

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี มุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบต่อของคณะกรรมการบริษัท และมูลค่าเพิ่มของกิจการ (EVA) กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 50)

ภัทราพร พาณิชสุสวัสดิ์*
ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร**

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

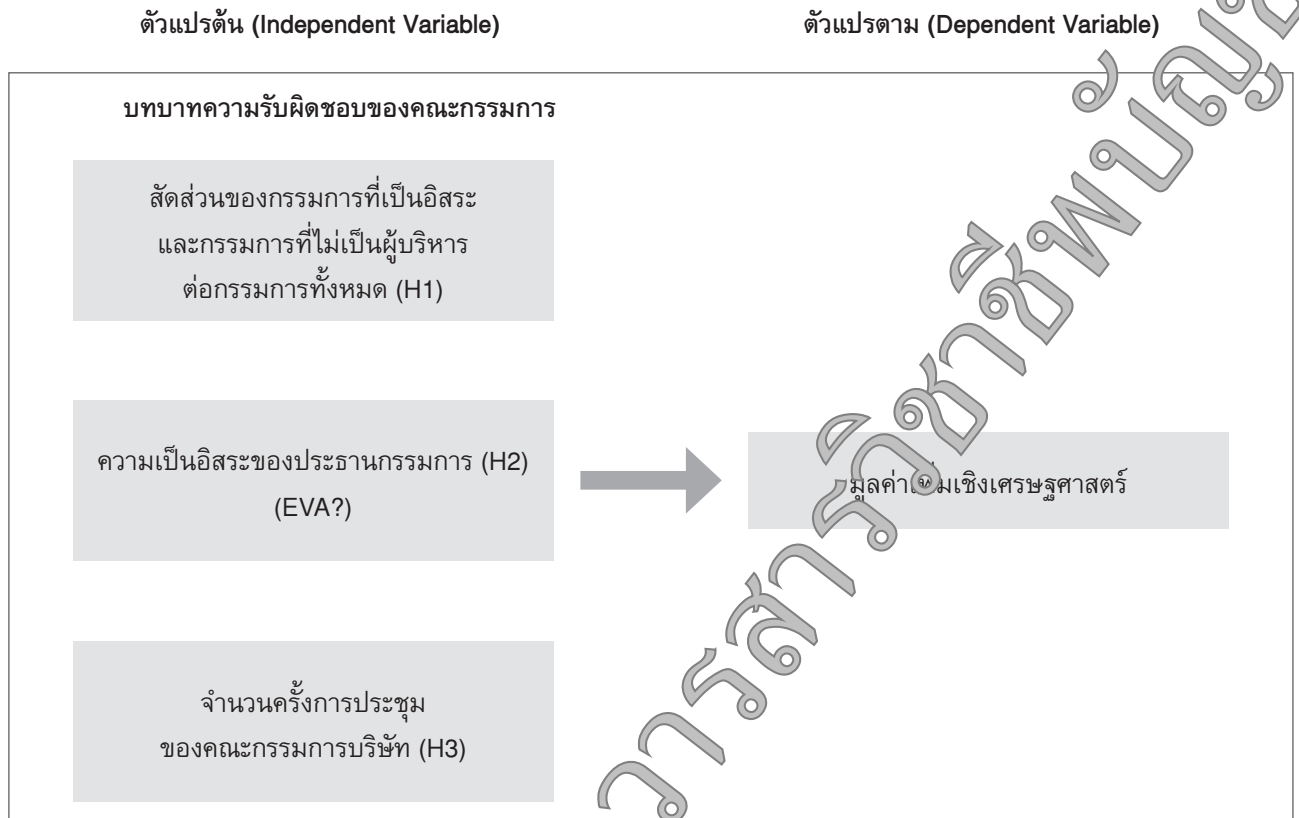
งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีในมุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบต่อของคณะกรรมการบริษัทและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในมุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบต่อของคณะกรรมการบริษัทและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการว่าอยู่ในระดับใด
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ว่าการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในมุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบต่อของคณะกรรมการบริษัทของกิจการจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางใดกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ

* มหบัณฑิตโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำ ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยนี้ครอบคลุมข้อมูลจากโรดโชว์จากงบการเงินและข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET50) ระหว่างปี พ.ศ. 2547-2549 รวมระยะเวลา 3 ปี ยกเว้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET50) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลังจากปี พ.ศ. 2545

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย

การวิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อหาความสัมพันธ์ของระดับและทิศทางของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในมุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งอาจเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่สนใจที่จะเลือกใช้ผลจากความความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในมุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท และระดับของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มาเป็นปัจจัยในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่นักลงทุนสนใจ

การทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีนี้มองว่า มนุษย์ทุกคนในองค์กรย่อมมีแรงผลักดันในอันที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น ดังนั้น ผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการจะพยายามหาหนทางในการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าหนทางนั้นเอื้ออำนวยผลประโยชน์ให้กับตนเองด้วย สมมติฐานที่อยู่เบื้องหลังทฤษฎีการเป็นตัวแทนก็คือผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นกับตัวผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการต่างมีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน โดยที่ผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการจะสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเองโดยไม่คำนึงถึงว่าการกระทำเช่นนั้นจะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ตัวผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือไม่

ลักษณะความสัมพันธ์ในทางธุรกิจมักเป็นความสัมพันธ์กันระหว่างตัวการ (Principal) กับตัวแทน (Agency) กล่าวคือ ตัวการได้ว่าจ้างโดยจ่ายค่าตอบแทนให้ตัวแทนเข้ามาดำเนินงานให้ตน และตัวแทนจะต้องรายงานผลการดำเนินงาน ฐานะการเงินของกิจการที่ตนรับผิดชอบพร้อมทั้งส่งมอบผลประโยชน์ให้ตัวการ จากแนวคิดพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่มีการแบ่งแยกการเป็นเจ้าของออกจากการจัดการ ซึ่งประกอบด้วยหลักการพื้นฐานสามประการ ได้แก่

- อำนาจสูงสุดของการเป็นเจ้าของ คือ เจ้าของแต่งตั้งกรรมการให้ดูแลสินทรัพย์ ของตน
- อำนาจตามหน้าที่ของคณะกรรมการ คือ คณะกรรมการเลือกผู้จัดการเพื่อเพิ่มมูลค่าสินทรัพย์ของเจ้าของ
- หน้าที่ปฏิบัติของฝ่ายจัดการ คือ ผู้จัดการทำงานเน้นตามวัตถุประสงค์ที่คณะกรรมการกำหนดในนามของเจ้าของ

การแยกกันเป็นเจ้าของจากการจัดการทำให้เกิดความเชื่อที่ผิดเพี้ยนมาหมายความว่าด้วย ตัวแทน โดยความเกี่ยวข้องระหว่างกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้นเป็น

ความรับผิดชอบอันเกิดจากความเชื่อใจและไว้วางใจต่อกัน โดยที่กรรมการมีความรับผิดชอบตามหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้น และฝ่ายจัดการมีความรับผิดชอบตามหน้าที่ต่อคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น ซึ่งการแยกกันเหล่านี้จะไปสู่ปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ทำให้ต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี

คณะกรรมการบริษัท

เนื่องจากคณะกรรมการบริษัทเป็นที่มีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งในการควบคุมดูแลการดำเนินงานของผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการให้บรรลุเป้าหมายของบริษัท และมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและบุคคลภายนอก ดังนั้น คณะกรรมการจึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีส่วนช่วยให้บริษัทมีการกำกับดูแลที่ดี โดยเฉพาะควรเน้นไปที่บทบาท หน้าที่ และโครงสร้างของคณะกรรมการ ซึ่งคณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีความรู้ ความสามารถ และประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจอย่างเพียงพอ รวมทั้งมีองค์ประกอบของคณะกรรมการที่จะสามารถสร้างกลไกการวางดุลอำนาจภายในได้อย่างเหมาะสม คณะกรรมการมีหน้าที่ในการกำหนดนโยบายและกำกับควบคุมดูแล ให้ข้อชี้แนะในการประกอบธุรกิจแก่ฝ่ายจัดการ รวมทั้งตรวจสอบการทำงานของฝ่ายจัดการให้เป็นไปตามนโยบายที่กำหนดไว้ ซึ่งในการปฏิบัติหน้าที่ ดังกล่าวคณะกรรมการควรยึดหลักปฏิบัติตามแนวทางที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กำหนดไว้คือ มีความยุติธรรม (Fairness) มีความโปร่งใส (Transparency) มีความรับผิดชอบต่อหน้าที่ (Accountability) และมีความรับผิดชอบในงาน (Responsibility)

แนวคิดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added)

กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economics Profit) แตกต่างไปจากกำไรทางบัญชี (Accounting Profits) ตามแนวคิดของนักบัญชีในแง่ที่ว่ากำไรทางบัญชีคำนวณได้จากรายได้

