

การเข้าร่วมโครงการกำกับดูแลกิจการ ทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มหรือไม่

Does Participating in Corporate Governance Programs
Increase Firm Value?

มาริสชา มีประมูล

ผู้ช่วยผู้สอบบัญชี

บริษัท ไพริชวอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอ็มไอเอส จำกัด

Email: mmarisa.mee@gmail.com

Marisa Meepramool

Assistant Auditor

Pricewaterhousecoopers (Thailand) Co., Ltd.

Email: mmarisa.mee@gmail.com

ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร

รองศาสตราจารย์ประจำ และหัวหน้าภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประธานคณะกรรมการวิชาชีพบัญชีด้านการศึกษาและเทคโนโลยีการบัญชี

สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์

Email: sillapaporn@tbs.tu.ac.th

Sillapaporn Srijunpetch, PhD

Associate Professor, Head of Accounting Department,

Thammasat Business School, Thammasat University

Head of Professional Accounting Committee on Accounting

Education and Technology, Thailand Federation of Accounting Profession

Email: sillapaporn@tbs.tu.ac.th

การเข้าร่วมโครงการกำกับดูแลกิจการทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มหรือไม่

มารีษา มีประมูล

ผู้ช่วยผู้สอบบัญชี

บริษัท ไพร่ชวอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอ็มเอส จำกัด

Email: mmarisa.mee@gmail.com

ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร

รองศาสตราจารย์ประจำ และหัวหน้าภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประธานคณะกรรมการวิชาชีพบัญชีด้านการศึกษาและเทคโนโลยีการบัญชี

สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์

Email: sillapaporn@tbs.tu.ac.th

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 11 มิถุนายน 2564

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 8 สิงหาคม 2564

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 10 สิงหาคม 2564

บทคัดย่อ

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการ และการสร้างมูลค่าเพิ่มกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2562 จำนวน 280 ตัวอย่าง งานวิจัยนี้ ใช้การเข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต คณะกรรมการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ คณะกรรมการประเมินคุณภาพการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบ การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืน และการได้รับคัดเลือก อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน เป็นตัวแปรของการกำกับดูแลกิจการ

ผลการศึกษาพบว่า การเข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทย ในการต่อต้านทุจริต มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการ ส่วนคณะกรรมการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ คณะกรรมการประเมินคุณภาพการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบ การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืน และการได้รับคัดเลือก อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนไม่มีความสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ

คำสำคัญ: โครงการกำกับดูแลกิจการ มูลค่ากิจการ

Does Participating in Corporate Governance Programs Increase Firm Value?

Marisa Meepramool

Assistant Auditor

Pricewaterhousecoopers (Thailand) Co., Ltd.

Email: mmarisa.mee@gmail.com

Sillapaporn Srijunpetch, PhD

Associate Professor, Head of Accounting Department,

Thammasat Business School, Thammasat University

Head of Professional Accounting Committee on Accounting

Education and Technology, Thailand Federation of Accounting Profession

Email: sillapaporn@tbs.tu.ac.th

Received: June 11, 2021

Revised: August 8, 2021

Accepted: August 10, 2021

ABSTRACT

The objective of THSI study is to examine the relationship between the corporate governance and firm value in the Stock Exchange of Thailand SET100 index during 2017 – 2019, 280 samples. THSI study uses Corporate Governance Report (CGR), Annual General Meeting (AGM), proportion of audit committee, Collective Action Coalition Against Corruption (CAC), sustainability award, and Thailand Sustainability Investment (THSI) represented corporate governance variables.

The result shows that Collective Action Coalition Against Corruption has a significantly negative relation with firm value. However, Corporate Governance Report, Annual General Meeting, Proportion of Audit Committee, Sustainability Award, and Thailand Sustainability Investment are not related to firm value.

Keywords: *Corporate Governance Programs, Firm Value*

■ บทนำ

การกำกับดูแลกิจการเป็นกลไกสำคัญอย่างหนึ่งในการรักษาความสัมพันธ์ที่ดีระหว่างฝ่ายจัดการ คณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มอื่น โดยหลักปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการที่ดีเรื่องการกำหนดเป้าหมายเพื่อความยั่งยืน การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเปิดเผยข้อมูล และการสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้นมีองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องในตลาดทุนประเมินหรือให้รางวัล เพื่อให้บริษัทนำผลการประเมินไปใช้เป็นแนวทางในการปรับปรุงและพัฒนาการดำเนินงาน และยกย่องบริษัทที่ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน สำหรับประกอบการวิเคราะห์หลักทรัพย์ในการตัดสินใจลงทุน นอกจากนี้ หลักปฏิบัติเรื่องการดูแลระบบการบริหารความเสี่ยง และการควบคุมภายในที่เหมาะสม มีการกำหนดให้จัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบ และจัดทำนโยบายและแนวปฏิบัติการต่อต้านทุจริตอย่างชัดเจน เพื่อให้ทุกฝ่ายปฏิบัติหน้าที่ด้วยความรับผิดชอบและโปร่งใส ซึ่งการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้บริษัทสามารถสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย

