

ผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กานดา พิศาลปิติ

เคพีเอ็มจี ภูมิภาคไทย สอบบัญชี

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงาน
 ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่ได้รับการประเมิน
 การกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ซึ่งมีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ในปี
 พ.ศ. 2549, 2551, 2552, 2553 และ 2554 โดยศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีคะแนนอยู่ในระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ”
 ในส่วนของการคำนวณหาอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการศึกษา ผู้วิจัยเลือกใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม
 (ROA), อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ผลการศึกษาพบว่าตัวแปร
 การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROA มีทั้งสิ้น
 3 ตัวแปร คือ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ และจำนวนครั้งการ
 เข้าประชุมคณะกรรมการของบริษัท และวัดโดย ROE มีทั้งสิ้น 4 ตัวแปร นั่นคือ คะแนนการประเมินการกำกับดูแล
 กิจการที่ดี สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ การควมรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ และจำนวน
 ครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการของบริษัท นอกจากนี้ ยังพบอีกว่าถ้าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
 ประเทศไทยนั้น ๆ ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้มีผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัด
 โดย ROA และ ROE มีค่าที่สูงกว่าบริษัทที่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี ในระดับที่ต่ำกว่า

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

THE CAUSAL EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE ON FIRM'S FINANCIAL PERFORMANCE: THE CASE STUDY OF LISTED COMPANIES IN THAILAND

Kanda Pisanpeeti

KPMG Phoomchai Audit

ABSTRACT

This research aims to study the causal effect of corporate governance on firm's financial performance. The population in this study are companies in the Stock Exchange of Thailand (SET) that have been rated by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD) in the year 2006, 2008, 2009, 2010 and 2011. This research studies only those companies which were rated as "good", "very good" and "excellent" level. The calculation of financial ratios used in the study are return on assets (ROA), return on equity (ROE), and debt to equity ratio (D/E Ratio). The result shows that the variants of corporate governance have a significantly statistical correlation with the firm's financial performance of companies in SET. As measured by ROA, there are three variables: the corporate governance score, the ratio of the independent directors, and the number of times of the meeting of the board of directors. As measured by ROE, there are four variables: the corporate governance score, the ratio of the independent directors, merging of the positions of president and chairman, and the number of times of the meeting of the board of directors. Moreover, the result shows that the companies in SET, which was rated by the corporate governance score as a higher level, will result in a higher firm's financial performance as measured by ROA and ROE than the companies, which was rated the corporate governance score as a lower level.

Keywords: Corporate Governance, Firm's financial Performance, Corporate Governance Score

บทนำ

ความล้มเหลวทางเศรษฐกิจในสหรัฐอเมริกาในช่วงปี พ.ศ. 2544–2545 ก่อให้เกิดผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไปทั่วโลก จากเหตุการณ์ดังกล่าว ทำให้ในหลาย ๆ ประเทศเริ่มหันมาให้ความสำคัญกับเรื่องการทำกับดักแล็กการที่ดีมากขึ้น รวมถึงประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้เริ่มศึกษาเกี่ยวกับบทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบ ตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2538 แต่ในประเทศไทย ผู้คนเริ่มรู้จักกับคำว่า “การทำกับดักแล็กการ” หรือ “บรรษัทภิบาล” อย่างแพร่หลายภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจในช่วงปี พ.ศ. 2540

ในปี พ.ศ. 2541 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ออกข้อบังคับให้บริษัทจดทะเบียนต้องจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบภายในปี พ.ศ. 2542 และในปีเดียวกัน ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้จัดทำข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียน เพื่อเป็นแนวทางสำหรับการปฏิบัติงานของกรรมการ ต่อมาในปี พ.ศ. 2544 คณะอนุกรรมการเพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งประกอบด้วยผู้แทนจากองค์กรวิชาชีพต่าง ๆ ได้เผยแพร่รายงานการกำกับดูแลกิจการฉบับล่าสุด เพื่อให้องค์กรในตลาดทุนที่จะพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการของตนได้นำไปใช้เป็นแนวทางในการพิจารณาปฏิบัติตาม