หักด้วยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน หักด้วยต้นทุนของเงิน
 ที่ได้จากจากการก่อหนี้ในรูปของดอกเบี้ยโดยรับรู้แต่
 เฉพาะดอกเบี้ยจ่ายเท่านั้นเป็นต้นทุนเงินทุนและถือว่าเงิน
 ที่ได้จากผู้ถือหุ้นเป็นศูนย์ เมื่อได้หักค่าใช้จ่ายในการ
 ดำเนินงานและดอกเบี้ยจ่ายออกจากรายได้แล้ว กำไรที่
 เหลือนั้นก็จะเป็นของผู้ถือหุ้น แต่สำหรับนักเศรษฐศาสตร์
 แล้วกิจการจะยังคงไม่มีกำไรจนกว่าอัตราผลตอบแทนของ
 ผู้ให้เงินลงทุนทั้งหมด (รวมถึงผู้ถือหุ้น) จะได้รับการ
 ชดเชยหมดสิ้น กล่าวคือกำไรที่แท้จริง (True Profits) ซึ่ง
 จะเกิดขึ้นเมื่อได้รับการหักต้นทุนเงินทุนทั้งหมดไม่ว่าจะ
 เป็นต้นทุนเงินทุนที่ได้มาจากการก่อหนี้หรือต้นทุนเงินทุน
 ของผู้ถือหุ้นออกจากรายได้จนหมดสิ้นซึ่งเป็นกำไรที่จะ
 เพิ่มมูลค่าแก่องค์กรที่แท้จริง

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่า
 ของกิจการและการกำกับดูแลกิจการนั้นได้มีการศึกษาไว้
 หลายๆ ด้าน ซึ่งงานวิจัยที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการศึกษาใน
 ครั้งนี้มีดังต่อไปนี้

Grant (1996) กล่าวว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
 เป็นเครื่องมือสื่อสารเพื่อการลงทุน โดยนักวิเคราะห์
 ส่วนใหญ่ใช้เป็นตัวชี้วัดว่า บริษัทมีความมั่งคั่งที่แท้จริงแก่
 ผู้ถือหุ้นได้หรือไม่ จะเห็นได้ว่าบริษัทที่มีมูลค่าเพิ่มเชิง
 เศรษฐศาสตร์เป็นบวกนั้น ราคาหุ้นของบริษัทก็จะสูงขึ้น
 ถือว่าเป็นการเพิ่มขึ้นของกำไรจากเงินลงทุนทั้งหมดของ
 บริษัท ส่งผลให้มูลค่าทางการตลาดของบริษัทเพิ่มขึ้น ซึ่งทำ
 ให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์เพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน

Vafeas (1999) ทดสอบความภาคภูมิใจของกิจกรรม
 ของคณะกรรมการบริษัทที่มีต่อความสัมพันธ์ต่อผลการ
 ดำเนินงานของบริษัท โดยใช้ความถี่ในการประชุม
 คณะกรรมการเป็นตัวแปรของกิจกรรมหรือการปฏิบัติ
 หน้าที่ของคณะกรรมการ และใช้ผลการดำเนินงานของ
 บริษัทเป็นตัววัดวัดความสำคัญของกิจกรรมของคณะ
 กรรมการดังกล่าว

จากการศึกษาพบว่า คณะกรรมการบริษัทมีการ
 ประชุมโดยเฉลี่ยปีละเจ็ดครั้ง และบริษัทที่มีคณะกรรมการ

ซึ่งประกอบด้วยจำนวนสมาชิกส่วนใหญ่เป็นกรรมการจาก
 ภายนอกจะมีการประชุมคณะกรรมการบ่อยครั้งมากขึ้น
 ส่วนผลจากการทดสอบความสัมพันธ์พบว่ากิจกรรมของ
 คณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น
 โดยอธิบายว่าความถี่ในการประชุม
 ของคณะกรรมการเพิ่มขึ้นต่อเมื่อมูลค่าตลาดของบริษัท
 ลดลงหรือเกิดขึ้นเมื่อบริษัทมีผลดำเนินงานที่ย่ำแย่
 ซึ่งทำให้เกิดกิจกรรมของคณะกรรมการที่เกินปกติ
 (Abnormal Board Activity) ของบริษัทกลับมามีผลการ
 ดำเนินงานที่ดีขึ้นอย่างชัดเจนปีถัดมา นอกจากนี้ยัง
 พบความสัมพันธ์เกี่ยวกับโครงสร้างของคณะกรรมการ
 บริษัทซึ่งพบว่าขนาดของคณะกรรมการและจำนวน
 คณะกรรมการที่เพิ่มขึ้นมีผลต่อกิจกรรมของคณะกรรมการ
 ที่เพิ่มขึ้นด้วย

Frans Suchard and Zein (2007) ได้ทำการศึกษา
 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแล

กิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยดูจาก
 Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับ
 การกำกับดูแลกิจการโดยใช้ตัวแปรในการวัดผล 3 ตัว
 คือ (1) สัดส่วนความเป็นอิสระของกรรมการและขนาด
 ของคณะกรรมการ (2) จำนวนของผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคล
 ภายใน (3) จำนวนของผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลภายนอก

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการ
 ดำเนินงานของบริษัทและการกำกับดูแลกิจการ อีกทั้ง
 Tobin's Q และ EVA ยังไม่สามารถเชื่อมโยงหรือหา
 ผลกระทบไปยังกลไกของ การกำกับดูแลกิจการได้
 สาเหตุของความไม่สัมพันธ์ได้อธิบายไว้ว่าในการทำวิจัย
 ประเภทนี้การทำการควบคุมปัจจัยภายในที่มีผลต่อการ
 กำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นทำ
 ได้ยาก เนื่องจากมีปัจจัยหลายตัวและยากต่อการควบคุม
 และปัจจัยเหล่านี้ถูกทำนายว่าเกิดมาจากตัวแปรสาเหตุ
 อื่นๆ ซึ่งไม่สามารถนำมาวิเคราะห์ได้ทั้งหมด

Black and Khanna (2007) ได้ทำการศึกษาความ
 สัมพันธ์ระหว่างการปฏิรูปการกำกับดูแลกิจการของบริษัท

ในประเทศอินเดีย กับมูลค่าตลาดของบริษัท ซึ่งในปี 1999 ประเทศอินเดียได้บังคับใช้แผนการปฏิรูประบบการกำกับดูแลกิจการ (Clause 49)

จากการศึกษาปฏิภิกิริยาของนักลงทุน (โดยดูจากราคาหุ้น) ทั้งในบริษัทขนาดใหญ่ ขนาดกลางและขนาดเล็ก ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย (BSE) พบว่าภายใน 3 วันทำการนับจากวันประกาศใช้ Clause 49 ราคาหุ้นของบริษัทขนาดใหญ่เพิ่มขึ้น เมื่อเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก และเพิ่มขึ้นอีก ภายใน 5 วัน และ 14 วันทำการ ตามลำดับ ทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นตามราคาหุ้นไปด้วย ในขณะที่บริษัทขนาดกลางก็มีอัตราการเติบโตของราคาหุ้นมากรองลงมาจากรบริษัทขนาดใหญ่ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนเห็นว่าการกำกับดูแลกิจการจะมีประโยชน์ต่อบริษัทขนาดใหญ่มากกว่าขนาดเล็ก

Chidambaran, Palia and Zheng (2006) ได้ทำการศึกษาเพื่อพิสูจน์ว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลการประกอบการที่ดีกว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดีหรือไม่ โดยวัดจาก stock return และผลกำไร ซึ่งสามารถแบ่งออกได้เป็น 3 ประเภท ได้แก่ 1.บริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดีมาก 2. บริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำมาก 3. บริษัทที่มีผลการดำเนินงานค่อนข้างดี จากนั้นทำการวัดประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการของแต่ละบริษัทจากตัววัด 13 ตัว เพื่อแปลตัววัดทั้งหมดออกมาเป็นคะแนนรวมของแต่ละบริษัท เพื่อหาว่าแต่ละบริษัทมีประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการเป็นอย่างไร

จากการศึกษาพบว่าไม่ว่าบริษัทจะมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือไม่ดี ก็ไม่มีผลต่อผลการประกอบการของบริษัท โดยบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็สามารถมีผลการประกอบการที่ตกต่ำได้ ในขณะที่บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดีก็สามารถมีผลการประกอบการของบริษัทให้ดีขึ้นได้ ดังนั้น ผลจากวิจัยนี้จึงสรุปได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลทำให้บริษัทมีผลการประกอบการที่ดีขึ้น

Gompers, Ishii and Metrick (2003) ได้ทำการศึกษาเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลประกอบการของบริษัท โดยนำบทบัญญัติของการกำกับดูแลกิจการจำนวน 24 ข้อ มาสร้างเป็น Governance Index (G Index) โดยจะใช้ G Index เป็นตัวแทนของระดับการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้น หากบริษัทใดมี G Index ต่ำแสดงว่าบริษัทนั้นเป็นบริษัทที่ให้สิทธิผู้ถือหุ้นมาก (มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี) หากบริษัทใดมี G Index สูงแสดงว่าบริษัทนั้นเป็นบริษัทที่ให้สิทธิผู้ถือหุ้นน้อย (มีการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับที่ต่ำ) จากนั้นก็ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง G Index กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งจากผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่ให้สิทธิผู้ถือหุ้นน้อยที่มีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำ จะส่งผลให้มีผลการดำเนินการที่ต่ำตามไปด้วย ในขณะที่บริษัทที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นมากจะมีมูลค่าบริษัทสูง ผลกำไรสูง อัตราการเติบโตของยอดขายสูงกว่าบริษัทที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นน้อย

