุมถึงหุ้นส่วนทางธุรกิจ ที่ปรึกษา ตัวกลาง หรือตัวแทนธุรกิจ รวมถึงการดำเนินการผลักดันให้คู่ค้าในห่วงโซ่ธุรกิจดำเนินนโยบายและแนวปฏิบัติที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริต

2.3 แนวคิดเกี่ยวกับคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น

คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น ตามความหมายของสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย (2532) หมายถึง การจัดประชุมผู้ถือหุ้นโดยคำนึงถึงสิทธิและความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นทุกกลุ่ม เป็นเครื่องแสดงถึงความตั้งใจของบริษัทที่จะให้ผู้ถือหุ้นได้มีส่วนร่วมในการบริหารงานอย่างแท้จริง เพื่อส่งเสริมให้มีกลไกถ่วงดุลและตรวจสอบ (check & balance) ในการบริหารที่ดี อันเป็นหัวใจของการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน และนำไปสู่เป้าหมายของการยกระดับการกำกับดูแลกิจการของตลาดทุนไทยให้ทัดเทียมกับมาตรฐานสากลต่อไป จึงได้เริ่มโครงการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี มาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549

2.3.1 สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย

สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย (Thai Investors Association : TIA) เริ่มก่อตั้งขึ้นปี พ.ศ. 2532 จากการรวมกลุ่มกันของนักลงทุนกลุ่มหนึ่งประมาณ 50 คน ซึ่งล้วนแต่เป็นผู้มีประสบการณ์ในการลงทุนในยุครุ่งโรจน์และซบเซามาแล้ว โดยมีแนวคิดในการจัดตั้งชมรมหรือสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนในตลาดหุ้น เพื่อเป็นศูนย์กลางในการติดต่อแลกเปลี่ยนข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนเพื่อรักษาสิทธิประโยชน์ในการลงทุนของตนเอง ดำเนินการโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ “ให้ความรู้ พิทักษ์สิทธิ พิชิตการลงทุน” จนกระทั่งปี พ.ศ. 2545 สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทยได้รับการแต่งตั้งจากกระทรวงการคลัง สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้เป็น “องค์กรผู้ถือหุ้นรายย่อย” ทำหน้าที่ช่วยเหลือ ให้ความรู้ และเป็นแกนนำของผู้ถือหุ้นรายย่อย ในการปกป้องสิทธิประโยชน์จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ในปี พ.ศ. 2547 สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทยได้เข้าร่วมเป็นสมาชิกผู้ร่วมก่อตั้ง “สภาธุรกิจตลาดทุนไทย” ซึ่งถือว่าเป็นก้าวที่สำคัญสำหรับองค์กรต่าง ๆ ในตลาดทุนไทย ในอันที่จะร่วมมือกันพัฒนาให้ตลาดทุนไทยมีความมั่นคง แข็งแรง พร้อมด้วยบรรยากาศที่ดี ซึ่งจะส่งผลให้เกิดพลวัตในการผลักดันประเทศไทยมีความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ การเงิน และการลงทุนอย่างยั่งยืนตลอดไป (สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย, 2549)

2.3.2 โครงการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี

2.3.2.1 ความเป็นมาของโครงการ

สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย ได้จัดโครงการ “ประเมินคุณภาพ AGM ของบริษัทจดทะเบียน” โดยได้ดำเนินการมาอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 ซึ่งเปิดโอกาสให้บริษัทจดทะเบียนแสดงออกถึงความสำคัญในสิทธิและการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน รวมทั้งการ

เปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส โดยได้รับการตอบรับอย่างดีจากทั้งบริษัทจดทะเบียนและผู้ถือหุ้น เพื่อส่งเสริมในดำเนินการจัดประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน นับตั้งแต่การออกหนังสือเชิญประชุมพร้อมรายละเอียดประกอบการจัดการด้านต่าง ๆ ในวันประชุมและระหว่างดำเนินการประชุม ตลอดจนการจัดทำรายงานการประชุม นอกจากนี้ยังเป็นการรักษาระดับการคำนึงถึงสิทธิของผู้ถือหุ้นในการเข้าร่วมประชุมสามัญผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน (สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย, 2549)

การเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ถือเป็นภาระหน้าที่ขั้นพื้นฐานของผู้ถือหุ้นและโดยเฉพาะสำหรับองค์กรผู้ถือหุ้นรายย่อยเพื่อทำหน้าที่สอดส่องดูแล (Monitor and Surveillance) เป็นผู้นำในการปกป้องและรักษาสิทธิประโยชน์ของผู้ลงทุนตลอดจนเป็นตัวอย่งที่ดีแก่นักลงทุนโดยทั่วไป นอกจากนี้การเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้นยังถือเป็นส่วนหนึ่งในการสร้างธรรมาภิบาลที่ดีให้เกิดขึ้นกับบริษัทในตลาดเงินและตลาดทุนอีกด้วย (สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย, 2549)

2.3.2.2 วัตถุประสงค์ของโครงการ

เพื่อปกป้องพิทักษ์สิทธิการลงทุนของผู้ถือหุ้น ช่วยเสริมสร้างและยกระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีในบริษัทจดทะเบียน และเป็นการร่วมพัฒนาตลาดทุนให้ก้าวหน้า โดยมีพื้นฐานบริษัทจดทะเบียนที่ดี ทั้งนี้ สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทยได้ส่งตัวแทนที่มีคุณภาพเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน โดยวางเป้าหมายที่จะเข้าร่วมประชุมให้ครอบคลุมทุกบริษัทจดทะเบียน อนึ่ง ในการเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นี้ สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทยได้ร่วมมือกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และสมาคมบริษัทจดทะเบียนจัดทำ “AGM Checklist” โดย Checklist นี้ได้รวบรวมเรื่องต่าง ๆ ทั้งเรื่อง que บริษัทต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดขั้นต่ำของกฎหมายบริษัทมหาชนจำกัด และเรื่อง que บริษัทควรปฏิบัติตามแนวปฏิบัติที่ดีตามหลักบรรษัทภิบาลของสากล ซึ่งการจัดทำขึ้นในรูปแบบ Checklist นี้ เพื่อให้บริษัทใช้เป็นคู่มือในการช่วยสอบทานได้ว่า บริษัทได้ทำตามข้อพึงปฏิบัติในการจัด AGM ที่ดีอย่างครบถ้วนหรือไม่ อย่างไร รวมทั้งนำไปใช้เป็นแนวทางการประเมินตัวเองในเบื้องต้น (self - assessment) ตามโครงการประเมินคุณภาพ AGM ของบริษัทจดทะเบียนเพื่อใช้วัดประสิทธิภาพของบริษัทจดทะเบียนในการจัดประชุม ซึ่งการดำเนินการพัฒนาแบบตรวจสอบและการปรับปรุงคุณภาพหลักสูตรการอบรมโครงการอาสาพิทักษ์สิทธิผู้ถือหุ้น เป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์หลักในการผลักดันให้เกิดการจัดประชุมผู้ถือหุ้นที่โปร่งใส อันถือเป็นส่วนหนึ่งในการสนับสนุนให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในบริษัทจดทะเบียน (สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย, 2549)

2.3.2.3 คะแนนการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี

การประกาศรายชื่อบริษัทที่มีคะแนนในระดับดี-ดีเยี่ยมและสมควรเป็นตัวอย่าง ตามช่วงคะแนนที่กำหนดขึ้น โดยใช้จำนวนตราสัญลักษณ์ของสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย แสดงระดับคะแนนในแต่ละช่วง

ตารางที่ 2.3

ช่วงคะแนนการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100		ดีเยี่ยมและสมควรเป็นตัวอย่าง
90 - 99		ดีมาก
80 - 89		ดี
ต่ำกว่า 80	No logo given	N/A

2.4 แนวคิดเกี่ยวกับการวัดมูลค่าของกิจการ

วัตถุประสงค์หลักในการดำเนินธุรกิจที่จะทำให้องค์กรประสบความสำเร็จและสามารถแข่งขันได้ในตลาดที่มีการแข่งขันสูง คือ การสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Maximize Shareholder's Wealth) เนื่องจากในการลงทุนนั้น ผู้ถือหุ้นย่อมคาดหวังที่จะได้รับผลตอบแทนในอัตราที่สูงกว่าต้นทุนของเงินลงทุน (Cost of Capital) (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548)

ในปัจจุบันการขยายตัวของตลาดทุน ทำให้ผู้ลงทุนสามารถเคลื่อนย้ายเงินลงทุนไปยังบริษัทที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าได้อย่างรวดเร็ว อีกทั้งยังให้ความสำคัญกับการบริหารจัดการที่โปร่งใส ไร้การคอร์รัปชัน ส่งผลให้แนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดี และการต่อต้านคอร์รัปชัน เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ทำให้องค์กรให้ความสำคัญต่อความคาดหวังของผู้ถือหุ้นมากขึ้น มีการเปิดเผยข้อมูลสารสนเทศที่สำคัญอย่างครบถ้วน ถูกต้อง เพียงพอ ทันเวลา และเท่าเทียมกัน ผู้บริหารมีความรับผิดชอบมากขึ้น ด้วยสาเหตุต่าง ๆ เหล่านี้ ทำให้มูลค่ากิจการของบริษัท (Firm Value) จึงเป็นปัจจัยที่ผู้บริหารของบริษัทต้องให้ความสำคัญเพิ่มมากขึ้น

ตัววัดผลการประเมินผลการปฏิบัติงาน (Performance Measures) ของบริษัทจึงเป็นสิ่งสำคัญในการวัดประสิทธิภาพของผลการดำเนินงานและผลักดันให้เกิดมูลค่า (Value) ซึ่งในการวัดมูลค่ากิจการของบริษัทนั้น ควรสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของบริษัทที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงในช่วงเวลาที่

เกี่ยวข้อง แสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริง ก็จะทำให้บริษัทดำเนินต่อไปในทิศทางที่ถูกต้องเหมาะสม ดังนั้น ในงานวิจัยฉบับนี้จึงใช้การวัดมูลค่ากิจการของบริษัทจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางตลาด ประกอบด้วย

2.4.1 มูลค่ากิจการของบริษัทจากผลการดำเนินงานทางบัญชี

ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชี เป็นตัวชี้วัดที่ได้จากข้อมูลในงบการเงิน ซึ่งถือว่าเป็นข้อมูลในอดีต จากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return On Equity : ROE) เพราะเป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยเปรียบเทียบกำไรสุทธิ (Net Profit) ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) เพื่อพิจารณาว่าผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนสูงหรือต่ำกว่าเงินที่ลงทุนไป ทั้งนี้เมื่อพิจารณาตามหลักของ DuPont Analysis จะแยกวิเคราะห์ ROE ออกเป็น 3 องค์ประกอบหลัก ดังต่อไปนี้

$$ROE = \text{Net Profit Margin} \times \text{Asset Turnover} \times \text{Financial Leverage Ratio}$$

$$ROE = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ยอดขาย}} \times \frac{\text{ยอดขาย}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \times \frac{\text{สินทรัพย์รวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

(1) Net Profit Margin อธิบายความสามารถในการทำกำไรจากยอดขาย ซึ่งคำนวณจากการเปรียบเทียบกำไรสุทธิต่อยอดขาย ถ้าตัวเลขมีค่าน้อยแสดงว่าบริษัททำกำไรได้เพียงเล็กน้อย ทั้งที่ยอดขายสูงมาก เป็นตัวบ่งชี้ได้ถึงความรุนแรงของการแข่งขันในตลาด หรือเกิดปัญหาจากกำลังซื้อของผู้บริโภค

(2) Asset Turnover อธิบายความสามารถในการสร้างยอดขายจากการบริหารสินทรัพย์ที่มี ซึ่งคำนวณจากการเปรียบเทียบยอดขายว่าเป็นกี่เท่าของสินทรัพย์รวม ถ้าตัวเลขมีค่าน้อยแสดงว่าประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ต่ำ เป็นตัวบ่งชี้ได้ถึงการผลิตสินค้าออกมาขายได้น้อย ทั้งที่มีโรงงานและเครื่องจักรจำนวนมาก หรืออาจแสดงถึงราคาสินค้าในตลาดตกต่ำ

(3) Financial Leverage Ratio อธิบายความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจ ซึ่งคำนวณจากการเปรียบเทียบระหว่างสินทรัพย์ทั้งหมดต่อการลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ถึงความเหมาะสมในการรักษาสมาดุลระหว่างภาระหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยหรือการระดมเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นในระดับที่เหมาะสม ที่บริษัทจะต้องบริหารจัดการให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น

2.4.2 มูลค่ากิจการของบริษัทจากผลการดำเนินงานทางตลาด

ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางตลาดเชิงเศรษฐศาสตร์ เป็นอัตราส่วนที่มีการผสมผสานกันระหว่างตัวเลขทางบัญชีและมูลค่าทางการตลาดของบริษัท ได้แก่ ราคาตลาดของหุ้น ซึ่งได้รวมทั้งข้อมูลที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตและข้อมูลที่รวมการคาดการณ์ของนักลงทุนเกี่ยวกับโอกาสในอนาคต จาก Tobin's Q Ratio ซึ่งเป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์

แห่งมหาวิทยาลัย Yale คำนวณโดยการหาราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ของบริษัท ด้วยราคาเปลี่ยนแทน (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น ซึ่งราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นและหนี้สิน ทั้งนี้ศาสตราจารย์ Tobin เชื่อว่าค่า Tobin's Q เป็นตัววัดที่ดีที่จะสะท้อนให้เห็นมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548)

สำหรับธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ Tobin's Q ในการวิเคราะห์หวัฏจักรและแนวโน้มการลงทุนภาคเอกชน รวมทั้งยังคงมีงานวิจัยทางด้านบัญชีและการเงินมากมายที่สนับสนุนความเหมาะสมในการนำ Tobin's Q มาเป็นตัววัดมูลค่ากิจการของบริษัทหรือผลการดำเนินงาน เช่นงานวิจัยของ Harney and Tower (2003) และ Villalonga (2004) เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Limpaphayom and Connelly (2004) เรื่อง Corporate Governance in Thailand เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับ Tobin's Q ผลวิจัยพบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q อย่างมีสาระสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% แสดงว่าการมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี สามารถสร้างมูลค่ากิจการของบริษัทเพิ่มมากขึ้นได้