ปี พ.ศ. 2545 รัฐบาลได้ประกาศอย่างเปิดเผยการให้ เป็นปีเริ่มต้นแห่งการรณรงค์เรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยจัดตั้งคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติขึ้น เพื่อส่งเสริมให้บรรษัทภิบาลมีพัฒนาการที่เป็นรูปธรรมอย่างต่อเนื่อง ในส่วนของตลาดหลักทรัพย์ฯ ก็ได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ไปแก่บริษัทจดทะเบียน เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติในปีแรกและกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทต้องเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ตั้งแต่รอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2545 เป็นต้นไป เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ไปปฏิบัติได้อย่างเป็นรูปธรรม ในปีเดียวกันนี้ ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้จัดตั้ง ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการ

บริษัทจดทะเบียน ขึ้น เพื่อทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการรณรงค์ส่งเสริม ให้คำปรึกษา และแลกเปลี่ยนข้อคิดเห็นเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการให้แก่กรรมการและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนปัจจุบัน รวมทั้งบริษัทที่เกี่ยวข้อง การเตรียมการเพื่อเข้าจดทะเบียน จุดประสงค์เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญและ ประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้งประจําบริษัท และประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสีย อาทิ ผู้ถือหุ้น คู่ค้า ลูกค้า เจ้าหนี้ พนักงาน และชุมชน เป็นต้น และเพื่อเสริมสร้างความรู้ความเข้าใจในแนวปฏิบัติเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตลอดจนเพื่อผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีไปปรับใช้และปฏิบัติอย่างจริงจัง (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

ปี พ.ศ. 2547 ประเทศไทยได้เข้าร่วมโครงการประเมินผลมาตรฐานบรรษัทภิบาลของธนาคารโลก (CG ROSCs) โดยยึดมาตรฐานเพื่อให้ผู้ลงทุนทั้งในและต่างประเทศได้ทราบถึงพัฒนาการในเรื่องบรรษัทภิบาลของตลาดทุนไทยอย่างถูกต้อง ซึ่งเกณฑ์ที่ธนาคารโลกใช้ในการประเมิน คือ หลักการที่กำหนดโดยองค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Cooperation and Development) หรือเรียกว่า OECD Principles เกณฑ์ในการประเมินประกอบด้วย 6 หมวด ได้แก่ การสร้างความมั่นใจในการมีกรอบโครงสร้างของการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ สิทธิของผู้ถือหุ้นและหน้าที่ที่สำคัญของผู้เป็นเจ้าของ การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสียในการกำกับดูแลกิจการ การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2549)

ปี พ.ศ. 2549 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ประกาศหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี พ.ศ. 2549 ซึ่งเป็นการนำข้อพึงปฏิบัติจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ที่ได้ประกาศใช้เมื่อเดือนมีนาคม พ.ศ. 2545 มาปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมให้เทียบเคียง

กับหลักการกำกับดูแลกิจการของ OECD Principles และ ข้อเสนอแนะของธนาคารโลก (ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแล กิจการบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549)

ในปัจจุบันนี้ การกำกับดูแลกิจการถือเป็นอีกเรื่องหนึ่ง ที่ได้รับความสนใจอย่างมากจากสาธารณชน หน่วยงาน กำกับดูแล และผู้บริหารขององค์กร ด้วยเหตุที่ว่า การกำกับ ดูแลกิจการจะทำให้กิจการมีระบบการบริหารจัดการที่มี คุณภาพ รวมทั้งมีการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส และมีผลการ ปฏิบัติงานที่เป็นมาตรฐาน อันจะส่งผลให้เกิดการเพิ่มขึ้น ของประสิทธิภาพการบริหารจัดการ ชีตความสามารถในการ แข่งขัน และยังเป็น การเพิ่มมูลค่าแก่กิจการอีกด้วย ปัจจุบัน มีองค์กรที่มีบทบาทในการพัฒนา สนับสนุน สํารวจหรือ ประเมินการกำกับดูแลกิจการ คือ สมาคมส่งเสริมสถาบัน กรรมการบริษัทไทย (IOD) ซึ่งเป็นองค์กรที่มีบทบาทสำคัญ ในการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการ และส่งเสริม ให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย (สมาคม ส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2555)