Brown and Caylor (2004) ได้ทำการศึกษาเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลประกอบการของบริษัท โดยนำบทบัญญัติของการกำกับดูแลกิจการจำนวน 51 ข้อ มาสร้างเป็น Gov-Score ของแต่ละบริษัท หากบริษัทใดใช้บทบัญญัติของการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะได้ 1 คะแนนต่อบทบัญญัติ 1 ข้อ หากใช้บทบัญญัติของการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดีก็จะได้ 0 คะแนนต่อ 1 ข้อ เมื่อได้ Gov-Score ของแต่ละบริษัทมาแล้ว ก็ไปทำการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทโดยใช้ตัววัดต่างๆ เช่น ROE, Profit Margin, Tobin's Q, Dividend Yield เป็นต้น ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มี Gov-Score ต่ำ จะมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี ในขณะที่บริษัทที่มี Gov-Score สูง จะมีผลการดำเนินงานที่ดี

ตารางที่ 1 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ปัจจัยที่ศึกษา	เครื่องหมายแสดงทิศทางความสัมพันธ์
Vafeas (1999)	ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัท	ความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการเป็นตัวแทนกิจกรรมของคณะกรรมการ ผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งเกี่ยวข้องกับวัดความสำคัญของกิจกรรมของคณะกรรมการ	
Pham, Suchard & Zein (2007)	การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท	ผลการดำเนินงานของบริษัทวัดโดยใช้ Tobin's Q และ EVA การกำกับดูแลกิจการของบริษัทวัดโดยใช้ดัชนี 3 ตัว	ไม่มีนัยสำคัญ
Black & Khanna (2007)	การปฏิรูปการกำกับดูแลกิจการจะสามารถเพิ่มมูลค่าตลาดของกิจการได้หรือไม่	ราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ ขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก	+
Chidambaran, Palia & Zheng (2006)	การกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นหรือไม่	ผลการดำเนินงานที่วัดจาก Stock Return และผลกำไร ประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจากตัววัด 13 ตัวและ แปลตัววัดออกมาเป็นคะแนน	ไม่มีนัยสำคัญ
Gompers, Ishii & Metrick (2003)	การกำกับดูแลกิจการและมูลค่าหุ้น	ระดับการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นโดยใช้ G Index เป็นตัววัด ผลการดำเนินงานของบริษัทวัดผลโดยใช้ Tobin's Q	+
Brown & Caylor (2004)	การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท	ระดับของการกำกับดูแลกิจการ โดยใช้ Gov-Score เป็นตัววัด ผลการดำเนินงานของบริษัทโดยใช้ ตัววัดต่างๆ เช่น ROE, Profit Margin, Tobin's Q, Dividend Yield	+

วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีมุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทและมูลค่าเพิ่มของกิจการ (EVA) ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2547 - พ.ศ. 2549 กลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 50) ซึ่งเป็นบริษัทที่ได้รับการจัดลำดับดัชนีราคาโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ โดย SET50 Index เป็นดัชนีราคาหุ้นที่ใช้แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 50 ตัวที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง การซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ และมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยผ่านเกณฑ์ที่กำหนด โดยกลุ่มตัวอย่างนี้น่าจะมีแนวโน้มที่จะสามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าเพิ่มของกิจการได้ดี และมีแนวโน้มที่จะสามารถใช้เป็นตัวแทนบริษัททั้งตลาดได้ ซึ่งงานวิจัยนี้ได้เลือกใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็นรายการหลักทรัพย์ที่ได้จากการปรับรายการในช่วงวันที่ 1-30 มิถุนายน 2550 จะเป็นรายชื่อหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ในการคำนวณดัชนี SET50 Index สำหรับการคำนวณค่าดัชนีระหว่างวันที่ 1 ก.ค. 2550 ถึง 31 ธ.ค. 2550

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาได้มาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งรวบรวมได้จากข้อมูลงบการเงินรายไตรมาสจากงบการเงินและข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET50) ระหว่างปี พ.ศ. 2547-2549 รวมระยะเวลา 3 ปี

การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย

1. ตัวแปรต้น คือ บทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งประกอบด้วย

1.1 องค์ประกอบของการกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (Independent Director and Non-Executive Director) แทนด้วยตัวแปร IDNED วัดค่าโดย

$$IDNED = \frac{\text{จำนวนกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร}}{\text{จำนวนคณะกรรมการทั้งหมด}}$$

1.2 ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ (Independence of Chairman) ใช้วัดความเป็นอิสระของผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ ซึ่งความเป็นอิสระในที่นี้พิจารณาว่าผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการนั้นมีรายชื่อเป็นกรรมการอิสระหรือไม่ แทนด้วยตัวแปร IDOCM โดยกำหนดเป็น Dummy Variables ดังนี้