2.5 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ปัจจุบันงานวิจัยทั้งในประเทศและต่างประเทศจำนวนมากที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าของกิจการหรือผลการดำเนินงานของบริษัท โดยเชื่อว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะช่วยสร้างความเชื่อมั่นและภาพลักษณ์ที่ดีต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย รวมถึงสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ โดยงานวิจัยของ Klapper and Love (2004) ที่ได้ใช้การจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการที่จัดทำโดย Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) มาหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน จากการศึกษากับ 374 บริษัทใน 14 ประเทศ คือ ฮองกง เกาหลีใต้ ฮ่องกง สิงคโปร์ ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย บราซิล ชิลี แอฟริกาใต้ อินเดีย ตุรกี ปากีสถาน และไทย การวิจัยนี้ได้ค้นพบว่า การจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่สูงกว่า โดยวัดจากค่า Return On Assets และยังส่งผลให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้นตามไปด้วย โดยวัดจาก Tobin's Q ซึ่งเป็นมุมมองของตลาด นอกจากนี้ ความสัมพันธ์ดังกล่าวจะยังมีเพิ่มมากขึ้นในประเทศที่มีกระบวนการทางกฎหมายที่แข็งแกร่ง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Mckinsey & Company (1999 - 2002, อ้างถึงใน Bai et al., 2004) ซึ่งได้ทำการสำรวจความคิดเห็นจากนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อย พบว่า 80% ของนักลงทุนเหล่านี้เต็มใจที่จะลงทุนในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ถึงแม้ว่าจะมีราคาหุ้นที่สูงกว่า เป็นต้น

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจากการศึกษาค้นคว้างานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยตรง ยังไม่แพร่หลายมากนัก ผู้วิจัยจึงได้คัดเลือกงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และมีประเด็นการศึกษาที่ใกล้เคียงกับงานวิจัยครั้งนี้ โดยแยกสำหรับแต่ละปัจจัย มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

2.5.1 คะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัท

การกำกับดูแลกิจการ เป็นระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำและการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบตามที่ด้วยความโปร่งใสและสร้างความสามารถในการแข่งขัน เพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว ภายในกรอบการมีจริยธรรมที่ดีโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นและสังคมโดยรวมประกอบ (สังเวียน อินทวิชัย, 2545) ดังนั้น การประเมินการกำกับดูแลกิจการจะเป็นการกระตุ้นให้บริษัทจดทะเบียนสนใจพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีในองค์กรอย่างจริงจังและเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และนักลงทุนยังสามารถนำผลคะแนนจากการประเมินมาเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนต่อไป

งานวิจัยจำนวนมากที่ผลการวิจัยส่วนใหญ่พบความสัมพันธ์เป็นไปในเชิงบวกและยืนยันได้ว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้น ช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการได้ ยกตัวอย่างงานวิจัยสนับสนุน เช่น การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาจำนวน 1,500 บริษัทของ Gompers et al. (2003) ซึ่งใช้ข้อมูลในปี ค.ศ. 1991 - 1999 พบว่า บริษัทที่มีคุณภาพในด้านสิทธิของผู้ถือหุ้นหรือมีการจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีสหสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนที่ได้รับจากการถือหุ้นเมื่อวัดจากมูลค่าของกิจการ (Firm Value) และผลการปฏิบัติงาน ซึ่งวัดจากกำไรสุทธิ (Net Profit Margin) โดยบริษัทที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นมากจะมีมูลค่ากิจการสูง ผลกำไรสูง และอัตราการเติบโตของยอดขายสูง ในขณะที่บริษัทที่เน้นโครงสร้างการบริหารจากเจ้าของจะมีมูลค่ากิจการต่ำกว่า สอดคล้องกับงานวิจัยของ นวลนภา อัครพุทธิพร (2550) ที่ศึกษาว่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่ โดยนำผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีเฉพาะบริษัทที่อยู่ในช่วงระดับคะแนน “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” ที่จัดทำโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยปี พ.ศ. 2549 มาทดสอบกับตัววัดผลการปฏิบัติงานที่วัดจาก Tobin's Q ผลปรากฏว่า บริษัทที่ได้รับการประเมินให้มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สูงกว่าจะมีค่าเฉลี่ย Tobin's Q สูงกว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำกว่า ซึ่งเป็นไปในแนวทาง

เดียวกันกับงานวิจัยของ สรินยา เชาวน์เกษม (2552) ที่พบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm Financial Performance) มีความสัมพันธ์กับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating) อย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้กิจการที่มีผลการดำเนินงานกิจการที่ดีย่อมได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ดีตามไปด้วย

อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยบางส่วนที่พบว่าตัวแปรทั้งสองนี้ไม่มีความสัมพันธ์กัน เช่น งานวิจัยของ Chidambaran, Palia and Zheng (2006) ได้ศึกษาว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลประกอบการที่ดีกว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดีหรือไม่ โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนการลงทุนหุ้นและผลกำไรของบริษัท ผลการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่มีผลต่อผลประกอบการของบริษัท เนื่องจากบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็สามารถมีผลประกอบการที่ดีได้ ในขณะที่บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดีกลับมีผลประกอบการที่ดีได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bauer et al. (2003) ที่ใช้ Corporate Governance Rating เป็นตัววัดในเรื่องของคะแนนการกำกับดูแลกิจการของประเทศในทวีปยุโรป ซึ่งพบว่า มูลค่าของกิจการที่วัดค่าโดย Tobin's Q รวมทั้งปัจจัยในด้าน Firm Performance ที่วัดค่าโดย Return on Equity และ Net Profit Margin มีความสัมพันธ์เชิงลบกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

2.5.2 ขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการของบริษัท

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดแนวทางปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับโครงสร้างคณะกรรมการว่าคณะกรรมการควรมีขนาดที่เหมาะสมและประกอบด้วยบุคคลที่มีความรู้ ประสบการณ์ และความสามารถที่เพียงพอ ที่จะปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยต้องมีจำนวนไม่น้อยกว่า 5 คน และไม่ควรมากกว่า 12 คน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับขนาด ประเภท และความซับซ้อนของธุรกิจ เนื่องจากคณะกรรมการบริษัทมีอำนาจในการตัดสินใจและมีหน้าที่สำคัญในการวางแผนกลยุทธ์ เพื่อนำพาให้บริษัทสามารถเติบโตได้อย่างต่อเนื่องและสร้างผลตอบแทนสูงสุดกลับคืนแก่ผู้ถือหุ้น

สำหรับงานวิจัยที่สนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการและมูลค่ากิจการของบริษัทหรือผลการดำเนินงานของบริษัท เช่น Kyereboach and Beikpe (2002) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการซึ่งเป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดมาจากค่า Tobin's Q อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sale Growth Rate) ผลจากการศึกษาพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่ใหญ่ขึ้นจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นด้วย เพราะคณะกรรมการที่มีจำนวนมากขึ้น จะช่วยทำให้การตัดสินใจต่าง ๆ ของบริษัทเป็นไปในทิศทางที่ถูกต้อง เนื่องจากคณะกรรมการแต่ละคน ต่างมีความรู้ความสามารถและประสบการณ์ที่แตกต่างกันออกไป และ Lehman and

Weigand (2000) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนคณะกรรมการและความเหมาะสมของโครงสร้างขนาดขององค์กรกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on Assets) ผลปรากฏว่า บริษัทที่มีขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่เหมาะสมกับขนาดของกิจการแล้ว จะส่งผลให้บริษัทมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมสูงขึ้น แสดงถึงผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Othman, Ponirin and Ghani (2009) ที่ศึกษาเกี่ยวกับอิทธิพลของโครงสร้างคณะกรรมการโดยมุ่งเน้นในเรื่องของขนาดของคณะกรรมการ องค์ประกอบของคณะกรรมการ และการกำหนดค่าตอบแทนกรรมการ ต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นที่วัดจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนและกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนขนาดเล็ก ผลการวิจัยพบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีอิทธิพลต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Onokoya et al. (2014) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทสำหรับกลุ่มธนาคารของไนจีเรีย จำนวน 9 ธนาคาร พบว่าปัจจัยการกำกับดูแลกิจการด้านขนาดของคณะกรรมการในบริษัทและสัดส่วนของจำนวนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ในขณะที่งานวิจัยบางงานกลับพบความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างตัวแปรทั้งสองนี้ เช่น Yermack (1996) ซึ่งศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกา ที่พบว่าขนาดของคณะกรรมการมีผลในทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดย Tobin's Q เนื่องจากขนาดของคณะกรรมการขึ้นอยู่กับรูปแบบขององค์กร สอดคล้องกับงานวิจัยของ วรพงศ์ แก้วคำ (2557) ที่ศึกษาเกี่ยวกับขนาดและองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 167 บริษัท ซึ่งผลการศึกษาพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ กล่าวคือ ไม่ว่าบริษัทจะมีจำนวนคณะกรรมการบริษัทเพิ่มขึ้นหรือลดลงก็ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการแต่อย่างใด แต่ถ้าหากมีจำนวนคณะกรรมการมากเกินไป นอกจากจะไม่สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการแล้ว ยังเกิดต้นทุนตัวแทนจากค่าตอบแทนและสิทธิประโยชน์ต่าง ๆ ที่ต้องให้คณะกรรมการอีกด้วย

2.5.3 สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับมูลค่ากิจการของบริษัท

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีสัดส่วนกรรมการอิสระเป็นจำนวน 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด เพื่อให้สามารถถ่วงดุลอำนาจการบริหารงานและลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับฝ่ายจัดการ สำหรับกรรมการตรวจสอบตามแนวทางปฏิบัติที่ดีระบุว่า กรรมการตรวจสอบต้องประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 3 คน ซึ่งจำนวนสมาชิกทั้งหมด ขึ้นอยู่กับขอบเขตความรับผิดชอบและประสิทธิภาพในการดำเนินงาน โดยทั่วไปจำนวนสมาชิกจะอยู่ระหว่าง 3 - 5 คน และมีกรรมการตรวจสอบอย่างน้อย 1 คนที่มีความรู้ความเข้าใจหรือมีประสบการณ์ด้านการบัญชีหรือการเงิน

เนื่องจากหน้าที่หลักของคณะกรรมการตรวจสอบคือกำกับดูแลและสอบทานข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับความถูกต้อง ความครบถ้วน และเชื่อถือได้ของรายงานทางการเงิน รวมถึงพิจารณาสอบทานความเพียงพอของระบบการควบคุมภายใน ซึ่งกรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบเป็นองค์ประกอบสำคัญที่แสดงให้เห็นถึงการบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพและการกำกับดูแลกิจการที่ดี

งานวิจัยของ Black and Kim (2012) พบว่า สำหรับกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีขนาดเล็กซึ่งประกอบด้วยบริษัทที่มีมูลค่าสินทรัพย์น้อยกว่าสองพันล้านบาท ในประเทศเกาหลีนั้น สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระที่มากกว่าร้อยละ 50 เท่านั้น ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bai, Liu, Lu, Song and Zhang (2004) ที่พบว่า จำนวนกรรมการอิสระที่มากขึ้นมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีขึ้น เนื่องจากกรรมการอิสระนั้นจะตรวจสอบการปฏิบัติงานของฝ่ายจัดการได้ดีกว่ากรรมการที่มาจากภายใน รวมทั้งงานวิจัยของ Dehaene et al. (2001) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศเบลเยียม ในช่วงปี ค.ศ. 1981 - 1990 พบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท กล่าวคือ บริษัทที่มีกรรมการอิสระมากขึ้นจะมีอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้น

อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยบางส่วนกลับพบว่าจำนวนกรรมการอิสระที่เพิ่มขึ้นจะไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เช่น งานวิจัยของ Kyereboach and Beikpe (2002) ที่แสดงให้เห็นว่าการมีคณะกรรมการอิสระนั้นเป็นไปตามข้อกำหนดของกฎหมายจึงไม่มีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท รวมถึงงานวิจัยของ Bai et al. (2004) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในสาธารณรัฐประชาชนจีน ระหว่างปี ค.ศ. 1999 - 2001 พบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าทางการตลาดแต่อย่างใด นอกจากนี้ งานวิจัยของ Kren and Kerr (1997) ที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างจำนวน 268 บริษัท พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการมีผลต่อค่าตอบแทนและผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แต่สัดส่วนของจำนวนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริหาร ไม่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนและผลการดำเนินงานของบริษัท

2.5.4 การควมรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการกับมูลค่ากิจการของบริษัท

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดแนวทางปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับความรับผิดชอบของคณะกรรมการว่า บทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการนั้นต่างกัน คณะกรรมการบริษัทควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจน และเพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด ควรแยกบุคคลที่ดำรง

ตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2555

งานวิจัยส่วนใหญ่ที่เกี่ยวข้องกับประเด็นสำคัญนี้ กล่าวคือ การแบ่งแยกหน้าที่กันระหว่างประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ หรือประธานเจ้าหน้าที่บริหาร หรือผู้จัดการใหญ่ โดยไม่ควรรวมตำแหน่งเป็นบุคคลเดียวกัน (CEO Duality) จะทำให้การทำงานของคณะกรรมการไม่ถูกครอบงำโดยฝ่ายจัดการ ทำให้ผลการดำเนินงานที่ออกมามีประสิทธิภาพ ซึ่งพบงานวิจัยที่สนับสนุนดังนี้ Chiang (2005) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้จัดการใหญ่กับผลการดำเนินงาน พบว่า บริษัทสามารถลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของตัวแทนลงได้ด้วยการแบ่งแยกหน้าที่ความรับผิดชอบระหว่างประธานกรรมการและผู้จัดการใหญ่ให้เป็นคนละคนกันอย่างชัดเจน ก่อให้เกิดประสิทธิภาพในการดำเนินงานมากยิ่งขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Rechner and Dalton (1991) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการควมรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการบริษัทกับผลการดำเนินงาน ผลปรากฏว่า บริษัทที่มี CEO Duality มีอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นค่อนข้างต่ำเนื่องจากบริษัทจะให้ความสำคัญกับฝ่ายจัดการมากกว่าที่จะให้ความสำคัญกับผู้ถือหุ้นที่เป็นเจ้าของตัวจริง สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย ศิลปพร ศรีจันเพชร (2551) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของกลไกการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET50) กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ (Economic Value Add : EVA) โดยกลไกการกำกับดูแลกิจการประกอบด้วย สัดส่วนของกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ และจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท ผลการศึกษาพบว่า กลไกด้านการกำกับดูแลกิจการในเรื่องความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ นอกจากนี้ งานวิจัยของกานดา พิศาลปิติ (2557) ได้วิจัยเกี่ยวกับผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ผลวิจัยที่พบว่า การควมรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Guillet (2012) ได้ศึกษาถึงการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจภัตตาคารในสหรัฐอเมริกา พบว่า การที่ประธานกรรมการเป็นบุคคลเดียวกันกับประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และจะส่งผลกระทบต่อธุรกิจภัตตาคารแบบ Full Service มากกว่า Quick Service เนื่องจากมีสิทธิและอิสระในการตัดสินใจในระยะสั้นที่สำคัญได้เร็วกว่า จึงส่งผลให้

บริษัทที่มีผลประกอบการที่ดีขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ramos and Garcia-Olalla (2011) ที่พบว่า การที่ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการใหญ่เป็นบุคคลคนเดียวกันนั้น จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น ก็ต่อเมื่อกรรมการผู้จัดการใหญ่เป็นผู้สืบทอดกิจการมาจากผู้ก่อตั้ง แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ถ้าประธานกรรมการเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท รวมถึงงานวิจัยของ Priya and Nimalathasan (2013) ที่ศึกษาพบว่า การรวมหรือแยกตำแหน่งประธานกรรมการกับกรรมการผู้จัดการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพียง 1% เท่านั้น

2.5.5 คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการของบริษัท

การจัดประชุมผู้ถือหุ้นเป็นไปเพื่อให้ผู้ถือหุ้นซึ่งมีฐานะเป็นเจ้าของของบริษัท ได้เข้ามามีส่วนร่วมในการตัดสินใจเรื่องสำคัญต่าง ๆ นอกเหนือจากที่ได้รับมอบอำนาจให้คณะกรรมการบริษัท บริหารงาน เช่น การอนุมัติงบการเงินประจำปี การพิจารณาจ่ายปันผล การแต่งตั้งกรรมการ เป็นต้น ซึ่งบริษัทจะต้องนำเสนอผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณาวาระดังกล่าวในการประชุมสามัญประจำปี นอกจากนี้ ในกรณีที่มีการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่อาจกระทบต่อฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทหรือเป็นการตัดสินใจทางธุรกิจที่สำคัญ ผู้ถือหุ้นก็ต้องมีส่วนร่วมในการตัดสินใจเรื่องสำคัญดังกล่าวด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556)

งานวิจัยของ Gabriela (2016) พบว่า จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการ ตรวจสอบมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) เนื่องจากการที่คณะกรรมการตรวจสอบมีการประชุมบ่อยครั้งและต่อเนื่อง จะทำให้คณะกรรมการตรวจสอบมีความเข้าใจในธุรกิจมากขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้น สามารถสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นได้อย่างมีคุณภาพ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Khandel (2007) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา กลุ่มบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน จำนวน 624 บริษัท พบว่า จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดโดย Tobin's Q และเป็นไปในแนวทางเดียวกันกับผลการศึกษาที่พบในงานวิจัยของ Kyereboah-Coleman (2007) ซึ่งดำเนินการศึกษาแบบเดียวกันกับบริษัทในประเทศกานา แอฟริกาใต้ ไนจีเรีย และเคนยาจำนวน 103 บริษัท แสดงถึงคุณภาพในการดำเนินธุรกิจเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการ

อย่างไรก็ตามงานวิจัยของ Hsu and Petchsakulwong (2010) ที่ศึกษาบริษัท ประกันภัยในประเทศไทย พบว่า จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากการดำเนินธุรกิจจากการบริหารจัดการครบทุกด้านไม่ใช่เพียงความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบเท่านั้น

2.5.6 ตัวแปรควบคุม

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัท พบว่า มีอีกสองปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ผู้วิจัยจึงได้กำหนดตัวแปรควบคุมสำหรับงานวิจัยนี้ ดังนี้

2.5.6.1 ขนาดของบริษัทกับมูลค่ากิจการของบริษัท

งานวิจัยของกิตติชัย สติมันวิวัฒน์ (2548) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีใช้สถาบันการเงิน จำนวน 285 บริษัท ซึ่งใช้ Tobin's Q Ratio เป็นตัวแทนผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน โดยผลการศึกษาพบว่า ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน รวมถึง Majumdar (1997) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทกับผลกำไรของบริษัทในประเทศอินเดีย แล้วพบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าจะมีผลกำไรที่ดีกว่า เนื่องจากได้เปรียบในเรื่องของนโยบายต่าง ๆ ในการลงทุน และได้รับการประหยัดจากขนาด ทำให้มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก สอดคล้องกับงานวิจัยของ Beiner, Drobertz, Schmid and Zimmerman (2004) ที่พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สวิตเซอร์แลนด์

นอกจากนี้ งานวิจัยของ Short and Keasey (1999) พบว่า ขนาดของบริษัทที่วัดจากค่าลอการิทึมฐานธรรมชาติจากยอดขาย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท เพราะบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าสามารถระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายในและภายนอกได้มากกว่า สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fama and French (1995) ที่พบว่า บริษัทที่มีขนาดเล็กกว่าโดยเฉลี่ยแล้วจะมีอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ โดยวัดจากค่าลอการิทึมฐานธรรมชาติจากสินทรัพย์รวม ดังนั้น ผู้วิจัยจึงกำหนดให้ขนาดของบริษัทเป็นตัวแปรควบคุมที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัท

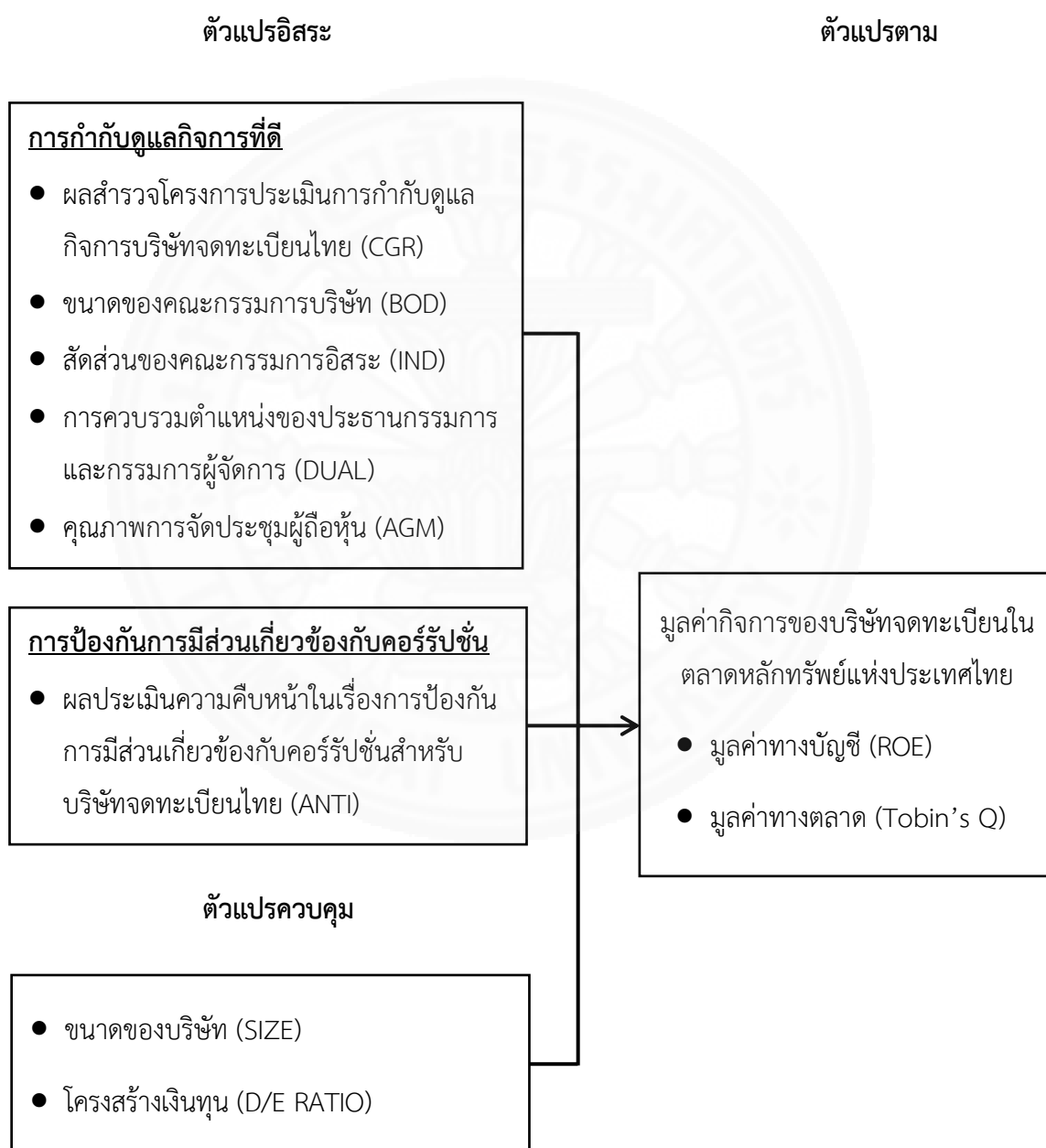
2.5.6.2 โครงสร้างเงินทุนกับมูลค่ากิจการของบริษัท

ผู้บริหารจะต้องวางแผนและตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน เพื่อหาสัดส่วนที่เหมาะสมต่อบริษัทและสภาพธุรกิจ โดยอาศัยการตัดสินใจอย่างมีเหตุผลและรอบคอบจึงจะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อบริษัท ซึ่งผู้บริหารสามารถเลือกแหล่งเงินทุนทั้งภายใน เช่น กำไรสะสมหรือแหล่งเงินทุนภายนอก เช่น การออกหุ้นกู้ การออกหุ้นสามัญ หรือการกู้ยืมเงินจากธนาคารทั้งระยะสั้นและระยะยาว โดยจะต้องคำนึงถึงสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนระหว่างการก่อหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ให้มีความเหมาะสม เพื่อสร้างความมั่นคงให้กับผู้ถือหุ้นด้วยราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้น

งานวิจัยของ Leland (1994) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วน
ของหนี้สินและทุนต่อมูลค่าของกิจการ ซึ่งผลปรากฏว่า มีความสัมพันธ์กันในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ
โดยเห็นได้จากโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มีหนี้สินที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น แต่
จะเพิ่มขึ้นถึงระดับหนึ่งเท่านั้น และเมื่อมีการก่อหนี้สินเพิ่มขึ้นจากระดับนี้ จะส่งผลให้มูลค่าของ
กิจการลดลง เนื่องจากต้นทุนต่าง ๆ จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่มากกว่าผลประโยชน์ที่จะได้รับในรูปของ
สิทธิประโยชน์ทางภาษี ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Shleifer and Vishny (1997) ที่พบว่า การ
กัวยืมเงินเป็นกลไกของการกำกับดูแลกิจการอย่างหนึ่งที่ดีกว่าการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน เนื่องจากฝ่าย
จัดการจะได้รับแรงกดดันจากเจ้าหนี้ในการจ่ายชำระหนี้และรับผิดชอบภาระดอกเบี้ยที่เกิดขึ้น จึงทำ
ให้ฝ่ายจัดการบริหารงานได้อย่างเหมาะสม ทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น รวมทั้งงานวิจัยของ Chou and
Lee (2007) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม กับอัตราผลตอบแทนจาก
ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงินในประเทศไต้หวัน โดยผลการศึกษาพบว่าตัวแปรทั้ง
สองมีความสัมพันธ์กัน ตามทฤษฎี Trade - Off ที่กล่าวไว้ว่า มูลค่ากิจการของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเมื่อมี
การก่อหนี้เพิ่มขึ้นไปจนถึงระดับหนึ่งแล้วจะลดลงเมื่อมีการก่อหนี้เกินกว่าระดับนี้ นอกจากนี้ Berger
(1997) ได้ศึกษาบริษัทในกลุ่มของธนาคารที่ประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า โครงสร้างเงินทุนกับผลการ
ดำเนินงานของบริษัทที่วัดจาก ROE มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่งานวิจัยของ
นริศรา นันทาภิวัฒน์ (2550) กลับพบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับมูลค่าเพิ่ม
เชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA) ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัท
ในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงกำหนดให้โครงสร้างเงินทุน โดยใช้อัตราส่วน
หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio) เป็นตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัท

2.6 กรอบแนวคิดของงานวิจัย

จากการศึกษาแนวคิดและทฤษฎีต่าง ๆ รวมทั้งงานวิจัยที่เกี่ยวข้องต่าง ๆ ข้างต้น ผู้วิจัยได้นำแนวคิดและทฤษฎีต่าง ๆ ที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรม มากำหนดเป็นกรอบแนวคิดของงานวิจัย เพื่อใช้เป็นแนวทางในการดำเนินงาน ดังนี้



ภาพที่ 2.2 กรอบแนวคิดของงานวิจัย

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

ในบทนี้จะเป็นส่วนของวิธีการดำเนินงานวิจัย ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการศึกษาในหัวข้อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผู้วิจัยได้ทำการศึกษา ค้นคว้าตามขั้นตอน ดังต่อไปนี้

- 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.3 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย
- 3.4 สมมติฐานของงานวิจัย
- 3.5 การวิเคราะห์ข้อมูลและการทดสอบสมมติฐาน