การกำกับดูแลกิจการไม่เพียงเป็นหลักปฏิบัติเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน แต่ยังเป็นหลักปฏิบัติหรือกลไก เพื่อให้บริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการในระยะยาวอีกด้วย เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการมีส่วนในการเสริมสร้างประสิทธิภาพและประสิทธิผลของการดำเนินงาน สามารถใช้ทรัพยากรขององค์กรให้เกิดประโยชน์สูงสุด สนับสนุนให้บริษัทสามารถแข่งขันได้และมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาว ตอบสนองความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย และสร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน

■ วัตถุประสงค์และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับของการวิจัย

เพื่อศึกษาทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 โดยการศึกษา การกำกับดูแลกิจการวัดโดย คะแนนการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ คะแนนการประเมินคุณภาพการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบ การเข้าร่วมโครงการแนวร่วมในการต่อต้านทุจริต การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืน และการได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน ซึ่งผลการวิจัยทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ทั้งยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการประกอบการตัดสินใจ และเป็นการสร้างเชื่อมั่นในการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี

■ การทบทวนวรรณกรรม

จากการศึกษาตัวแปรเรื่องคะแนนการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ ผลการศึกษาของ Klapper and Love (2002) ที่ศึกษาผลการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการ (Credit Lyonnais Securities Asia: CLSA) และตัววัดผลการดำเนินงาน ซึ่งได้แก่ Tobin's Q และ Return on Asset: ROA พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมากต่อผลการดำเนินงาน โดยการกำกับดูแลกิจการจะมีความสำคัญยิ่งขึ้นในประเทศที่มีกฎหมายและข้อบังคับที่อ่อนแอ เพื่อชดเชยกฎหมายและข้อบังคับบางส่วนที่ไม่มีประสิทธิผล การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้ผู้ลงทุนเกิดความเชื่อมั่นต่อบริษัท สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Simamora (2020) พบว่า การประเมินผลการกำกับดูแลกิจการสำหรับประเทศอาเซียน (ASEAN Corporate Governance Scorecard: ACGS) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากผู้บริหารสามารถกำหนดนโยบายที่ชัดเจนเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ จึงสามารถเพิ่มความมั่นคงแก่ผู้ถือหุ้นจากมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น

ในการศึกษาตัวแปรเรื่องคะแนนการประเมินคุณภาพการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาของ Blasis (2017) พบว่า การเข้าร่วมและมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นในการประชุมผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Tornyeva and Werekó (2012) พบว่า การประชุมสามัญประจำปีมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน โดยการประชุมสามัญประจำปีเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมในกระบวนการควบคุม และการกำหนดทิศทางกลยุทธ์ รวมถึงเป็นกลไกการตรวจสอบ จึงช่วยเพิ่มความโปร่งใสและประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Ma and Tian (2009) พบว่า ความถี่ของการประชุมผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ การประชุมบ่อยครั้งแสดงให้เห็นถึงความมั่นใจในผลการดำเนินงานและการยอมรับข้อเสนอแนะอย่างเปิดกว้าง ในทางตรงกันข้าม การประชุมคณะกรรมการบริษัทบ่อยครั้งบ่งบอกถึงปัญหาภายในหรือการตัดสินใจที่ขาดประสิทธิภาพ และผลการศึกษาของ Gompers, Ishii, and Metrick (2003) พบว่า บริษัทที่ให้ความสำคัญในเรื่องสิทธิของผู้ถือหุ้นมีมูลค่ากิจการและผลกำไรสูงขึ้น การเติบโตของยอดขายเพิ่มขึ้น และค่าใช้จ่ายต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ให้ความสำคัญในเรื่องสิทธิของผู้ถือหุ้น

การศึกษาตัวแปรเรื่องสัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ ผลการศึกษาของ Agyemang Mintah and Schadewitz (2017) พบว่า คณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ แม้ว่าช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ คณะกรรมการตรวจสอบไม่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งคาดว่าเกิดจากเศรษฐกิจทั้งประเทศประสบปัญหาเศรษฐกิจตกต่ำ ในทางกลับกัน ผลการศึกษาของ Warunya (2015) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