บริษัทจดทะเบียนที่มีประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ	มีค่าเป็น 1
บริษัทจดทะเบียนที่มีประธานกรรมการไม่เป็นกรรมการอิสระ	มีค่าเป็น 0

1.3 จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท ซึ่งแทนด้วยตัวแปร NBMEET วัดจาก

NBMEET = จำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัทในระหว่างปี

2. ตัวแปรตาม คือ ผลการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ (Economic Value Added: EVA[®]) โดยในการศึกษาครั้งนี้กำหนดให้

$$EVA^{\circledR} = NOPAT - (WACC * Invested Capital)$$

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้ได้ใช้เทคนิควิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) และสหสัมพันธ์เชิงซ้อน (Correlation) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ และจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ (Economic Value Added: EVA[®])

ตารางที่ 2 สรุปข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรต้นที่ใช้ในการทดสอบและทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง

ตัวแปร	ชื่อตัวแปร	การวัดค่า	ค่าคาดหวัง
สัดส่วนของกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารของบริษัท	IDNED _{it}	สัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ต่อจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด	บวก
ความเป็นอิสระของประธานกรรมการของบริษัท	IDOCM _{it}	บริษัทจดทะเบียนที่มีประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระและบริษัทจดทะเบียนที่ไม่มีประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ	บวก
จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทของบริษัท	NBMEET _{it}	จำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัทในระหว่างปี	บวก

ตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ และจำนวนครั้งของ

คณะกรรมการบริษัท กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ (Economic Value Added: EVA[®]) คือ เทคนิควิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งสามารถแสดงเป็นตัวแบบตามสมมติฐานที่ทดสอบได้ดังนี้

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 IDNED_{it} + \beta_2 IDOCM_{it} + \beta_3 NBMEET_{it}$$

โดยที่ EVA_{it} = มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัท i ในปี t

IDNED_{it} = สัดส่วนของกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารของบริษัท i ในปี t

IDOCM_{it} = ความเป็นอิสระของประธานกรรมการของบริษัท i ในปี t

NBMEET_{it} = จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทของบริษัท i ในปี t

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์และความน่าจะเป็น Correlations

		EVA	H1	H2	H3
EVA	Pearson Correlation	1	.099	.273(**)	-.100
	Sig. (2-tailed)	.	.259	.001	.254
	N	133	133	133	133
H1	Pearson Correlation	.099	1	-.062	.324(**)
	Sig. (2-tailed)	.259	.	.477	.000
	N	133	133	133	133
H2	Pearson Correlation	.273(**)	-.062	1	-.104
	Sig. (2-tailed)	.001	.477	.	.236
	N	133	133	133	133
H3	Pearson Correlation	-.100	.324(**)	-.104	1
	Sig. (2-tailed)	.254	.000	.236	.
	N	133	133	133	133

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

ผลการวิจัย

จากตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สัดส่วนของกิจกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ มีค่าเท่ากับ .099 แสดงว่าตัวแปรสองตัวนี้มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกันค่อนข้างต่ำเนื่องจากมีค่าเป็นบวกและมีค่าเข้าใกล้ 0 และค่า p-value เท่ากับ .259 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 แสดงว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กัน

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ความเป็นอิสระของประธานกรรมการกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ มีค่าเท่ากับ .273 แสดงว่าตัวแปรสองตัวนี้มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกันค่อนข้างต่ำเนื่องจากมีค่า

เป็นลบและมีค่าเข้าใกล้ 0 และค่า p-value เท่ากับ .001 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 แสดงว่าที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการมีความสัมพันธ์กัน

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ มีค่าเท่ากับ -.100 แสดงว่าตัวแปรสองตัวนี้มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงข้ามกันค่อนข้างต่ำเนื่องจากมีค่าเป็นลบและมีค่าเข้าใกล้ 0 และค่า p-value เท่ากับ .254 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 แสดงว่าที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กัน

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Coefficient of Determination)

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.318(a)	.101	.080	3.05618	1.008

a Predictors: (Constant), H3, H2, H1

b Dependent Variable: EVA

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Coefficient of Determination) ซึ่งค่า R² = 10.10 หมายความว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการจะสูงหรือต่ำขึ้นอยู่กับ สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและ

กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ และจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท 10.10% ส่วนที่ 89.90% เกิดจากค่าคลาดเคลื่อนหรือเกิดจากตัวแปรที่ไม่ได้นำมาศึกษาในครั้งนี้

ตารางที่ 5 แสดงความสัมพันธ์ของสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและ กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ และจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ (Economic Value Added : EVA[®])

Model	Expected Sign	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-0.049	1.118		-0.044	0.965
	IDNED (+)	2.781	1.585	0.155	1.755	0.082
	IDOCM (+)	2.194	0.682	0.270	3.215	0.002
	NBMEET (+)	-0.0171	0.052	0.122	-1.375	0.171