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.1.1 ประชากร

ประชากร (Population) ที่อยู่ในกลุ่มเป้าหมายสำหรับการศึกษารั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในปี พ.ศ. 2558 และมีข้อมูลครบถ้วน ดังต่อไปนี้

3.1.1.1 ได้รับผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยซึ่งนำเสนอไว้ใน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) โดยจะทำการศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีคะแนนอยู่ในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” เท่านั้น เนื่องจากทางสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้เปิดเผยเฉพาะรายชื่อของบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในช่วงดังกล่าว

3.1.1.2 ได้รับผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (Anti-corruption Progress Indicator) จากสถาบันไทยพัฒนา

3.1.1.3 ได้รับผลประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี (AGM Assessment Project) จากสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย

3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้สำหรับการศึกษารั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environment Social and Governance: ESG) อยู่ในกลุ่ม ESG100 โดยนำมาจากรายชื่อที่หน่วยงาน ESG Rating สถาบันไทยพัฒน์ประกาศไว้ (ไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน) ในปี พ.ศ. 2559 ซึ่งเป็นผลการคัดเลือกจากปี พ.ศ. 2558 รวมทั้งสิ้นจำนวน 100 บริษัท โดยแสดงรายละเอียดอยู่ในภาคผนวก ก. รายชื่อบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง

ตารางที่ 3.1

จำนวนบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาจำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	กลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 (จำนวนบริษัท)
กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	14
กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	8
กลุ่มธุรกิจการเงิน	13
กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	12
กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	16
กลุ่มทรัพยากร	9
กลุ่มบริการ	19
กลุ่มเทคโนโลยี	9
รวมทั้งสิ้น	100

3.2 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยฉบับนี้ เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเก็บข้อมูลเป็นรายปี โดยใช้ข้อมูลของปี พ.ศ. 2558 เพื่อเปรียบเทียบมูลค่ากิจการของแต่ละบริษัท ผู้วิจัยจึงเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจากแหล่งข้อมูล ดังต่อไปนี้

(1) ข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรต้นเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้แก่ ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) จากเว็บไซต์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (www.thai-iod.com) และคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) จากเว็บไซต์ของสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย (www.thaiinvestors.com) ตัวแปรต้นเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีอื่น ๆ ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND) การควรรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ (DUAL) นั้น สามารถเก็บข้อมูลได้จากรายงานประจำปี และแบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) เว็บไซต์ของบริษัท และเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th) นอกจากนี้ ตัวแปรต้นเกี่ยวกับการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน ได้แก่ ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) จากเว็บไซต์ของสถาบันไทยพัฒนา (www.thaicr.com) และเว็บไซต์ www.cgthailand.org

(2) ข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นมูลค่ากิจการจากผลการดำเนินงานทางบัญชี และ Tobin's Q เป็นมูลค่ากิจการจากผลการดำเนินงานทางตลาดนั้น สามารถเก็บข้อมูลได้จากรายงานทางการเงิน DATASTREAM SETSMART (www.setsmart.or.th)

(3) ข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (SIZE) และโครงสร้างเงินทุน โดยวัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E RATIO) สามารถเก็บข้อมูลได้จากรายงานทางการเงิน DATASTREAM SETSMART (www.setsmart.or.th)

3.3 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยครั้งนี้ ประกอบด้วยรายละเอียด ดังนี้

3.3.1 ตัวแปรต้น หรือตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ประกอบด้วย

3.3.1.1 ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) คือ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่อยู่ในระดับต่าง ๆ โดยที่

- (1) CGR = 1 เมื่อคะแนนอยู่ในช่วง 70 - 79 คะแนน ระดับ “ดี”
- (2) CGR = 2 เมื่อคะแนนอยู่ในช่วง 80 - 89 คะแนน ระดับ “ดีมาก”
- (3) CGR = 3 เมื่อคะแนนอยู่ในช่วง 90 คะแนนขึ้นไป ระดับ “ดีเลิศ”

3.3.1.2 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) คือ จำนวนกรรมการทั้งหมดใน คณะกรรมการบริษัท นับรวมถึงกรรมการที่เป็นผู้บริหาร กรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร และกรรมการอิสระ

3.3.1.3 สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND) คำนวณจาก จำนวนกรรมการ อิสระ หารด้วยจำนวนกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการบริษัท

3.3.1.4 การควมรวมตำแหน่งของกรรมการผู้จัดการและประธานกรรมการ (DUAL) พิจารณาจากตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ หรือประธานเจ้าหน้าที่บริหาร หรือผู้จัดการใหญ่ของแต่ละบริษัท หากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งทั้งสองเป็นบุคคลเดียวกัน (CEO Duality) แสดงถึงการควมรวมอำนาจแบบเบ็ดเสร็จ ทำให้ไม่มีการถ่วงดุลอำนาจ เนื่องจากการตัดสินใจจะขึ้นอยู่กับบุคคลเพียงคนเดียว มีอำนาจโดยไม่จำกัด โดยที่

(1) DUAL = 1 เมื่อประธานกรรมการเป็นคนเดียวกันกับกรรมการผู้จัดการ หรือประธานเจ้าหน้าที่บริหาร หรือผู้จัดการใหญ่

(2) DUAL = 0 เมื่อประธานกรรมการเป็นคนละคนกับกรรมการผู้จัดการ หรือประธานเจ้าหน้าที่บริหาร หรือผู้จัดการใหญ่

3.3.1.5 คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) คือ คะแนนการประเมินคุณภาพ การจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปีของแต่ละบริษัท ที่อยู่ในระดับต่าง ๆ โดยที่

(1) AGM = 1 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “ดี”

(2) AGM = 2 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “ดีมาก”

(3) AGM = 3 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “ดีเยี่ยมและสมควรเป็นตัวอย่าง”

3.3.1.6 ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับ คอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) คือ คะแนนการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการ ป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicator) โดยแบ่งออกเป็น

(1) ANTI = 1 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “มีนโยบาย”

(2) ANTI = 2 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “ประกาศเจตนารมณ์”

(3) ANTI = 3 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “มีมาตรการป้องกัน”

(4) ANTI = 4 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “ได้รับการรับรอง”

(5) ANTI = 5 เมื่อคะแนนอยู่ในระดับ “ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง”

3.3.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variables) ที่ใช้เป็นตัวชี้วัดมูลค่ากิจการของบริษัท ในงานวิจัยนี้ คือ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return On Equity : ROE) เป็นมูลค่ากิจการของบริษัทจากผลการดำเนินงานทางบัญชี และ Tobin's Q Ratio เป็นมูลค่ากิจการของบริษัทจากผลการดำเนินงานทางตลาด โดยสูตรการคำนวณตัวชี้วัดมูลค่ากิจการของบริษัททั้ง 2 ตัวแปร มีดังนี้

3.3.2.1 อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) คำนวณจาก

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Book Value of Equity}}$$

3.3.2.2 Tobin's Q Ratio ในงานวิจัยฉบับนี้จะคำนวณค่า Tobin's Q Ratio ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) เนื่องจากมีการปรับสูตรในการคำนวณ Tobin's Q ให้ง่ายขึ้น โดยคำนวณมูลค่าทางการตลาดของบริษัทจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญและจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ) และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนจากสินทรัพย์หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว) และใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548)

$$\text{Tobin's Q} = \frac{(\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT})}{\text{BVA}}$$

โดยที่	MVE	=	มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ
	PS	=	มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ
	DEBT	=	มูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนจากสินทรัพย์หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว)
	BVA	=	มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์

3.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables) เป็นปัจจัยที่อาจมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัท ผู้วิจัยจึงได้กำหนดตัวแปรควบคุมสำหรับงานวิจัยนี้ ประกอบด้วย

3.3.3.1 ขนาดของบริษัท (SIZE) คำนวณจากมูลค่าของสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นรอบบัญชี ของแต่ละบริษัท

3.3.3.2 โครงสร้างเงินทุน (D/E RATIO) คำนวณจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E RATIO) ณ วันสิ้นรอบบัญชี ของแต่ละบริษัท

3.4 สมมติฐานของงานวิจัย

จากกรอบแนวคิดของงานวิจัย สามารถนำมากำหนดสมมติฐาน ได้ดังต่อไปนี้

3.4.1 ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

H_{1a} : ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

H_{1b} : ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

3.4.2 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท

H_{2a} : ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

H_{2b} : ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

3.4.3 สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ

H_{3a} : สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

H_{3b} : สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

3.4.4 การควบรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ

H_{4a} : การควบรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

H_{4b} : การควบรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

3.4.5 คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น

H_{5a} : คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

H_{5b} : คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

3.4.6 ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน

H_{6a} : ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

H_{6b} : ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

สมมติฐานของงานวิจัย สามารถเขียนเป็นสมการความสัมพันธ์ โดยใช้แบบจำลอง ดังนี้

$$\text{ROE} = \beta_0 + \beta_1\text{CGR} + \beta_2\text{BOD} + \beta_3\text{IND} + \beta_4\text{DUAL} + \beta_5\text{AGM} + \beta_6\text{ANTI} + \beta_7\text{SIZE} + \beta_8\text{DE} + e$$

$$\text{Tobin's Q} = \beta_0 + \beta_1\text{CGR} + \beta_2\text{BOD} + \beta_3\text{IND} + \beta_4\text{DUAL} + \beta_5\text{AGM} + \beta_6\text{ANTI} + \beta_7\text{SIZE} + \beta_8\text{DE} + e$$

โดยกำหนดให้

CGR = ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

BOD = ขนาดของคณะกรรมการบริษัท

IND = สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ

DUAL = การควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ

AGM = คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น

ANTI = ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน

SIZE = ขนาดของบริษัท

DE = โครงสร้างเงินทุน

e = ค่าความคลาดเคลื่อน

3.5 การวิเคราะห์ข้อมูลและการทดสอบสมมติฐาน

ในการวิเคราะห์ข้อมูลและการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยนี้ เป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณ ซึ่งข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติในการวิเคราะห์ข้อมูลดังต่อไปนี้

3.5.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

เป็นข้อมูลที่ใช้ในการสรุปลักษณะเบื้องต้นของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา โดยนำเสนอในรูปแบบของค่าความถี่ ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

3.5.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ในการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย (Hypothesis Testing) โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติซึ่งมีเครื่องมือในการวิเคราะห์ผลทางสถิติ ดังต่อไปนี้

3.5.2.1 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression)

เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้น คือ ปัจจัยที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน กับตัวแปรตามคือ มูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ของกลุ่มตัวอย่าง

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในบทนี้จะกล่าวถึงการวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัยที่ได้จากแบบจำลองที่นำเสนอไว้ในบทที่ 3 ซึ่งเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ส่วน ดังต่อไปนี้

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อใช้อธิบายลักษณะเบื้องต้นของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา โดยนำเสนอในรูปแบบของความถี่ ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้น คือ ปัจจัยที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน กับตัวแปรตามคือ มูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของกลุ่มตัวอย่าง ด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression)

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล อยู่ในกลุ่ม ESG100 (ไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน) รวมทั้งสิ้นจำนวน 100 บริษัท เก็บข้อมูลเป็นรายปี โดยใช้ข้อมูลของปี พ.ศ. 2558 กลุ่มตัวอย่างมีลักษณะดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.1

ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR)

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ระดับ	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
90 - 100		ดีเลิศ	41	41
80 - 89		ดีมาก	45	45
70 - 79		ดี	14	14
รวม			100	100

จากตารางที่ 4.1 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในช่วง 80 - 89 คะแนน อยู่ในระดับ “ดีมาก” ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 45 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด แสดงว่า บริษัทจดทะเบียนฯ เห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดีมากขึ้น

ตารางที่ 4.2

ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD)

จำนวนกรรมการ (คน)	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
6 - 10	45	45
11 - 15	51	51
16 - 20	3	3
21 - 25	1	1
รวม	100	100

จากตารางที่ 4.2 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่มีจำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด 11 - 15 คน ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 51 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด รองลงมาคือ มีจำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด 6 - 10 คน ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 45 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด สอดคล้องกับแนวทางปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับโครงสร้างคณะกรรมการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งคณะกรรมการควรมีขนาดที่เหมาะสมต้องมีจำนวนไม่น้อยกว่า 5 คน และไม่ควรมากเกิน 12 คน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับขนาด ประเภท และความซับซ้อนของธุรกิจ

ตารางที่ 4.3

สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND)

สัดส่วนของกรรมการอิสระ (%)	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
0 - 30	1	1
31 - 40	54	54
41 - 50	32	32
51 - 60	9	9
61 - 70	4	4
รวม	100	100

จากตารางที่ 4.3 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่ มีสัดส่วนของกรรมการอิสระ 31 - 40% ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 54 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด เป็นไปตามแนวทางที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด ให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีสัดส่วนกรรมการอิสระเป็นจำนวน 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด หรือคิดเป็น 33.33% เพื่อให้สามารถถ่วงดุลอำนาจการบริหารงานและลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ แสดงให้เห็นถึงการบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพและมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ตารางที่ 4.4

การควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL)

การควมรวมตำแหน่ง	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
ประธานกรรมการ เป็นคนเดียวกัน กับกรรมการผู้จัดการ หรือ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร หรือผู้จัดการใหญ่	12	12
ประธานกรรมการ เป็นคนละคนกัน กับกรรมการผู้จัดการ หรือ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร หรือผู้จัดการใหญ่	88	88
รวม	100	100

จากตารางที่ 4.4 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่ไม่มีการควมรวมตำแหน่ง ซึ่งมีประธานกรรมการเป็นคนละคนกันกับกรรมการผู้จัดการ หรือประธานเจ้าหน้าที่บริหาร หรือผู้จัดการใหญ่ ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 88 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2555 กล่าวไว้ว่าคณะกรรมการบริษัทควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจน และเพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการหรือประธานเจ้าหน้าที่บริหาร หรือผู้จัดการใหญ่

ตารางที่ 4.5

คะแนนการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี (AGM)

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ระดับ	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
100	■■■■■	ดีเยี่ยมและสมควร เป็นตัวอย่าง	49	49
90 - 99	■■■■	ดีมาก	41	41
80 - 89	■■■	ดี	10	10
รวม			100	100