การศึกษาตัวแปรเรื่องการเข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติในการต่อต้านทุจริต ผลการศึกษาของ Lin, Morck, Yeung, and Zhao (2016) พบว่า เมื่อประเทศจีนประกาศ Eight-Point Policy ซึ่งมีการปฏิรูปการต่อต้านการทุจริต บริษัทจีนที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในฮ่องกงมีผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์อื่นในฮ่องกง แสดงให้เห็นว่านักลงทุนคาดหวังว่านโยบายนี้จะสามารถลดการทุจริตอย่างเป็นทางการและสร้างมูลค่ารวมลดความเสี่ยงของรัฐวิสาหกิจที่มีค่าใช้จ่ายความบันเทิงและการเดินทางสูง ลดอุปสรรคของระบบราชการในการจัดสรรทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพและอุปสรรคต่อการทำธุรกิจของบริษัทที่ไม่เปิดเผย ในทางกลับกัน ผลการศึกษาของ Xu (2018) พบว่า ข้อบังคับที่กำหนดให้เจ้าหน้าที่รัฐต้องลาออกจากตำแหน่งกรรมการในบริษัทจดทะเบียน และกฎระเบียบต่อต้านการทุจริตขัดขวางการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ เนื่องจากขัดขวางความสัมพันธ์ทางการเมือง บริษัทที่ได้รับผลกระทบจะลดการลงทุนและการจ้างพนักงาน ส่งผลให้ผลการดำเนินงานแย่ลง

สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Wang, Xu, Zhang, and Shu (2018) พบว่า การรณรงค์ต่อต้านการทุจริตของประเทศจีน ซึ่งยุติความสัมพันธ์ทางการเมืองในการดำเนินธุรกิจ ส่งผลให้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงประมาณ 2% อย่างไรก็ตาม การควบคุมภายในที่มีประสิทธิภาพสามารถป้องกันผลกระทบด้านลบต่อราคาและมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Zeume (2014) พบว่า บริษัทในสหราชอาณาจักรเมื่อปฏิบัติตามพระราชบัญญัติการติดสินบนในสหราชอาณาจักร (U.K. Bribery Act) แสดงผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงลบ โดยบริษัทที่มีการทุจริตสูงมีผลการดำเนินงานลดลงมากกว่าบริษัทที่มีการทุจริตต่ำ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการจ่ายสินบนสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้

การศึกษาเรื่องการได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืน ผลการศึกษาของ Li and Mu (2016) พบว่า ตลาดหุ้นมีการตอบสนองต่อการประกาศรางวัลด้านความยั่งยืนอย่างเป็นกลาง มีการตอบสนองเชิงบวกสำหรับรางวัลจากองค์กรที่ไม่แสวงหาผลกำไรมากกว่ารางวัลจากผู้ให้รางวัลประเภทอื่น เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Bartlett (2012) พบว่า รายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตลาดของกิจการ แต่ระดับผลกระทบจะลดลงอย่างมากในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอย นอกจากนี้ ผลการศึกษาของ Aksan and Gantjowati (2020) พบว่า การเปิดเผยรายงานความยั่งยืนในประเทศอินโดนีเซียมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ในทางกลับกัน ผลการศึกษาของ Chamaiporn, Parichart, and Sampan (2017) พบว่า การเปิดเผยรายงานความยั่งยืนฉบับสมบูรณ์มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตาม มูลค่ากิจการที่ติดลบอาจเนื่องมาจากปรากฏการณ์ราคาน้ำมันที่ลดลงในช่วงที่ทำการศึกษา นอกจากนี้ การศึกษาของ Sutthinee (2017) พบว่า หลักทรัพย์ที่ได้รับประกาศเป็นหลักทรัพย์ยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าทางตลาดของกิจการและมูลค่าทางบัญชีของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ เฉพาะหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET100 เนื่องจากมูลค่ากิจการมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเฉพาะในกลุ่มบริษัทที่มีความโดดเด่นและได้รับความสนใจจากนักลงทุน