จากตารางที่ 5 เป็นฟังก์ชันทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตามซึ่งพบว่า

สมมติฐานที่ 1 สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและ กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (IDNED) นั้นมีค่าคาดหวังเป็นบวกและได้ค่าสัมประสิทธิ์จากสมการคือ 2.781 ซึ่งมีผลเป็นบวกและเข้าไปในทิศทางเดียวกับค่าความคาดหวัง แต่ถ้าดูจากค่าของ p-value ปรากฏว่าได้ค่า 0.082 ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงว่าตัวแปรด้านสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและ กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (IDNED) นั้นไม่มี

ความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ

สมมติฐานที่ 2 ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ (IDOCM) นั้นมีค่าคาดหวังเป็นบวกและได้ค่าสัมประสิทธิ์จากสมการคือ 2.194 ซึ่งมีผลเป็นบวกและเป็นไปในทิศทางเดียวกับค่าความคาดหวัง และถ้าดูจากค่าของ p-value ปรากฏว่าได้ค่า 0.002 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 แสดงว่าตัวแปรด้านความเป็นอิสระของประธานกรรมการ (IDOCM) นั้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ

สมมติฐานที่ 3 จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท (NBMEET) นั้นมีค่าคาดหวังเป็นบวกแต่ได้ค่าสัมประสิทธิ์จากสมการคือ -0.0171 ซึ่งมีผลเป็นลบโดยเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกับค่าความคาดหวัง และเมื่อดูจากค่าของ p-value ปรากฏว่าได้ค่า 0.171 ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงว่าตัวแปรด้านจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท (NBMEET) นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ

นอกจากนี้ตารางที่ 5 ยังสามารถอธิบายเปรียบเทียบว่าตัวแปรต้นตัวใดมีอิทธิพลต่อตัวแปรตามมากกว่ากัน โดยพิจารณาจากค่า Standardized Coefficient (Beta) จะเห็นว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรความเป็นอิสระของประธานกรรมการ (IDOCM) มีค่ามากที่สุดคือ 0.270 รอง

ลงมาคือตัวแปรสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (IDNED) มีค่าเท่ากับ 0.155 และตัวแปรที่มีค่าสัมประสิทธิ์น้อยที่สุดคือจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท (NBMEET) มีค่าเท่ากับ 0.122 จึงสรุปได้ว่าความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการมากที่สุด รองลงมาเป็นสัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารแล้ว จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทตามลำดับ

ดังนั้น ผลการทดสอบสมมติฐานจะทำให้ได้สมการที่เหมาะสมในการอธิบายมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการดังนี้

$$EVA = -0.049 + 2.781 IDNED + 2.194 IDOCM + 0.071 NBMEET$$

จากผลการทดสอบสมมติฐานข้างต้น สามารถสรุปได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 6 สรุปผลการทดสอบดังนี้

สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน
1) สัดส่วนของกรรมการอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	ปฏิเสธ
2) ความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	ยอมรับ
3) จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	ปฏิเสธ

สรุปและอภิปรายผล

ผลการศึกษาได้ตัวแปรต้นที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับที่คาดไว้ และมีผลอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ (EVA) ณ ช่วงความเชื่อมั่น 95% ได้แก่ ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ โดยที่

ประธานกรรมการเปรียบเสมือนเป็นตัวแทน (Agent) ของผู้ถือหุ้นที่เป็นตัวการ (Principle) ในการว่าจ้างตัวแทนเข้ามาบริหารงานของกิจการ ดังนั้น การที่มีประธานกรรมการมาจากกรรมการอิสระซึ่งจะไม่มีหน้าที่เข้ามาบริหารงานของกิจการจึงทำให้ไม่เกิดปัญหาเรื่องความ

ขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ซึ่งเป็นปัญหาที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ส่วนตนและผลประโยชน์ของกิจการ ดังนั้น การบริหารงานจึงมุ่งไปสู่ประโยชน์ของกิจการเป็นหลัก จึงส่งผลให้กิจการมีมูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ที่สูง นอกจากนี้การมีประธานกรรมการที่มาจากกรรมการอิสระยังเป็นไปตามหลักการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเรื่องขององค์ประกอบคณะกรรมการที่กำหนดว่าประธานกรรมการควรมาจากกรรมการที่เป็นอิสระและไม่เป็นบุคคลเดียวกันกับกรรมการผู้จัดการ และเป็นไปตามหลักการรวมหรือการแยกตำแหน่งโดยควรมีการแยกอำนาจหน้าที่ระหว่างกันให้ชัดเจนโดยไม่ให้คนหนึ่งคนใดมีอำนาจโดยไม่จำกัด ซึ่งเมื่อประธานกรรมการมีความเป็นอิสระมากเท่าไร ย่อมแสดงให้เห็นว่ากิจการได้ตระหนักถึงการปฏิบัติให้เป็นไปตามแนวทางที่กำหนด จึงทำให้นักลงทุนนั้นมีความเชื่อมั่นในการบริหารงาน ส่งผลให้เกิดการลงทุนและนำมาซึ่งมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการเช่นกัน