จากตารางที่ 4.5 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่มีคะแนนการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี คือ 100 คะแนนเต็ม อยู่ในระดับ “ดีเยี่ยมและสมควรเป็นตัวอย่าง” ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 49 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด แสดงถึงความตั้งใจของบริษัทที่จะให้ผู้ถือหุ้นได้มีส่วนร่วมในการบริหารงานอย่างแท้จริง เพื่อส่งเสริมให้มีกลไกถ่วงดุลและตรวจสอบในการบริหารที่ดี อันเป็นหัวใจของการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ตารางที่ 4.6

คะแนนการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน (ANTI)

ระดับ	การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
5	ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง (Extended)	9	9
4	ได้รับการรับรอง (Certified)	22	22
3	มีมาตรการป้องกัน (Established)	51	51
2	ประกาศเจตนารมณ์ (Declared)	13	13
1	มีนโยบาย (Committed)	5	5
รวม		100	100

จากตารางที่ 4.6 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่มีคะแนนการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน อยู่ระดับ 3 คือมีมาตรการป้องกัน ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 51 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด แสดงให้เห็นถึงระดับขอบเขตของนโยบายของบริษัท เช่น ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องและต่อต้านผู้เกี่ยวข้อง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงานเพื่อให้ความรู้เกี่ยวกับนโยบายและแนวปฏิบัติในการต่อต้านการทุจริต รองลงมาคืออยู่ระดับ 4 ได้รับการรับรอง ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 22 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนมีแนวโน้มที่จะพัฒนากระบวนการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน เพื่อให้ได้รับรองเป็นสมาชิกแนวร่วมปฏิบัติ (CAC) ของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านคอร์รัปชัน

ตารางที่ 4.7

ข้อมูลทางการเงินที่สำคัญของกลุ่มตัวอย่าง

ข้อมูลทางการเงินที่สำคัญ	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ขนาดของบริษัท (SIZE) (ล้านบาท)	485.24	2,815,329.65	124,987.65	463,424.10
โครงสร้างเงินทุน (DE Ratio) (เท่า)	0.06	10.25	1.53	2.25
มูลค่ากิจการทางบัญชี (ROE) (%)	4.28	82.32	18.77	12.29
มูลค่ากิจการทางตลาด (Tobin's Q Ratio) (เท่า)	1.34	2.55	1.94	0.32

จากตารางที่ 4.7 แสดงให้เห็นถึงข้อมูลทางการเงินที่สำคัญของกลุ่มตัวอย่าง ในภาพรวมพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) ของกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 124,987.65 ล้านบาท โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 2,815,329.65 ล้านบาท มาจากบริษัทที่อยู่ในหมวดธุรกิจการเงิน ในขณะที่ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 485.24 ล้านบาท มาจากบริษัทที่อยู่ในหมวดธุรกิจแพชชั่น จึงทำให้มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 463,424.10 เนื่องจากขนาดของบริษัทแทนค่าด้วยมูลค่าสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท ซึ่งมีความแตกต่างกันของอุตสาหกรรมและการดำเนินธุรกิจ แต่ละบริษัทย่อมมีเกณฑ์ในการพิจารณาทรัพยากรที่คาดว่าจะได้รับประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตที่แตกต่างกัน หากพิจารณาโครงสร้างเงินทุน (DE Ratio) ของกลุ่มตัวอย่างพบว่า มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.53 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 10.25 มาจากบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน จึงทำให้มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.25 สาเหตุเพราะความแตกต่างของกลุ่มอุตสาหกรรม เช่นเดียวกับมูลค่ากิจการทางบัญชี (ROE) ของกลุ่มตัวอย่างพบว่า มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 18.77 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 82.32 มาจากบริษัทที่อยู่ในกลุ่มเทคโนโลยี ทำให้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 12.29 สาเหตุเพราะประเภทของการดำเนินธุรกิจที่มีต้นทุนจากการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ที่มีต้นทุนต่ำกว่าผลตอบแทนจากสินทรัพย์ จึงมีผลตอบแทนส่วนเกินไปสมทบแก่ส่วนของ ผู้ถือหุ้นได้ นอกจากนี้ เมื่อพิจารณามูลค่ากิจการทางตลาด (Tobin's Q Ratio) ของกลุ่มตัวอย่างพบว่า มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.94 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.32 อธิบายได้ว่า กลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทซึ่งอยู่ในกลุ่ม ESG100 สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Tobin's Q Ratio มีค่ามากกว่า 1) มีข้อได้เปรียบทางการแข่งขันบางอย่างในการบริหารงาน ที่ทำให้บริษัทได้รับผลตอบแทนของเงินลงทุนในอัตราที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุน ทำให้มูลค่ากิจการทางการตลาดของบริษัท มีค่ามากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไปเพื่อก่อให้เกิดมูลค่านั้น

ตารางที่ 4.8

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง (ROE)

Pearson Correlations

	ROE	CGR	BOD	IND	DUAL	AGM	ANTI	SIZE
Correlation CGR	.651**							
BOD	-.638**	-.825**						
IND	.300**	.029	.110					
DUAL	.143	-.100	-.008	.098				
AGM	.484	.557**	.411**	.085	-.078			
ANTI	.444**	.191*	.180*	.353**	.031	.231**		
SIZE	-.070	-.228*	-.059	-.135	.051	.000	.011	
DE	-.067**	-.077	-.052	-.154	-.055	.029	-.129	.468**

**Sig. ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 *Sig. ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตารางที่ 4.8 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ภายในระหว่างตัวแปรจากแบบจำลอง (ROE) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) และคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) มีความสัมพันธ์กับผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 รวมถึงผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) และขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์กับผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) มีความสัมพันธ์กับ คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 และมีความสัมพันธ์กับผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 นอกจากนี้ยังพบว่า การควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL) คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) และขนาดของบริษัท (SIZE) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 4.9

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง (Tobin's Q)

Pearson Correlations

	TOBIN	CGR	BOD	IND	DUAL	AGM	ANTI	SIZE
Correlation CGR	.538**							
BOD	.335	.254**						
IND	-.173	-.071	-.141					
DUAL	-.024	.023	-.087	.132				
AGM	.421*	.347**	.179*	.016	-.117			
ANTI	.500**	.313**	.243**	-.270**	-.034	.356**		
SIZE	.570**	.519**	.411**	-.134	.052	.241**	.433**	
DE	.197	.362**	.106	-.034	.051	.203*	.378**	.305**

**Sig. ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01, *Sig. ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตารางที่ 4.8 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ภายในระหว่างตัวแปรจากแบบจำลอง (Tobin's Q) พบว่า ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND) และการควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL) อย่างมีนัยสำคัญ นอกนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรที่เหลืออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 ในขณะที่ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) ไม่มีความสัมพันธ์กับการควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL) อย่างมีนัยสำคัญ นอกนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรที่เหลืออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 สำหรับขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) และโครงสร้างเงินทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์กับคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND) การควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL) และโครงสร้างเงินทุน (D/E Ratio) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธี Enter ในการเลือกตัวแปรอิสระ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระหรือตัวแปรต้นกับตัวแปรตามของกลุ่มตัวอย่างในแต่ละกรณี ซึ่งผลที่ได้จากการวิเคราะห์ตัวแปร มีดังต่อไปนี้

4.2.1 แบบจำลองที่ 1 : ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

ผู้วิจัยได้กำหนดแบบจำลองที่ 1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE) ดังนี้

$$\text{ROE} = \beta_0 + \beta_1\text{CGR} + \beta_2\text{BOD} + \beta_3\text{IND} + \beta_4\text{DUAL} + \beta_5\text{AGM} + \beta_6\text{ANTI} + \beta_7\text{SIZE} + \beta_8\text{DE} + e$$

ผลการทดสอบแบบจำลองที่ 1 แสดงในตารางที่ 4.10 – 4.12

ตารางที่ 4.10

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน ที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.788 ^a	.621	.588	7.89129	.621	18.644	8	91	.000

a. Predictors: (Constant), DE, AGM, DUAL, IND, ANTI, BOD, SIZE, CGR

b. Dependent Variable: ROE

จากตารางที่ 4.10 พบว่า ค่าประสิทธิภาพในการทำนาย (R Square) = 0.621 หรือร้อยละ 62.1 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตัวแปรการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และตัวแปรควบคุม สามารถอธิบายมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE) ได้ร้อยละ 62.1 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐานเท่ากับ ± 7.89 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 37.9 เกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่น

ตารางที่ 4.11

ผลของระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (ROE) และตัวแปรต้นทุกตัวโดยใช้สถิติ F

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9287.990	8	1160.999	18.644	.000 ^b
	Residual	5666.793	91	62.272		
	Total	14954.783	99			

a. Dependent Variable: ROE

b. Predictors: (Constant), DE, AGM, DUAL, IND, ANTI, BOD, SIZE, CGR

จากตารางที่ 4.11 ได้ค่า F = 18.644 และค่า Sig. = 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ (กำหนดระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95) นั่นคือ มีตัวแปรต้นหรือตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว ที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

ตารางที่ 4.12

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (ROE) กับตัวแปรอิสระ

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-36.721	12.696		-2.892	.005		
CGR	16.425	2.484	.363	2.587	.000	.212	3.727
BOD	-6.306	2.478	-.168	-2.545	.013	.961	1.041
IND	21.000	9.616	.157	2.184	.032	.807	1.239
DUAL	1.027	.554	.227	1.853	.067	.277	3.612
AGM	2.420	1.495	.131	1.619	.109	.636	1.571
ANTI	3.197	.938	.245	3.409	.001	.804	1.244
SIZE	.165	.506	.026	.326	.745	.648	1.544
DE	.117	.407	.021	.288	.024	.748	1.337

a. Dependent Variable: ROE

จากค่าสถิติในตารางที่ 4.12 สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการทางบัญชี (ROE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อีกทั้งสามารถตรวจสอบปัญหา Multicollinearity ได้จากค่า Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่งเป็นค่าที่วัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตั้งแต่แต่ละตัวว่าอยู่ในระดับใด โดยค่า VIF ที่มีค่ามาก แสดงว่าตัวแปรต้นนั้น ๆ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตัวอื่น ๆ ค่อนข้างมาก โดยถ้าค่า VIF มากกว่า 5 แสดงว่าอาจจะมีปัญหา Multicollinearity หรือสามารถดูได้จากค่า Tolerance ซึ่งมีค่าตั้งแต่ 0.212 - 0.961 สามารถตีความได้ว่า สมการถดถอยที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ไม่มีปัญหา Multicollinearity (O'brien, 2007)

ค่า t ซึ่งเป็นค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับสัมประสิทธิ์ความถดถอย เพื่อพิจารณาว่าจะยอมรับหรือปฏิเสธความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการทางบัญชี (ROE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะยอมรับสมมติฐานนั้น ๆ เมื่อ ค่า Sig. มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ และจะปฏิเสธสมมติฐานนั้น ๆ เมื่อ ค่า Sig. มีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ ซึ่งจากตารางที่ 4.10 จะเห็นได้ว่า มีตัวแปรอิสระที่ศึกษาที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ทั้งหมด 4 ตัวแปร ได้แก่ ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND) และผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) นอกจากนี้ตัวแปรอิสระที่ศึกษาข้างต้นแล้ว จะเห็นได้ว่า มีตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อีก 1 ตัวแปร คือ โครงสร้างเงินทุน (D/E Ratio)

ผลของการวิเคราะห์แต่ละตัวแปร จะได้ค่า Beta หรือค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอย (Standardized Coefficients) ซึ่งเป็นค่าที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม ถ้าตัวแปรต้นตัวใดมีค่า Beta สูง แสดงว่าตัวแปรต้นตัวนั้นส่งผลต่อตัวแปรตามมาก โดยตัวแปรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE) มากที่สุดคือ ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) รองลงมาคือ ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND) และโครงสร้างเงินทุน (D/E Ratio) ตามลำดับ ซึ่งสามารถอธิบายผลในแต่ละสมมติฐานที่นำเสนอไว้ในบทที่ 3 ได้ดังต่อไปนี้

H_{1a} : ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวก กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

จากตารางที่ 4.12 พบว่า ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ และมีค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยเท่ากับ 16.425 จึงยอมรับสมมติฐาน (H_{1a}) สรุปผลได้ว่า ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 กล่าวคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประเมินให้มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับที่สูงกว่า จะมีมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สูง

แสดงให้เห็นว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดี จะช่วยสร้างความเชื่อมั่นและภาพลักษณ์ที่ดีต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย รวมถึงสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ สอดคล้องกับงานวิจัยของ สรินยา เชาวน์เกษม (2552) ที่พบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm Financial Performance) ในรูปของอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์กับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating) อย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ดีย่อมได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ดีตามไปด้วย นอกจากนี้ การศึกษาของ Gompers et al. (2003) ยังพบว่า บริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาที่มีคุณภาพในด้านสิทธิของผู้ถือหุ้นหรือมีการจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีสหสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลตอบแทนที่ได้รับจากการถือหุ้นเมื่อวัดจากมูลค่าของกิจการ (Firm Value) โดยบริษัทที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นมากจะมีมูลค่ากิจการสูง ผลกำไรสูง และอัตราการเติบโตของยอดขายสูง ในขณะที่บริษัทที่เน้นโครงสร้างการบริหารจากเจ้าของจะมีมูลค่ากิจการต่ำกว่า

H_{2a} : ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

จากตารางที่ 4.12 พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.013 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ และมีค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยเท่ากับ -6.306 จึงยอมรับสมมติฐาน (H_{2a}) สรุปผลได้ว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 กล่าวคือ ถ้าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีจำนวนกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการบริษัทมาก มูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จะลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Hermalin and Weisbach (1991) ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่ขึ้นจะทำให้ผลการดำเนินงานมีประสิทธิภาพน้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดของคณะกรรมการที่เล็กกว่า เนื่องจากเกิดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทนเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Onokoya et al. (2014) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทสำหรับกลุ่มธนาคารของไนจีเรีย แล้วพบว่าปัจจัยการกำกับดูแลกิจการด้านขนาดของคณะกรรมการในบริษัทและสัดส่วนของจำนวนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญ

H_{3a} : สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

จากตารางที่ 4.12 พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.032 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ และมีค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอย เท่ากับ 21.000 จึงยอมรับสมมติฐาน (H_{3a}) สรุปผลได้ว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 กล่าวคือ ถ้าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมากขึ้น จะส่งผลให้มูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าสูงขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bai, Liu, Lu, Song and Zhang (2004) ที่พบว่า จำนวนกรรมการอิสระที่มากขึ้นมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีขึ้น เนื่องจากกรรมการอิสระนั้นจะตรวจสอบการปฏิบัติงานของฝ่ายจัดการได้ดีกว่ากรรมการที่มาจากภายใน รวมทั้งงานวิจัยของ Dehaene et al. (2001) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศเบลเยียม ซึ่งพบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท กล่าวคือ บริษัทที่มีกรรมการอิสระมากขึ้นจะมีอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้น

H_{4a} : การควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

จากตารางที่ 4.12 พบว่า การควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.067 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ จึงปฏิเสธสมมติฐาน (H_{4a}) สรุปผลได้ว่า การควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ทั้งนี้เนื่องจากมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ขึ้นอยู่กับการบริหารจัดการและร่วมกันตัดสินใจของฝ่ายจัดการผ่านการตรวจสอบจากคณะกรรมการบริษัท ไม่ได้ขึ้นอยู่กับการที่ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการเป็นบุคคลคนเดียวหรือไม่ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ramos and Garcia-Olalla (2011) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ของการที่ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการใหญ่เป็นบุคคลคนเดียวกับผลการดำเนินงาน ถ้าประธานกรรมการเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท รวมถึงงานวิจัยของ Priya and Nimalathan (2013) ที่ศึกษาพบว่า การรวมหรือแยกตำแหน่งประธานกรรมการกับกรรมการผู้จัดการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพียง 1% เท่านั้น

H_{5a} : คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

จากตารางที่ 4.12 พบว่า คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.109 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ และมีค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยเท่ากับ 2.420 จึงปฏิเสธสมมติฐาน (H_{5a}) สรุปผลได้ว่า คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการจัดประชุมผู้ถือหุ้นที่มีคุณภาพที่ไม่แตกต่างกันมากนัก นอกจากนี้ การจัดประชุมผู้ถือหุ้นถือเป็นหน้าที่พื้นฐานขององค์กรที่จะปกป้องและรักษาสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น รวมทั้งเป็นส่วนหนึ่งในการสร้างธรรมาภิบาลที่ดีให้เกิดขึ้นกับองค์กร ปัจจัยคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นจึงไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE) นอกจากนี้ คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นอาจส่งผลต่อมูลค่าของกิจการในอนาคต ซึ่งยังไม่ได้สะท้อนอยู่ในมูลค่ากิจการทางบัญชี ผลการวิจัยข้างต้นขัดแย้งกับงานวิจัยของ Gabriela (2016) ที่พบว่าการศึกษาที่คณะกรรมการตรวจสอบมีการประชุมบ่อยครั้งและต่อเนื่อง จะทำให้บริษัทมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้น สามารถสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นได้อย่างมีคุณภาพ เนื่องจากการดำเนินธุรกิจมาจากการบริหารจัดการครบทุกด้านไม่ใช่เพียงคุณภาพในการจัดประชุมผู้ถือหุ้นเท่านั้น

H_{6a} : ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันมีความสัมพันธ์ กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)

จากตารางที่ 4.12 พบว่า ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.001 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ และมีค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยเท่ากับ 3.197 จึงยอมรับสมมติฐาน (H_{6a}) สรุปผลได้ว่า ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 กล่าวคือ ถ้าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันในระดับที่สูงกว่า จะส่งผลให้มีมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สูงด้วย สอดคล้องกับโครงการศึกษาวิจัยของ เดือนเด่น นิคมบริรักษ์ และคณะ (2554) พบว่า หากเกิดการทุจริตคอร์รัปชันในภาคธุรกิจเอกชนไม่ว่าจะเป็นรูปแบบใด ถือเป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีพฤติกรรมความผิดที่เคยเกิดขึ้นจริงในอดีต เช่น ยักยอกทรัพย์ สร้างข้อมูลเท็จ ฝ่าฝืนกฎระเบียบ

การใช้ข้อมูลภายใน และการกระทำที่ผิดต่อหลักธรรมาภิบาล ส่งผลให้บริษัทได้รับความเสียหายทั้งด้านการเงิน ด้านชื่อเสียง และมีมูลค่ากิจการที่ลดลง เมื่อวัดจาก ROE เป็นข้อสนับสนุนได้ว่า การร่วมมือกันต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชันที่สร้างความเสียหายและผูกขาดธุรกิจแก่กลุ่มที่ได้ผลประโยชน์ จะช่วยสร้างพื้นที่ประกอบธุรกิจที่แข่งขันอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรมกับทุกฝ่าย ลดต้นทุนที่ไม่ก่อให้เกิดประสิทธิผลแก่ทุกบริษัท ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของแต่ละบริษัทมีความน่าเชื่อถือ มีความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ และสร้างผลตอบแทนกลับคืนให้ผู้ถือหุ้นได้อย่างสมเหตุสมผลมากยิ่งขึ้น

นอกจากตัวแปรอิสระข้างต้นแล้ว จากตารางที่ 4.12 ยังพบว่า ตัวแปรควบคุม โครงสร้างเงินทุน (D/E Ratio) แสดงค่า Sig. เท่ากับ 0.024 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ และมีค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยเท่ากับ 0.021 แสดงว่า โครงสร้างเงินทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 กล่าวคือ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีหนี้สินเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการ ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้น แสดงว่า กิจการสามารถใช้เงินทุนจากหนี้สินโดยก่อให้เกิดผลตอบแทนที่มากกว่าต้นทุนของหนี้สินนั้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Leland (1994) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินและทุนต่อมูลค่าของกิจการ ซึ่งผลปรากฏว่ามีความสัมพันธ์กันในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ รวมทั้งงานวิจัยของ Chou and Lee (2007) ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงินในประเทศไทยได้ทุกวัน นอกจากนี้ งานวิจัยของ Shleifer and Vishny (1997) ยังพบว่า การกู้ยืมเงินเป็นกลไกของการกำกับดูแลกิจการอย่างหนึ่งที่ดีกว่าการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน เนื่องจากฝ่ายจัดการจะได้รับแรงกดดันจากเจ้าหนี้ในการจ่ายชำระหนี้และรับผิดชอบภาระดอกเบี้ยที่เกิดขึ้น จึงทำให้ฝ่ายจัดการบริหารงานได้อย่างเหมาะสม ทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น

4.2.2 แบบจำลองที่ 2 : ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

ผู้วิจัยได้กำหนดแบบจำลองที่ 2 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE) ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \beta_0 + \beta_1\text{CGR} + \beta_2\text{BOD} + \beta_3\text{IND} + \beta_4\text{DUAL} + \beta_5\text{AGM} + \beta_6\text{ANTI} + \beta_7\text{SIZE} + \beta_8\text{DE} + e$$

ผลการทดสอบแบบจำลองที่ 2 แสดงในตารางที่ 4.13 – 4.15

ตารางที่ 4.13

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน ที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.717 ^a	.514	.471	.23134	.514	12.035	8	91	.000

a. Predictors: (Constant), DE, IND, DUAL, BOD, AGM, CGR, ANTI, SIZE

b. Dependent Variable: TOBIN

จากตารางที่ 4.13 พบว่า ค่าประสิทธิภาพในการทำนาย (R Square) = 0.514 หรือร้อยละ 51.4 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตัวแปรการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และตัวแปรควบคุม สามารถอธิบายมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q) ได้ร้อยละ 51.4 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีความคลาดเคลื่อนมาตรฐานเท่ากับ ± 0.23 ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 48.6 เกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่น

ตารางที่ 4.14

ผลของระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (Tobin's Q) และตัวแปรต้นทุกตัวโดยใช้สถิติ F

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.153	8	.644	12.035	.000 ^b
	Residual	4.870	91	.054		
	Total	10.023	99			

a. Dependent Variable: TOBIN

b. Predictors: (Constant), DE, IND, DUAL, BOD, AGM, CGR, ANTI, SIZE

จากตารางที่ 4.14 ได้ค่า F = 12.035 และค่า Sig. = 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ (กำหนดระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95) นั่นคือ มีตัวแปรต้นหรือตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

ตารางที่ 4.15

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (Tobin's Q) กับตัวแปรอิสระ

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-1.886	.332		-5.679	.000		
CGR	.128	.042	.277	3.038	.003	.643	1.555
BOD	.007	.010	.063	.771	.443	.805	1.242
IND	-.169	.269	-.049	-.628	.532	.884	1.132
DUAL	.003	.073	.003	.044	.965	.946	1.057
AGM	.087	.039	.186	2.252	.027	.780	1.282
ANTI	.082	.031	.244	2.682	.009	.643	1.556
SIZE	.046	.016	.282	2.941	.004	.583	1.716
DE	-.018	.012	-.127	-1.540	.127	.781	1.280

a. Dependent Variable: TOBIN

จากค่าสถิติในตารางที่ 4.15 สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการทางตลาด (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อีกทั้งสามารถตรวจสอบปัญหา Multicollinearity ได้จากค่า Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่งเป็นค่าที่วัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นแต่ละตัวว่าอยู่ในระดับใด โดยค่า VIF ที่มีค่ามาก แสดงว่าตัวแปรต้นนั้น ๆ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตัวอื่น ๆ ค่อนข้างมาก โดยถ้าค่า VIF มากกว่า 5 แสดงว่าอาจจะมีปัญหา Multicollinearity หรือสามารถดูได้จากค่า Tolerance ซึ่งมีค่าตั้งแต่ 0.583 - 0.946 สามารถตีความได้ว่า สมการถดถอยที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ไม่มีปัญหา Multicollinearity (O'brien, 2007)

จากตารางที่ 4.15 จะเห็นได้ว่า มีตัวแปรอิสระที่ศึกษาที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q ทั้งหมด 3 ตัวแปร ได้แก่ ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) และผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) นอกจากนี้ตัวแปรอิสระข้างต้นแล้ว จะเห็นได้ว่า มีตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อีก 1 ตัวแปร คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) โดยตัวแปรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q) มากที่สุดคือ ขนาดของบริษัท (SIZE) รองลงมาคือ ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) และคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) ตามลำดับ ซึ่งสามารถอธิบายผลในแต่ละสมมติฐานที่นำเสนอไว้ในบทที่ 3 ได้ดังต่อไปนี้

H_{1b} : ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวก กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

จากตารางที่ 4.15 พบว่า ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.003 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ และมีค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยเท่ากับ 0.128 จึงยอมรับสมมติฐาน (H_{1b}) สรุปผลได้ว่า ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งยืนยันได้ว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้น ช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Klapper and Love (2004) ได้ค้นพบว่า การจัดทำมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่สูงกว่า โดยวัดจากค่า Return On Assets และยังส่งผลให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้นตามไปด้วย โดยวัดจาก Tobin's Q ซึ่งเป็นมุมมองของตลาด ซึ่งเป็นไปในแนวทางเดียวกันกับงานวิจัยของ นवलนภา อัครพุทธิพร (2550) ที่พบว่า บริษัทที่ได้รับการประเมินให้มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สูงกว่า จะมีค่าเฉลี่ย Tobin's Q สูงกว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำกว่า อย่างมีนัยสำคัญ

H_{2b} : ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

จากตารางที่ 4.15 พบว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.443 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ จึงปฏิเสธสมมติฐาน (H_{2b}) สรุปผลได้ว่า ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท

(Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 กล่าวคือ ไม่ว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีจำนวนคณะกรรมการบริษัทเพิ่มขึ้นหรือลดลงก็ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากขนาดของคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีขนาดไม่แตกต่างกันมากนัก นอกจากนี้ มูลค่าตลาดของกิจการอาจขึ้นอยู่กับคุณภาพของคณะกรรมการมากกว่าปริมาณของคณะกรรมการ ผลการวิจัยข้างต้นขัดแย้งกับกับงานวิจัยของ Yermack (1996) ซึ่งพบว่าขนาดของคณะกรรมการมีผลในทางลบกับการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากขนาดของคณะกรรมการขึ้นอยู่กับรูปแบบขององค์กร

H_{3b} : สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

จากตารางที่ 4.15 พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.532 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ จึงปฏิเสธสมมติฐาน (H_{3b}) สรุปผลได้ว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 เนื่องจากสัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่เป็นไปตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้สามารถถ่วงดุลอำนาจการบริหารงาน ดังนั้น ปัจจัยนี้จึงไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bai et al. (2004) ซึ่งพบว่าการกำกับดูแลกิจการ ด้านสัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในสาธารณรัฐประชาชนจีน ระหว่างปี ค.ศ. 1999 - 2001 แต่อย่างใด

H_{4b} : การควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

จากตารางที่ 4.15 พบว่า การควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.965 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ จึงปฏิเสธสมมติฐาน (H_{4b}) สรุปผลได้ว่า การควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 กล่าวคือ ถึงแม้ว่าประธานกรรมการจะเป็นบุคคลเดียวกันกับกรรมการผู้จัดการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก็ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท เนื่องจากการตัดสินใจดำเนินงานที่ก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่องค์กร จะเป็นการตัดสินใจร่วมกันของคณะกรรมการบริษัท รวมทั้งต้องผ่านการตรวจสอบของคณะกรรมการ

ตรวจสอบ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับประธานกรรมการเพียงคนเดียว สอดคล้องกับงานวิจัยของ Guillet (2012) ที่พบว่า การที่ประธานกรรมการเป็นบุคคลเดียวกันกับประธานเจ้าหน้าที่บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทในธุรกิจภัตตาคารในสหรัฐอเมริกา