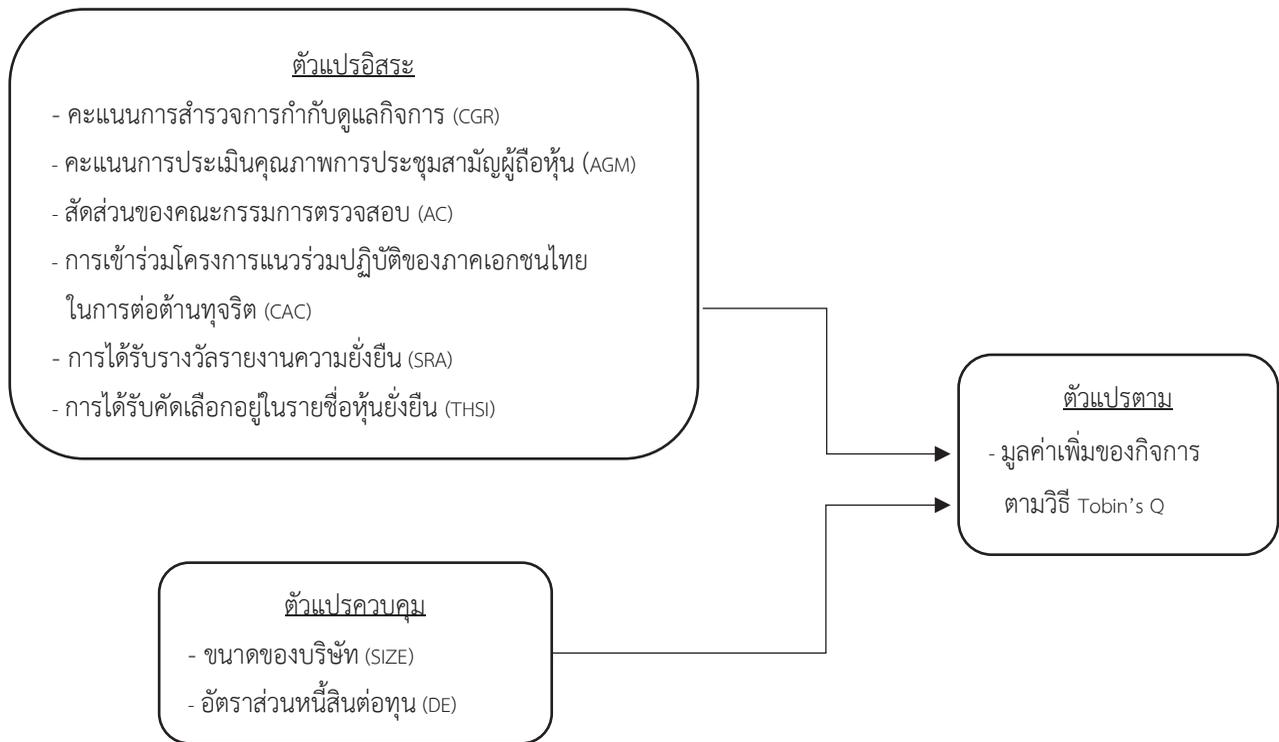
การศึกษาเรื่องการได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน ผลการศึกษาของ Wassmer, Cueto, and Switzer (2014) พบว่า ตลาดตอบสนองในเชิงบวกต่อการประกาศลงทุนในโครงการริเริ่มด้านสิ่งแวดล้อม (Corporate Environmental Initiatives: CEIs) มากกว่าการลงทุนเฉพาะบางประเภท และมีความสัมพันธ์รูปตัวยูคว่ำ (Inverted U-Shaped) ระหว่างระยะเวลาของ CEI และผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ผิดปกติภายหลังการประกาศ แสดงให้เห็นว่าเวลาเป็นปัจจัยที่อธิบายเกี่ยวกับการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการจากการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อม สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Yoon, Lee, and Byun (2018) พบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าทางตลาดของกิจการ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อาจแตกต่างกันตามลักษณะธุรกิจของบริษัท สำหรับบริษัทในอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวด้านสิ่งแวดล้อม ผลกระทบของความรับผิดชอบต่อสังคมในการสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการมีน้อยกว่าบริษัทในอุตสาหกรรมที่ไม่มีความอ่อนไหวด้านสิ่งแวดล้อม นอกจากนี้ การกำกับดูแลกิจการส่งเสริมมูลค่าตลาดเฉพาะกลุ่มแชโบล (Chaebols) ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ที่ทรงอิทธิพลทางการค้าและการลงทุนในประเทศเกาหลีใต้ อย่างมีนัยสำคัญ

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้น พบว่า ยังมีอีกหลายปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการ ยกตัวอย่างเช่น การศึกษาเรื่องขนาดของบริษัท ผลการศึกษาของ Toledo and Bocatto (2013) พบว่า บริษัทขนาดใหญ่และบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงจากการวัดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้น เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่ คาดว่าเป็นทางเลือกที่เหมาะสมสำหรับ การนำโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการมาปฏิบัติเพื่อชดเชยต้นทุนจากการมอบอำนาจ (Agency cost)