สำหรับผลการศึกษาที่ตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับที่คาดไว้ แต่ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ (EVA) ณ ช่วงความเชื่อมั่น 95% ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร การที่ตัวแปรต้นของกรรมการที่เป็นอิสระและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารไม่สามารถอธิบายมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการได้นั้น Bhagat and Black (1996, p.301) ได้อธิบายไว้ว่า อาจเนื่องมาจากกรรมการอิสระที่ถูกเลือกเข้ามาปฏิบัติงานนั้นไม่ได้ให้เวลากับการปฏิบัติงานทำให้ไม่สามารถทำการตรวจสอบการบริหารงานได้อย่างจริงจัง หรือมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับองค์ประกอบที่ตนเองเข้าไปปฏิบัติงานน้อยเกินไป และนอกจากนี้ประเด็นที่สำคัญคือการที่กรรมการอิสระมีความเห็นแก่ตัวและรับสินบนจาก

กรรมการที่มีหน้าที่ในการบริหารงานของกิจการ ซึ่งปัญหาการรับสินบนนี้ทำให้เกิดปัญหาที่มีความขัดแย้งกันระหว่างผลประโยชน์ของตนเองและของกิจการ ดังนั้น ไม่ว่ากรรมการอิสระจะมีสัดส่วนมากเพียงใดก็ตาม เมื่อเทียบกับจำนวนคณะกรรมการทั้งหมดก็ไม่สามารถที่จะบริหารงานให้นำไปสู่ผลการดำเนินงานของกิจการที่ดี

สำหรับปัจจัยด้านจำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัท ผลการวิจัยในความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับที่คาดไว้ และไม่พบผลสะท้อนอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ สาเหตุอาจมาจากความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการจะเพิ่มขึ้นต่อเมื่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการลดลงหรือเกิดขึ้นเมื่อบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ย่ำแย่ จึงทำให้เกิดกิจกรรมของคณะกรรมการที่เกินปกติ (Abnormal Board Activity)

การวิจัยถึงปัจจัยความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี มุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ (EVA) ของบริษัทจดทะเบียน รวมทั้งทิศทางความสัมพันธ์ของแต่ละปัจจัยดังกล่าว ทำให้ได้ข้อสรุปว่านอกจากบริษัทจดทะเบียนจะต้องถือปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดไว้ ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ (EVA) แล้ว ระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรที่มีผลกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ (EVA) ที่อยู่ในระดับต่ำ ยังแสดงให้เห็นว่ายังมีตัวแปรหรือปัจจัยอื่นอีกที่น่าจะมีผลกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของกิจการ (EVA) และผลงานวิจัยในครั้งนี้จะป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนให้สามารถใช้เป็นแนวทางในการเลือกปัจจัยเพื่อประกอบการตัดสินใจที่จะลงทุนในบริษัทจดทะเบียน

บรรณานุกรม

- Black, B. & Khanna, V. (2007). Can Corporate Governance Reforms Increase Firms' Market Value? Evidence From India. Available from: <http://ssrn.com/abstract=914440>(2007,December 1).
- Brown, L. & Caylor, M. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. Available from: <http://ssrn.com/abstract=586423> (2007,December 1).
- Bhagat S. & Black B. (2001). The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance. Available from: <http://ssrn.com/abstract=133808>(2008, April 11).
- Chidambaran, N.K. , Palia, D. & Zheng, Y. (2006). Does Better Corporate Governance "Cause" Better Firm Performance?. Available from: <http://ssrn.com/abstract=891556>(2007,December 1).
- Gompers, P. , Ishii, J. & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. Available from: <http://ssrn.com/abstract=278920>(2007,December 1).
- Grant, J. L.(1996). Foundation of EVA for Investment Managers. Journal of Portfolio Management. 23: 41-45.
- Pham P., Suchard J. & Zein J. (2007). Corporate Governance and Alternative Performance Measures: Evidence from Australian Firms. Available from: <http://ssrn.com/abstract=1015985>(2007, April 9).
- The Thai Bond Market Association. www.thaibma.or.th/yieldcurve/yieldTTM.aspx. (2007, November 26).
- Vafeas, N. (1999). Board Meeting Frequency and Firm Performance. Journal of Financial Economics 53, 113-142.