H_{5b} : คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

จากตารางที่ 4.15 พบว่า คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.027 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ และมีค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยเท่ากับ 0.087 จึงยอมรับสมมติฐาน (H_{5b}) สรุปผลได้ว่า คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 กล่าวคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นในระดับที่สูงขึ้น จะมีมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q สูงขึ้นด้วยเช่นกัน เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมในการตัดสินใจเรื่องสำคัญในฐานะที่เป็นเจ้าของบริษัท การจัดประชุมผู้ถือหุ้นโดยคำนึงถึงสิทธิและความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นทุกกลุ่ม เป็นเครื่องแสดงถึงความตั้งใจของบริษัทที่จะให้ผู้ถือหุ้นได้มีส่วนร่วมในการบริหารงานอย่างแท้จริง เพื่อส่งเสริมให้มีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัท สอดคล้องกับงานวิจัยของ Khanchel (2007) ที่พบว่า จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา กลุ่มบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดโดย Tobin's Q และเป็นไปในแนวทางเดียวกันกับผลการศึกษาที่พบในงานวิจัยของ Kyereboah-Coleman (2007) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดประชุมผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการ ที่แสดงถึงคุณภาพในการดำเนินธุรกิจเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการ

H_{6b} : ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)

จากตารางที่ 4.15 พบว่า ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) มีค่า Sig. เท่ากับ 0.009 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ และมีค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยเท่ากับ 0.082 จึงยอมรับสมมติฐาน (H_{6b}) สรุปผลได้ว่า ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 กล่าวคือ ถ้าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันในระดับที่สูงขึ้น จะส่งผลให้มูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย

Tobin's Q มีค่าสูงขึ้นด้วยเช่นกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของสังศิต พิริยะรังสรรค์ (2553) ที่พบว่า ผลกระทบที่เกิดจากปัญหาการทุจริตคอร์รัปชันนั้นมีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการที่ลดลง เนื่องจากการผูกขาดโดยนักธุรกิจการเมืองขนาดใหญ่ ไม่ส่งเสริมการแข่งขันที่เป็นธรรมและประสิทธิภาพ นำไปสู่ความอ่อนแอ ความด้อยพัฒนาแล้วขององค์กรทั้งภาครัฐและธุรกิจเอกชน

นอกจากตัวแปรอิสระข้างต้นแล้ว จากตารางที่ 4.15 ยังพบว่า ตัวแปรควบคุม ขนาดของบริษัท (SIZE) แสดงค่า Sig. เท่ากับ 0.004 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญในการทดสอบที่ $\alpha = 0.05$ สรุปผลได้ว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 กล่าวคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีขนาดใหญ่ (มูลค่าสินทรัพย์รวมมากกว่า) จะมีมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q มีค่าสูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กกว่า (มูลค่าสินทรัพย์รวมน้อยกว่า) สอดคล้องกับงานวิจัยของกิตติชัย สติธมันวิวัฒน์ (2548) ที่พบว่า กลไกควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการ ด้านขนาดของบริษัทมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีใช่สถาบันการเงิน ซึ่งใช้ Tobin's Q Ratio เป็นตัวแทนผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนรวมทั้งงานวิจัยของ Beiner, Drobertz, Schmid and Zimmerman (2004) ที่พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สวิตเซอร์แลนด์ นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Majumdar (1997) ที่พบว่า บริษัทในประเทศอินเดียที่มีขนาดใหญ่กว่าจะมีผลกำไรที่ดีกว่า เนื่องจากได้เปรียบในเรื่องของนโยบายต่าง ๆ ในการลงทุน และได้รับการประหยัดจากขนาด ทำให้มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก

ผลการศึกษาของงานวิจัยนี้ สามารถสรุปผลในแต่ละสมมติฐานที่นำเสนอไว้ในบทที่ 3 ได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4.16

สรุปผลการวิจัยเปรียบเทียบกับสมมติฐาน

มูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท (ROE)	สมมติฐาน	ผลการวิจัย
H _{1a} : ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR)	มีความสัมพันธ์เชิงบวก	มีความสัมพันธ์เชิงบวก
H _{2a} : ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD)	มีความสัมพันธ์	มีความสัมพันธ์เชิงลบ
H _{3a} : สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND)	มีความสัมพันธ์	มีความสัมพันธ์เชิงบวก
H _{4a} : การควรรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL)	มีความสัมพันธ์	ไม่มีความสัมพันธ์
H _{5a} : คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM)	มีความสัมพันธ์	ไม่มีความสัมพันธ์
H _{6a} : ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน (ANTI)	มีความสัมพันธ์	มีความสัมพันธ์เชิงบวก
มูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท (Tobin's Q)	สมมติฐาน	ผลการวิจัย
H _{1b} : ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR)	มีความสัมพันธ์เชิงบวก	มีความสัมพันธ์เชิงบวก
H _{2b} : ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD)	มีความสัมพันธ์	ไม่มีความสัมพันธ์
H _{3b} : สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND)	มีความสัมพันธ์	ไม่มีความสัมพันธ์
H _{4b} : การควรรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL)	มีความสัมพันธ์	ไม่มีความสัมพันธ์
H _{5b} : คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM)	มีความสัมพันธ์	มีความสัมพันธ์เชิงบวก
H _{6b} : ผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน (ANTI)	มีความสัมพันธ์	มีความสัมพันธ์เชิงบวก

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้สำหรับการศึกษาคั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environment Social and Governance: ESG) อยู่ในกลุ่ม ESG100 รวมทั้งสิ้นจำนวน 100 บริษัทสามารถสรุปผลการวิจัยและมีข้อเสนอแนะ ดังต่อไปนี้

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยซึ่งนำเสนอไว้ใน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้รับผลประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี (AGM Assessment Project) จากสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย และได้รับผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (Anti-corruption Progress Indicator) จากสถาบันไทยพัฒนา โดยข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลของปี พ.ศ. 2558 ผ่านการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้น คือ ตัวแปรที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีจำนวน 6 ตัวแปร ตัวแปรการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันจำนวน 1 ตัวแปร กับตัวแปรตามที่สะท้อนถึงมูลค่ากิจการของบริษัททั้งสิ้น 2 ตัวแปร ได้แก่ มูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q รวมทั้งมีการควบคุมขนาดของบริษัท (SIZE) กับโครงสร้างเงินทุน (D/E Ratio) สรุปผลการวิจัยได้ว่าตัวแปรต้นจำนวน 3 ตัวแปร ซึ่งประกอบด้วยผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND) และผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เนื่องจาก

การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน จะช่วยสร้างความเชื่อมั่น และภาพลักษณ์ที่ดีต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย รวมถึงสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการและผู้ถือหุ้น ได้ในระยะยาว ในขณะที่ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ มูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เนื่องจาก อาจเกิดความขัดแย้งในการตัดสินใจ สำหรับตัวแปรต้นที่เหลือ ได้แก่ การควมรวมตำแหน่งของ ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL) คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) และขนาด ของบริษัท (SIZE) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE

เมื่อพิจารณามูลค่ากิจการของบริษัทในมุมมองทางการตลาด จะพบว่า ตัวแปรต้น จำนวน 3 ตัวแปร ซึ่งประกอบด้วยผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ไทย (CGR) คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) และผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการ มีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ มูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่ตัวแปรต้นที่เหลือ ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) สัดส่วนของคณะกรรมการ อิสระ (IND) และการควมรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ (DUAL) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมกับตัวแปรตามที่แตกต่างกัน นั่นคือ โครงสร้างเงินทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่ง วัดโดย ROE อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์ เชิงบวกกับมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

กล่าวโดยสรุปคือ การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับ คอร์รัปชัน มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งมูลค่ากิจการทางบัญชีของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE และมูลค่ากิจการทางตลาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรตระหนักถึงความสำคัญของหลักธรรมาภิบาลในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส ไร้คอร์รัปชัน ตรวจสอบได้ เปิดเผยข้อมูลอย่างมีคุณภาพและเป็นที่ยอมรับในระดับสากล เนื่องจากในปัจจุบันความ ต้องการของผู้ลงทุนที่มีต่อข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน ไม่ได้จำกัดอยู่เพียงข้อมูลทางการเงิน ซึ่งเป็น การสะท้อนถึงผลประกอบการในอดีต ผู้ลงทุนได้ให้ความสำคัญของข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเลขทางการเงิน เพิ่มมากขึ้นเรื่อย ๆ ทั้งประเด็นด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การกำกับดูแลกิจการ การต่อต้านการ ททุจริตคอร์รัปชัน จรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ และผลการดำเนินงานของบริษัทผ่านรายงานทาง

การเงิน ซึ่งมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัท ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน เพื่อสร้างผลตอบแทนทางการเงินที่น่าพอใจในระยะยาว และพัฒนาตลาดทุนไทยให้เติบโตได้อย่างยั่งยืน

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

ข้อจำกัดของงานวิจัยนี้ คือ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ มีเพียงบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่ม ESG100 รวมทั้งสิ้นจำนวน 100 บริษัท ซึ่งมีหลากหลายประเภทธุรกิจและกลุ่มอุตสาหกรรม ทำให้ข้อมูลทางการเงินที่คำนวณได้ อาจแตกต่างกัน เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างกัน

นอกจากนี้ ในการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ตัวแปรต้นที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพียง 5 ตัวแปร ได้แก่ ผลสำรวจโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (CGR) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (IND) การควบบรรณตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ (DUAL) และคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM) ซึ่งอาจจะยังไม่ครอบคลุมความหมายของการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้อย่างครบถ้วน ดังนั้น ควรมีการศึกษาตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพิ่มมากขึ้น เพื่อให้งานวิจัยน่าเชื่อถือและมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น สำหรับตัวแปรผลประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้นชั้นสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย (ANTI) ที่แบ่งออกเป็น 5 ระดับนั้น ก็เป็นข้อมูลที่สถาบันไทยพัฒนาจัดทำขึ้นในช่วงปี พ.ศ. 2557 - พ.ศ. 2558 เท่านั้น เนื่องจากตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 เป็นต้นไป สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ได้มีการปรับเปลี่ยนการรายงานผลประเมินเกี่ยวกับการต่อต้านคอร์รัปชันใหม่ ดังนั้นในการศึกษาค้นคว้าเพิ่มเติม จึงควรปรับปรุงข้อมูลให้ทันต่อเหตุการณ์ในปัจจุบัน

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

ผลของงานวิจัยที่ได้จากการศึกษาในครั้งนี้ จะเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ในแก้ไขปัญหาปรับปรุง และพัฒนาการดำเนินธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เติบโตอย่างยั่งยืน อีกทั้งหน่วยงานกำกับดูแล สามารถนำข้อมูลไปพัฒนามาตรการในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนให้ได้มาตรฐาน เป็นที่ยอมรับ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และมีมาตรการในการสนับสนุนให้ผู้ลงทุนใช้ข้อมูลเชิงคุณภาพที่ไม่ใช่ตัวเลขทางการเงินประกอบการตัดสินใจลงทุน เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนในบริษัทที่ขาดธรรมาภิบาล ขาดจริยธรรม

ขาดความรับผิดชอบต่อสังคม และสร้างผลกระทบเสียหายต่อสิ่งแวดล้อม ดังนั้น ผู้ที่สนใจจะ
ศึกษาวิจัยเพิ่มเติม สามารถนำฐานข้อมูลไปต่อยอดการทำวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี
การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน หรือปัจจัยอื่น ๆ ที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของ
บริษัท หรือผลการดำเนินงานของบริษัทต่อไป เพื่อให้มีความหลากหลายและครอบคลุมมากขึ้น โดย
ใช้จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่มากขึ้น เพื่อเป็นตัวแทนที่ดีขึ้นสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย หรือใช้ข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่ใช้การเงินที่อยู่ในช่วงระยะเวลาที่ยาวนานขึ้น
เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงแนวโน้มและความเป็นไปได้ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต รวมทั้งมีการศึกษาตัวแปร
ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพิ่มมากขึ้น เพื่อให้ผลการวิจัยมีความครอบคลุมมากขึ้น



รายการอ้างอิง

หนังสือและบทความในหนังสือ

สังเวียน อินทรวิชัย. (2545). *การกำกับดูแลกิจการที่ดี*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
 อัญญา ชันธวิทย์, ศิลปพร ศรีจันเพชร, และเดือนเพชร จันทร์ศิริศรี. (2552). *การกำกับดูแลกิจการเพื่อ
 สร้างมูลค่ากิจการ*. กรุงเทพฯ: บริษัท อมารินทร์พรินติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)

บทความวารสาร

ณธกร กัญจนราชพงษ์. (2558). ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน:
 กรณีศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ*, ปีที่ 5, ฉบับที่ 1, 34-42.
 นवलนภา อัครพุทธิพร และศิลปพร ศรีจันเพชร. (2550). คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมี
 ความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, ปีที่ 3, ฉบับที่ 6, 95-106.
 ภัทรพร พาณิชสุสวัสดิ์ และศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ
 ที่ดี มุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทและมูลค่าเพิ่มของ
 กิจการ (EVA) กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
 (SET50). *วารสารวิชาชีพบัญชี*, ปีที่ 4, ฉบับที่ 9, 42-54.
 มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q. *วารสาร
 บริหารธุรกิจ*, ปีที่ 28, ฉบับที่ 106, 13-22.
 ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). ความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับ
 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, ปีที่ 4, ฉบับที่ 10, 28-41.
 ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2555). หลักการสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ. *วารสารบริหารธุรกิจ*, ฉบับที่
 133, 1-4.