ในการศึกษาเรื่องอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ผลการศึกษาของ Uzliawati, Yuliana, Januarsi, and Santoso (2018) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่าง มีนัยสำคัญ มูลค่ากิจการจะเพิ่มขึ้น เมื่ออัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงขึ้น โดยบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงมีแนวโน้มที่จะมีความสามารถในการรักษาสมดุระหว่าง ต้นทุนหนี้สิน และผลประโยชน์จากการก่อหนี้ ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีทางเลือก (Trade-Off Theory) หากส่วนของหนี้สิน ยังไม่ถึงระดับที่เหมาะสม (Optimum Point) จะสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการซึ่งเป็นประโยชน์ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Akhtar, Khan, Shahid, and Ahmad (2016) พบว่า หนี้สินส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากการได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี

■ กรอบแนวความคิดในการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สามารถสรุปกรอบแนวคิดได้ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวความคิดในการวิจัย

■ วิธีดำเนินการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2560 - 2562 ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งประกอบด้วยธุรกิจธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์และประกันภัย และประกันชีวิต เนื่องจากมีรูปแบบการจัดทำงบการเงินและกฎระเบียบข้อบังคับของหน่วยงานกำกับที่ต้องปฏิบัติตามแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนจากรายงานประจำปีของบริษัท แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) เว็บไซต์ของบริษัท และข้อมูลอื่น ๆ ที่เปิดเผยต่อสาธารณชน และทำการรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่ากิจการจากรายงานทางการเงิน และฐานข้อมูล SETSMART

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อสรุปคุณลักษณะของกลุ่มตัวอย่าง และใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ได้แก่ การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร การวิเคราะห์หอคังค์ประกอบ ขยายความแปรปรวน (Variance Inflation Factor: VIF) เพื่อตรวจสอบความเป็นอิสระระหว่างตัวแปร พร้อมวัดระดับความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระมากกว่าหนึ่งตัวแปรและตัวแปรตามหนึ่งตัวแปร โดยมีแบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

$$TQ = \beta_0 + \beta_1(CGR) + \beta_2(AGM) + \beta_3(AC) + \beta_4(CAC) + \beta_5(SRA) + \beta_6(THSI) + \beta_7(SIZE) + \beta_8(DE) + e$$

โดย	TQ	=	มูลค่าเพิ่มของกิจการ
	β_0	=	ค่าคงที่
	β_i	=	สัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม
	CGR	=	คะแนนการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ
	AGM	=	คะแนนการประเมินคุณภาพการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น
	AC	=	สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบ
	CAC	=	การเข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติในการต่อต้านทุจริต
	SRA	=	การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืน
	THSI	=	การได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน
	SIZE	=	ขนาดของกิจการ
	DE	=	อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน
	e	=	ค่าความคลาดเคลื่อน

การวัดค่าตัวแปร

ตัวแปรตาม คือ มูลค่าเพิ่มของกิจการ ซึ่งคำนวณได้จาก

$$TQ = \frac{MVS + MVPS + MVL}{TA}$$

โดย	TQ	=	มูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q
	MVS	=	มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด
	MVPS	=	ราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ
	MVL	=	มูลค่าตลาดของหนี้สินรวม
	TA	=	มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์

ตัวแปรอิสระ ได้แก่

- คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGR)
 - CGR = 3 เมื่อคะแนนการประเมินอยู่ระดับ ดี
 - CGR = 4 เมื่อคะแนนการประเมินอยู่ระดับ ดีมาก
 - CGR = 5 เมื่อคะแนนการประเมินอยู่ระดับ ดีเลิศ
- คะแนนการประเมินคุณภาพการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น (AGM)
 - AGM = 3 เมื่อคะแนน AGM Checklist อยู่ระหว่าง 80 - 89
 - AGM = 4 เมื่อคะแนน AGM Checklist อยู่ระหว่าง 90 - 99
 - AGM = 5 เมื่อคะแนน AGM Checklist เต็ม 100
- สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบ (AC)
- การเข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติในการต่อต้านทุจริต (CAC)
 - CAC = 0 เมื่อไม่ได้เข้าร่วมโครงการ
 - CAC = 1 เมื่อเข้าร่วมโครงการ

- การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืน (SRA)
 - SRA = 0 เมื่อไม่ได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืน
 - SRA = 1 เมื่อได้รับรางวัลเกียรติคุณ (Recognition)
 - SRA = 2 เมื่อได้รับรางวัลระดับดีเด่น
 - SRA = 3 เมื่อได้รับรางวัลระดับดีเยี่ยม
 - SRA = 4 เมื่อได้รับรางวัลระดับยอดเยี่ยม

- การได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI)
 - THSI = 0 เมื่อไม่ได้อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน
 - THSI = 1 เมื่ออยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน

ตัวแปรควบคุม ได้แก่

- ขนาดของบริษัท ซึ่งคำนวณจากค่าลอการิทึม (Natural Logarithm) ของสินทรัพย์รวม
 - Firm Size = $\ln(\text{Total Assets})$
- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ซึ่งแสดงสัดส่วนระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น รวมถึงแสดงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ คำนวณได้จาก
 - Debt to Equity Ratio = $\text{Total Debt} / \text{Equity}$

■ ผลการวิจัย

การศึกษานี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการสร้างมูลค่าเพิ่มกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทระหว่าง พ.ศ. 2560 - 2562 จำนวน 280 ตัวอย่าง และนำข้อมูลมาวิเคราะห์ด้วยโปรแกรมทางสถิติ

ตารางที่ 1 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
CGR	0.0000	5.000	4.3000	1.0480
AGM	0.0000	5.000	4.0900	1.1770
AC	0.1429	0.6000	0.2944	0.0741
CAC	0.0000	1.0000	0.5800	0.4940
SRA	0.0000	4.000	0.6000	1.1250
THSI	0.000	1.000	0.3900	0.4880

จากตารางที่ 1 พบว่า คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) และคะแนนการประเมินคุณภาพการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น (AGM) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.3 และ 4.09 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 มีแนวโน้มให้ความสำคัญในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ และมีการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการ และตระหนักถึงความสำคัญของการประชุมสามัญประจำปีและสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น ในขณะที่สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ (AC) ซึ่งคำนวณจาก จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบหารด้วยจำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2944 แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่มีสัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบต่อคณะกรรมการบริษัททั้งหมดค่อนข้างน้อยในทางกลับกันการเข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (CAC) การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืน (SRA) และการได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.58 0.60 และ 0.39 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่ยังไม่ได้เข้าร่วมโครงการต่อต้านทุจริตมีจำนวนค่อนข้างมาก และมีเพียงบริษัทส่วนน้อยที่ให้ความสำคัญในการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามมาตรฐานสากลและการพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืน

ตารางที่ 2 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
SIZE	20.9978	28.5411	24.5902	1.3799
DE	0.1170	21.0046	1.5031	1.7347
TQ	- 0.0504	26.2155	1.7706	2.0987

จากตารางที่ 2 พบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) และหนี้สินต่อทุน (DE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 24.5902 และ 1.5031 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่ม SET100 มีขนาดและโครงสร้างเงินทุนไม่แตกต่างกันมากนัก ส่วนมูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.0987 แสดงให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่ม SET100 มีแนวโน้มในการเติบโตค่อนข้างดี



ตารางที่ 3 ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation)

	CGR	AGM	AC	CAC	SRA	THSI	SIZE	DE	TQ
CGR	1								
AGM	0.414**	1							
AC	-0.078	-0.128*	1						
CAC	0.384**	0.221**	-0.056	1					
SRA	0.320**	0.157**	-0.384**	0.340**	1				
THSI	0.432**	0.263**	-0.276**	0.403**	0.558**	1			
SIZE	0.312**	0.112	-0.393**	0.335**	0.561**	0.515**	1		
DE	0.73	0.023	-0.058	0.033	0.107*	0.006	0.279**	1	
TQ	-0.185**	-0.071	0.061	-0.231**	-0.160**	-0.121*	-0.377**	-0.149	1

** Correlation is significant at the 0.1 level (2-tailed)

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

จากตารางที่ 3 ตัวแปรอิสระ ได้แก่ คะแนนการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ (CGR) การเข้าร่วมโครงการแนวร่วมต่อต้านทุจริต (CAC) การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืน (SRA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มกิจการที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และตัวแปรอิสระเรื่องการได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มกิจการที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 แต่ตัวแปรอิสระ ได้แก่ คะแนนการประเมินคุณภาพการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น (AGM) และสัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบ (AC) ไม่มีความสัมพันธ์ต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มกิจการ นอกจากนี้ ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกันในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ยกเว้นสัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบ (AC) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามต่อคะแนนการประเมินคุณภาพการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น (AGM) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อคะแนนการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ (CGR) และการเข้าร่วมโครงการแนวร่วมต่อต้านทุจริต (CAC)

นอกจากนี้ พบว่า ตัวแปรหลายตัวมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างกัน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) จึงต้องทำการตรวจสอบโดยพิจารณาค่า Variance Inflation Factor (VIF) หลังจากทำการทดสอบ พบว่า ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 และค่า Variance Inflation Factor (VIF) มีค่าต่ำกว่า 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความอิสระจากกัน

ตารางที่ 4 ประสิทธิภาพและผลทดสอบสมมติฐานรวมในสมการถดถอย

Sig.	R Square	Adjusted R Square
0.000	0.444	0.427

จากตารางที่ 4.4 พบว่า ค่านัยสำคัญทางสถิติ (Sig.) เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับความเชื่อมั่น ที่กำหนดไว้ที่ร้อยละ 95 ค่าสัมประสิทธิ์ในการทำนาย (R Square) เท่ากับ 0.444 หรือร้อยละ 44.40 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระในการศึกษาสามารถอธิบายการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 44.40 อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
CGR	- 0.129	0.146	- 0.207	- 0.882	0.378
AGM	0.101	0.116	0.156	0.867	0.387
AC	2.901	1.752	0.321	1.656	0.099
CAC	- 0.846	0.290	- 0.236	- 2.922	0.004
SRA	- 0.112	0.145	- 0.052	- 0.775	0.439
THSI	0.109	0.336	0.025	0.325	0.745
SIZE	0.071	0.032	0.639	2.197	0.029
DE	- 0.139	0.073	- 0.117	- 1.896	0.059

จากการทดสอบ พบว่า มีเพียงตัวแปรอิสระเรื่องการเข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (CAC) ที่มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนตัวแปรอิสระเรื่องคะแนนการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ (CGR) คะแนนการประเมินคุณภาพการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น (AGM) สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบ (AC) การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืน (SRA) และการได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มกิจการ นอกจากนี้ ตัวแปรควบคุมเรื่อง ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มกิจการ

■ สรุปผลและอภิปรายผล

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูล พบว่า การเข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (CAC) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มกิจการอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สอดคล้องกับการศึกษาของ Xu (2018) Wang, Xu, Zhang, and Shu (2018) และ Zeume (2014) ที่พบว่า การต่อต้านทุจริตอาจทำให้บริษัทเสียอำนาจการต่อรองหรือสิทธิพิเศษ ส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง ส่วนคะแนนการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ คะแนนการประเมินคุณภาพการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบ การได้รับรางวัลรายงานความยั่งยืน และการได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนไม่มีความสัมพันธ์ต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ตัวแปรควบคุมเรื่อง ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มกิจการ สอดคล้องกับการศึกษาของผลการศึกษาของ Toledo and Bocatto (2013) ที่พบว่า บริษัทขนาดใหญ่และบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงจากการวัดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้น เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่คาดว่าเป็นทางเลือกที่เหมาะสมสำหรับการนำโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการมาปฏิบัติเพื่อชดเชยต้นทุนจากการมอบอำนาจ

แม้ว่าการศึกษาพบว่าตัวแปรอิสระเรื่องการเข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริตมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ และตัวแปรอิสระอื่นไม่มีความสัมพันธ์กับการสร้างมูลค่ากิจการ ซึ่งอาจเกิดจากบางปัจจัยที่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือข้อจำกัดบางอย่าง แต่หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ถือเป็นเรื่องที่บริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญ เพื่อให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาว มีความน่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้น และสร้างคุณค่าอย่างยั่งยืน ตรงตามความมุ่งหวังของผู้ลงทุน ภาคธุรกิจ ตลาดทุน และสังคม

■ ข้อเสนอแนะการวิจัย

1. การศึกษาครั้งนี้ศึกษาตัวแปรเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการเพียง 7 ตัวแปร ซึ่งอาจไม่ได้ครอบคลุมหลักปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการ จึงเสนอแนะให้ศึกษาตัวแปรเพิ่มเติมเพื่อเพิ่มความแม่นยำและความชัดเจนในการวิเคราะห์ข้อมูล
2. การศึกษาครั้งนี้ทำการศึกษาตัวแปรตามเป็นมูลค่ากิจการซึ่งวัดด้วยวิธี Tobin's Q เพียงวิธีเดียว จึงเสนอแนะให้เพิ่มหรือใช้ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการวิธีอื่น ยกตัวอย่างเช่น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) เป็นการวัดมูลค่าที่แท้จริงที่ผู้บริหารสามารถเพิ่มให้แก่กิจการ โดยอาศัยแนวคิดกำไรทางเศรษฐศาสตร์ หรือกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ที่สะท้อนถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลกำไรจากการดำเนินงานและต้นทุนทั้งส่วนของเจ้าหนี้และส่วนของเจ้าของ และเป็นการขยายจากแนวคิดที่คำนึงเฉพาะกำไรสุทธิทางบัญชีที่นำเฉพาะดอกเบี้ยจ่ายซึ่งเป็นต้นทุนของเจ้าหนี้มาพิจารณาเพียงอย่างเดียว