- Alexander Dehaene, Veerle De Vuyst and Hubert Ooghe. (2001). Corporate performance and Board Structure in Belgian Company. *Long Range Planning*, Vol.34, No.3, 383-398.
- Basak Denizcil Guillet, Kwanglim Seo, Deniz Kucukusta and Seoki Lee. (2012). CEO duality and firm performance in the U.S. restaurant industry: Moderating role of restaurant type. *International Journal of Hospitality Management*, Vol.33, 339-346.
- Bauer, R., Guenster, N. and Otten, R., (2003). Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. EFMA 2004 Basel Meetings Paper.
- Berger, P.G., Ofek, E. and Yermack, D.L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decision. *The Journal of Finance*, Vol.52, No.4, 1411-1438.
- Chiang, H-T. (2005). An empirical study of corporate governance and corporate performance. *Journal of American Academy of Business*, 6, 95-101.
- Chidambaran, N.K., Palia, D. & Zheng Y. (2006). Does Better Corporate Governance Cause Better Firm Performance? Available from <http://www.ssrn.com/abstract=891556> (2017, January 29).
- Chou, S.R and Lee, C.H. (2007). The Research on the effects of capital structure on firm performance and evidence from the non-financial industry of Taiwan 50 and Taiwan mid-cap 100.
- Drobetz, Schillhofer and Zimmermann. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, Vol.10, No.2, 267-293.
- Eugene F. Fama and Kenneth R. French. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *The Journal of Finance*, Vol.50, No.1, 131-155.
- Gompers, P.A., Ishii, J.L. & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118, No.1, 107-155.
- Harney, Matthew and Tower, Edward. (2003). Predicting Equity Returns Using Tobin's Q and Price-Earnings Ratios. *Journal of Investing*, Vol.12, No.3, 58-69.

- Khanchel, I. (2007). Corporate Governance: measurement and determinant analysis. *Managerial Auditing Journal*, Vol.22, No.8, 740-760.
- Klapper, L.F., and Love, I., (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. (World Bank Policy Research Working Paper). No. 2818.
- Kren, L. and J.L. Kerr. (1997). The Effects of Outside Directors and Board Shareholdings on the Relation between Chief Executive Compensation and Firm Performance, *Accounting and Business Research* 27, 297-309.
- Kyereboah-Coleman, A. and Biekpe, N. (2007). Corporate Governance and financing choices of firms: a panel data analysis. *South African Journal of Economics*, Vol.74, No.4, 670-810.
- Lehman Erik and Weigand Jurgen. (2000). Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany. *European Finance Review*. Vol.4, No.2, 157-195.
- Leland, Hayne E. (1994). Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol.49, No.4, 1213-1252.
- Limpaphayom, Piman and Connelly J.T. (2004). Corporate Governance in Thailand. (Working Paper). Thai Institute of Directors Association, 1-54.
- Majumdar, S.K. (1997). The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from Indian Industry. *International Journal of Industrial Organization*, Vol.16, 377-393.
- O'brien, R. M. (2007). A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors. *Quality & Quantity*, Vol.41, No.5, 673-690.
- Onokoya, A. B. and Fasanya, I. O. and Ofoegbu, D. I. (2004). Corporate Governance as Correlate for Firm Performance: A Pooled OLS Investigation of Selected Nigerian Banks. *The IUP Journal of Corporate Governance*, No.13, 7-16.
- Priya K. and Nimalathan B. (2013). Board of director's characteristics and financial performance: a case study of selected hotels and restaurants in Sri Lanka. *Merit Research Journal of Accounting, Auditing, Economics and Finance*, Vol.1, No.2, 18-25.

- Rebeca Garcia-Ramos and Myriam Garcia-Olalla. (2011). Board characteristics and firm performance in public founder-and no founder-led family business. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, Vol.8, No.5, 688-694.
- Rechner, P.L. and D.R. Dalton. (1991). CEO duality and organization performance: a longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, Vol.12, No.2, 155-160.
- Shleifer A. and Vishny R.W. (1997). Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, Vol.52, No.2, 737-783.
- Short, H. and Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, Vol.5, 79-101.
- Villalonga, Belen. (2004). Intangible Resources, Tobin's Q and Sustainability of Performance Differences. *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol.54, 205-230.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, No.40, 85-211.

วิทยานิพนธ์

- กานดา พิศาลปิติ. (2557). ผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการทำบัญชีและผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- กิตติชัย สถิตมันน์วิวัฒน์. (2548). ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน. (วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- จิรัฏฐ์ ฐิตะสัทธาวรกุล. (2555). การกำกับดูแลกิจการกับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดส่วนเพิ่ม กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญา มหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ธนานันต์ วรสาร. (2557). การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการคอร์รัปชันโดยใช้แบบจำลองการคอร์รัปชัน. (วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, คณะเศรษฐศาสตร์.

- นริศรา นันทาภิวัฒน์. (2550). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษา บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.*
- วรกมล เกษมทรัพย์. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.*
- วรพงศ์ แก้วคำ. (2557). *ขนาดและองค์ประกอบคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่าของกิจการ: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์, สาขาการบัญชี.*
- สรินยา เขาวนเกษม. (2552). *ผลการดำเนินงานของกิจการกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี. (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.*
- Bai, Chongen, Lui, Qiao, Lu, Joe, Song, Frank M., and Zhang, Junxi. (2004). Corporate Governance and Firm Valuation in china. (Center of China Financial Research). Faculty of Business and Economics, the University of Hong Kong.
- Black, B. S., Jang, H. and Kim, W. (2012). Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea. (Working Paper). Stanford Law School.
- Gabriela Zabojsnikova. (2016). The Audit Committee Characteristics and Firm Performance: Evidence from the UK.
- Kyereboach, Coleman A., and Beikpe, N. (2002). The Relationship between Board size, Board composition, CEO Duality and Firm Performance. (Working paper). University of Stellenbosch Business School (USB).
- Rohana Othman, Halimi Ponirin, Erlane K. Ghani. (2009). The Effect of Board Structure on Shareholder's Wealth in Small Listed Companies in Malaysia. Management Science and Engineering.
- Wen-Yen Hsu and Pongpitch Petchsakulwong. (2010). The Impact of Corporate Governance on the Efficiency Performance of the Thai Non-Life Insurance Industry. (Working paper). Feng Chia University, Taiwan.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555*. สืบค้นจาก https://www.set.or.th/sustainable_dev/th/cg/files/2013/CGPrinciple2012Thai-Eng.pdf
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2557). *การประชุมผู้ถือหุ้น*. สืบค้นจาก https://www.set.or.th/th/regulation/simplified_regulations/files/20140314_Meeting_v2.pdf
- สถาบันไทยพัฒนา. (2555). *รู้จักสถาบันไทยพัฒนา*. สืบค้นจาก <http://www.thaipat.org/2007/03/blog-post.html>
- สถาบันไทยพัฒนา. (2557). *รู้จักหุ้น ESG100 ประตูลู่การลงทุนที่ยั่งยืน*. สืบค้นจาก <http://www.thaipat.org/2014/09/esg-rating.html>
- สถาบันไทยพัฒนา. (2557). *ผลการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชันของบริษัทจดทะเบียนไทย*. สืบค้นจาก <https://thaicsr.sharefile.com/share?#/view/a0dce5cd75f14794>
- สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย. (2549). *เกี่ยวกับสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย*. สืบค้นจาก <http://www.thaiinvestors.com/aboutus>
- สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย. (2549). *โครงการประเมินคุณภาพการจัดการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี*. สืบค้นจาก <http://www.thaiinvestors.com/agm>
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2555). *เกี่ยวกับ IOD สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย*. สืบค้นจาก <http://thai-iod.com/th/aboutIOD.asp>
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2558). *หลักเกณฑ์การสำรวจโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย Corporate Governance Report of Thai Listed Companies*. สืบค้นจาก <http://www.thai-iod.com/imgUpload/file/CGR%202015/CGR%202015Criteria.pdf>
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2558). *รายงานการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย ประจำปี 2558 Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2015*. สืบค้นจาก <http://www.thai-iod.com/imgUpload/file/CGR2015/Brochure%20CGR%202015.pdf>

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2556). *แผนพัฒนาความยั่งยืน
สำหรับบริษัทจดทะเบียน*. สืบค้นจาก [http://www.sec.or.th/TH/Documents
/sd_roadmap/sd_roadmap_p.pdf](http://www.sec.or.th/TH/Documents/sd_roadmap/sd_roadmap_p.pdf)

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2557). *การป้องกันการมีส่วน
เกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน*. สืบค้นจาก [http://www.cgthailand.org/TH
/Assessment/Company Level/Pages/intraassessment.aspx](http://www.cgthailand.org/TH/Assessment/Company%20Level/Pages/intraassessment.aspx)



ภาคผนวก



ภาคผนวก ก
รายชื่อบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง

1. ADVANC บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
2. AHC บริษัท โรงพยาบาลเอกชล จำกัด (มหาชน)
3. AOT บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)
4. APCO บริษัท เอเชีย นีโอดีอูติคอลส์ จำกัด (มหาชน)
5. ASK บริษัท เอเชีย เสริมกิจลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน)
6. ASP บริษัท เอเชีย พลัส กรุป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
7. BA บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
8. BAFS บริษัท บริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
9. BCP บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
10. BDMS บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด(มหาชน)
11. BEAUTY บริษัท บิวตี้ คอมมูนิตี้ จำกัด (มหาชน)
12. BEM บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
13. BIGC บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
14. BJCHI บริษัท บีเจซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
15. BTS บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
16. BWG บริษัท เบตเตอร์ เวิลด์ กรีน จำกัด (มหาชน)
17. CENTEL บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)
18. CFRESH บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
19. CHG บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด (มหาชน)
20. CK บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)
21. CM บริษัท เชียงใหม่โพรเซ่นฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)
22. CPN บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)
23. DCC บริษัท ไดนาสตีเซรามิค จำกัด (มหาชน)
24. DELTA บริษัท เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

25. DTAC บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
26. DTC บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)
27. EGCO บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
28. FPI บริษัท ฟอรัจูน พาร์ท อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
29. GC บริษัท โกลบอล คอนเน็คชั่นส์ จำกัด (มหาชน)
30. GLOW บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)
31. GPSC บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน)
32. GYT บริษัท กู้ตเยียร์(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
33. HANA บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
34. HMPRO บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
35. ILINK บริษัท อินเทอร์เน็ต คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
36. INTUCH บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
37. IRC บริษัท อีโนเว รับเบอร์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
38. IRPC บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)
39. IVL บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)
40. JWD บริษัท เจดับเบิลยูดี อินโฟโลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)
41. KBANK ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)
42. KCE บริษัท เคซีอี อีเล็คโทรนิคส์ จำกัด (มหาชน)
43. KKP ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)
44. KSL บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)
45. KTB ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)
46. KTC บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน)
47. KYE บริษัท กันยงอีเลคทริก จำกัด (มหาชน)
48. LH บริษัท แลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
49. LHBANK บริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
50. LPH บริษัท โรงพยาบาล ลาดพร้าว จำกัด (มหาชน)
51. LPN บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

52. M บริษัท เอ็มเค เรสโตรองต์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
53. MBK บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน)
54. MC บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
55. MINT บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
56. MODERN บริษัท โมเดิร์นฟาร์มกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
57. NSI บริษัท นำสินประกันภัย จำกัด (มหาชน)
58. NTV บริษัท โรงพยาบาลนนทเวช จำกัด (มหาชน)
59. OGC บริษัท โอเชียนกลาส จำกัด (มหาชน)
60. PB บริษัท เพอร์ซิเดนซ์ เบเกอร์รี่ จำกัด (มหาชน)
61. PM บริษัท พรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)
62. PR บริษัท เพอร์ซิเดนซ์ไรซ์โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
63. PREB บริษัท พรีเมิลท์ จำกัด (มหาชน)
64. PS บริษัท พฤษภา เรียวเอสเตท จำกัด (มหาชน)
65. PT บริษัท พรีเมียร์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
66. PTTGC บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)
67. S & J บริษัท เอส แอนด์ เจ อินเตอร์เนชั่นแนล เอนเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
68. SC บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
69. SCB ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)
70. SCC บริษัท ปูนซีเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)
71. SCCC บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)
72. SCP บริษัท ทักษิณคอนกรีต จำกัด (มหาชน)
73. SITHAI บริษัท ศรีไทยซูเปอร์แวร์ จำกัด (มหาชน)
74. SMPC บริษัท สหมิตรถังแก๊ส จำกัด (มหาชน)
75. SNC บริษัท เอส เอ็น ซี พอร์เมอรั จำกัด (มหาชน)
76. SNP บริษัท เอส แอนด์ พี ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
77. SORKON บริษัท ส. ขอนแก่นฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)
78. SPALI บริษัท ศุภาลัย จำกัด (มหาชน)

79. SSSC บริษัท ศูนย์บริการเหล็กสยาม จำกัด (มหาชน)
80. SYNEX บริษัท ซินเน็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
81. SYNTEC บริษัท ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
82. TASCO บริษัท ทีบีไอแอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)
83. TF บริษัท ไทยเพอร์ซิเดนท์ฟูดส์ จำกัด (มหาชน)
84. THANI บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)
85. THREL บริษัท ไทยรีประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)
86. TISCO บริษัท ทีเอสไอไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
87. TKS บริษัท ที.เค.เอส. เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
88. TMB ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)
89. TMD บริษัท อุตสาหกรรมถังโลหะไทย จำกัด (มหาชน)
90. TMT บริษัท ค้าเหล็กไทย จำกัด (มหาชน)
91. TOG บริษัท ไทยออปติคอลล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
92. TOP บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)
93. TPCH บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
94. TPCORP บริษัท เท็กซ์ไทล์เพรสทีจ จำกัด (มหาชน)
95. TTW บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)
96. TU บริษัท ไทยยูเนียน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
97. TVO บริษัท น้ำมันพืชไทย จำกัด (มหาชน)
98. UPF บริษัท ยูเนียนไฟโอเนียร์ จำกัด (มหาชน)
99. VGI บริษัท วี จี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)
100. XO บริษัท เอ็กซ์โซติค ฟู้ด จำกัด (มหาชน)

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวอรพรรณ เลิศรุจิวัฒน์
วันเดือนปีเกิด	21 ตุลาคม 2534
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2555: บริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการบัญชี (เกียรตินิยมอันดับ 1 เหรียญเงิน) มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์
ตำแหน่ง	ผู้ช่วยผู้จัดการ ฝ่ายสำนักกรรมการ บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)
ประสบการณ์ทำงาน	2559 - ปัจจุบัน: ผู้ช่วยผู้จัดการ ฝ่ายสำนักกรรมการ บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) 2556 - 2559: รักษาการผู้ช่วยผู้จัดการ ฝ่ายสำนักกรรมการ บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)