■ References

- Agyemang-Mintah, P. & Schadewitz H. (2017). Audit committee adoption and firm value: evidence from UK financial institutions. *International Journal of Accounting and Information Management*, 26(1), 205-226.
- Akhtar, W., Khan F. A., Shahid A., & Ahmad, J. (2016). Effects of debt on value of a firm. *Journal of Accounting & Marketing*, 5(4), 1-4.
- Aksan, I. & Gantjowati, E. (2020). Disclosure on sustainability reports, foreign board, foreign ownership, Indonesia sustainability reporting awards and firm value. *Journal of Accounting and Strategic Finance*, 3(1), 33-51.
- Bartlett, B. (2012). *The Impact of Corporate Sustainability Reporting on Firm Valuation*. Retrieved from https://scholarship.claremont.edu/cmcm_theses/489/
- Blasis, R. D. (2017). *The Impact of Increased Shareholders Voting on Firm Value The Potential Contribution of Blockchain*. Retrieved from https://mondovisione.com/_assets/files/Blockchain-Report14Nov.pdf
- Chamaiporn R., Parichart R., & Sampan N. (2017). *Sustainability Reports and Its Effect on Firm Value in Thailand*. Retrieved from <http://gribaworld.com/img/1497846287.pdf>
- Gompers, P., Ishii J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156.
- Hull, R. (2005). Firm value and the debt-equity choice. *Regional Business Review*, 24(2005), 50-75.
- Karaca, S. S. & Savsar A. (2015). The effect of financial ratios on the firm value: evidence from Turkey. *Journal of Applied Economics Sciences*, 1(2012), 56-62.
- Klapper, L. F. & Love, I. (2002). *Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets*. Retrieved from <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/14319/multi0page.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Li, D. & Mu, Y. (2016) *Sustainability Awards and the Market Value of the Firm: An Empirical Investigation*. Retrieved from <https://ieeexplore.ieee.org/abstract/document/7996138>
- Lin, C., Morck, R., Yeung B., & Zhao, X. (2016). *What do We Learn from Stock Price Reactions to China's First Announcement of Anti-Corruption Reforms?* Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w22001>
- Ma, S. & Tian, G. (2009). *Board Composition, Board Activity and Ownership Concentration, the Impact on Firm Performance*. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/44285659_Board_Composition_Board_Activity_and_Ownership_Concentration_the_Impact_on_Firm_Performance
- Monvika P. Performance measurement along Tobin-Tobin's Q. *Journal of Business Administration*, 28(106), 13-21.
- Sillapaporn S. (2012). Corporate governance theory. *Journal of Business Administration*. 31(120), 1-4.

- Sillaporn S. (2012). The importance of corporate governance. *Journal of Business Administration*, 35(133), 1-4.
- Simamora, A. J. (2020). ASEAN corporate governance scorecard and firm value. *International Journal of Finance, Insurance and Risk Management*, 5(3), 66-80.
- Sutthinee V. (2017). *The relationship of sustainability investment and firm value of listed companies in the stock exchange of Thailand* (Independent study). Retrieved from https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:141392
- Toledo, E. P. & Bocatto, E. (2013). Quality of governance and the market value of cash: Evidence from Spain. *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(2), 91-104
- Tornyeva, K. & Wereko, T. (2012). Corporate governance and firm performance: Evidence from the insurance sector of Ghana. *European Journal of Business and Management*, 4(13), 95-112.
- Uzliawati, L., Yuliana, A., Januarsi, Y., & Santoso, M. I. (2018). Optimisation of capital structure and firm value. *European Research Studies Journal*, 11(2), 705-713.
- Wang, F., Xu, L., Zhang, J., & Shu, W. (2018). Political connections, internal control and firm value: Evidence from China's anti-corruption campaign. *Journal of Business Research*, 86(2018), 53-67.
- Warunya M. (2015). *Characteristics of board of directors and audit committees in relation to performance of companies having announced initial public offerings in Thailand* (Independent study). Retrieved from https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:94245
- Wassmer, U., Cueto, D. C., & Switzer, L. N. (2014). The effect of corporate environmental initiatives on firm value: Evidence from fortune 500 firms. *Management*, 17(1), 1-19.
- Xu, Y. (2018). Anticorruption regulation and firm value: evidence from a shock of mandated resignation of directors in China. *Journal of Banking and Finance*, 92(2018), 67-80.
- Yoon, B., Lee, J., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? evidence from Korea. *Sustainability*, 2018(10), 1-18.
- Zeume, S. (2013). *Bribes and Firm Value*. Retrieved from <https://www.researchgate.net/publication/258032090>