กิจกรรมหนึ่งที่สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัท ไทยดำเนินการเป็นประจำทุกปี คือ โครงการสำรวจการ กำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โครงการนี้ได้เริ่ม มีขึ้นเป็นครั้งแรกในปี พ.ศ. 2544 และมีการทําขึ้น อย่างเป็นต่อเนื่องมาเป็นประจำทุกปี (ยกเว้น ในปี พ.ศ. 2547 และ พ.ศ. 2550 เพื่อทบทวนและปรับปรุงเกณฑ์ และ แนวทางในการประเมินให้มีความชัดเจนและเหมาะสม มากยิ่งขึ้น) หลักเกณฑ์การสำรวจได้พัฒนาอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้มีความสอดคล้องกับมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการ ทั้งในระดับประเทศและในระดับสากล

จากความเป็นมาข้างต้น ทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจ ที่จะศึกษาถึงผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการกำกับดูแล กิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บททวนวรรณกรรม

ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผล การดำเนินงานถือเป็นอีกเรื่องหนึ่ง ที่ได้รับความสนใจอย่าง แพร่หลายมากขึ้น โดยมีหลักฐานสนับสนุนจากงานวิจัย มากมาย เช่น Klapper and Love (2004) ที่ศึกษาความ สัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน โดยใช้ผลการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการ ที่จัดทำ โดยสถาบัน Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) กับค่า Tobin's Q และค่า Return on Assets (ROA) ผลการศึกษาพบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกของการ จัดอันดับการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของ บริษัท แสดงให้เห็นว่าการทำให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่สูงขึ้น อีกทั้งงานวิจัย ในประเทศไทย ของชาญศิริ ชวานาใต้ (2555) ได้ศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนประสิทธิภาพการทํากําไร และคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัท ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย โดยนำผลการประเมิน การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่จัดทำโดยสมาคมส่งเสริมสถาบัน กรรมการบริษัทไทยมาทดสอบกับผลการดำเนินงานด้าน การทํากําไร อันได้แก่ อัตราผลตอบแทนกำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) อัตราผลตอบแทนจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin) อัตราผลตอบแทนจากกำไร สุทธิ (Net Profit Margin) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของ เจ้าของ (Return on Assets) อัตราผลตอบแทนจากกำไร ก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้ (Earnings Before Interest and Taxes Margin) และ อัตราส่วนราคาตลาด ต่อกำไร (P/E Ratio) จากการศึกษาพบว่า บริษัทที่ได้รับ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีอัตราส่วน ประสิทธิภาพการทํากําไรดีกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับคะแนน การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี นอกจากนี้ อมรگانต์ สํารภเงิน (2550) ได้ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการกำกับ ดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปรียบเทียบระหว่าง

กิจการที่ได้รับรางวัลการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับกิจการที่ไม่ได้รับรางวัลดูแลกิจการที่ดีผ่านตัววัดอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรสุทธิต่อรายได้ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานมากกว่าบริษัทที่ไม่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้ง Brown and Caylor (2004) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการทำกับดักกิจการกับผลประกอบการของบริษัทในสหรัฐอเมริกา จำนวน 2,327 บริษัท โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่า Gov-Score กับตัววัดผลการดำเนินงานต่าง ๆ ของบริษัท เช่น อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), อัตรากำไรขั้นต้น, การเติบโตของยอดขาย, มูลค่าของบริษัทที่วัดจาก Tobin's Q และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่วัดจากผลตอบแทนเงินปันผลและหุ้นทุนซื้อคืน ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มี Gov-Score สูง จะมีผลการดำเนินงานที่ดี ในขณะที่บริษัทที่มี Gov-Score ต่ำจะมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยที่สะท้อนถึงความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน ในหลากหลายมุมมอง เช่น งานวิจัยของ Kyereboach and Beikpe (2002) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการ ซึ่งเป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดยใช้ Tobin's Q, อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth Rate) ผลการศึกษาพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่ใหญ่ขึ้นจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นด้วย โดยได้ชี้แจงเหตุผลประกอบว่า คณะกรรมการที่มีจำนวนมากขึ้น จะทำให้เกิดความขัดแย้งต่าง ๆ ของบริษัทเป็นไปในทิศทางที่ถูกต้อง เนื่องจากคณะกรรมการแต่ละคนต่างมีประสบการณ์และความรู้ความสามารถที่แตกต่างกันไป และ Lehman and Weigand (2000) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเหมาะสมของโครงสร้างขนาดองค์กรและจำนวนคณะกรรมการเป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการ

ที่ดี กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on Assets) โดยพบว่าหากบริษัทมีขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่เหมาะสมกับขนาดของกิจการแล้วจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ในงานวิจัยของ Aguilera and Knoeber (1996) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยพบว่า จำนวนกรรมการอิสระที่สูงขึ้นจะส่งผลให้การดำเนินงานของบริษัทลดลง โดยได้ชี้แจงว่า การที่มีบริษัทมีคณะกรรมการอิสระนั้น เป็นไปตามข้อกำหนดของกฎหมาย จึงไม่มีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท

งานวิจัยในอดีตต่างก็ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัทและผลการดำเนินงานของกิจการ เช่น Evans and Weir (1995) และ Conger et al. (1998) พบว่า ยังมีจำนวนครั้งในการประชุมมากเกินไป จะส่งผลให้กลไกการกำกับดูแลกิจการดีขึ้นมากเท่านั้น และจะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของกิจการให้ดีขึ้นด้วย เนื่องจาก เมื่อคณะกรรมการบริษัทมีการประชุมกันอย่างต่อเนื่องและบ่อยครั้ง จะทำให้คณะกรรมการบริษัทมีความเข้าใจในตัวกิจการมากขึ้น ปฏิบัติงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น ส่งผลให้การกำหนดกลยุทธ์ของบริษัทมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ Hermalin and Weisbach (1991) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการควรรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการกับผลการดำเนินงานพบว่า บริษัทที่ไม่มี CEO Duality นั้น จะทำให้การทำงานของคณะกรรมการไม่ถูกครอบงำโดยฝ่ายจัดการ ส่งผลให้ผลการดำเนินงานออกมามีประสิทธิภาพ ซึ่งนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดี รวมทั้ง Chiang (2005) ได้ให้ความเห็นว่าบริษัทสามารถลดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทนลงได้ด้วยการแบ่งแยกหน้าที่ ความรับผิดชอบ ระหว่างประธานกรรมการและฝ่ายจัดการให้เป็นคนละคน ซึ่งจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Rechner and Dalton (1991) ที่พบว่า

บริษัทที่มี CEO Duality จะมีผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่ค่อนข้างต่ำ เนื่องจากบริษัทนั้น ๆ จะให้ความสำคัญกับฝ่ายบริหารมากกว่าที่จะให้ความสำคัญกับส่วนของเจ้าของ

นอกจากนี้ในส่วนของ Majumdar (1997) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทกับผลกำไรของบริษัทในประเทศอินเดีย ซึ่งพบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าจะมีผลกำไรที่ดีกว่า เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีข้อได้เปรียบในเรื่องข้อจำกัดและนโยบายต่าง ๆ ของการลงทุน อีกทั้งยังได้รับการประหยัดจากขนาด ทำให้มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Drobetz, Schillhofer and Zimmermann (2003) ที่พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกับผลการดำเนินงาน

สำหรับงานวิจัยในอดีตของ Leland (1994) ที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนของหนี้และทุนกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งพบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยจะเห็นได้จากโครงสร้างของเงินทุนของบริษัทที่มีหนี้สินที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น แต่จะเพิ่มถึงระดับหนึ่งเท่านั้น และเมื่อมีการก่อหนี้สินเพิ่มขึ้นจากระดับนี้ จะส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง เนื่องจากต้นทุนต่าง ๆ ข้างต้นจะเกิดขึ้นในอัตราที่มากกว่าผลประโยชน์ที่จะได้รับ

จากความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัท ข้างต้น สามารถสรุปกรอบงานวิจัยได้ ดังนี้



วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการทำกับดักแล็กกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและได้รับผลการประเมินการทำกับดักแล็กกิจการจากทางสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ใน ปี พ.ศ. 2549, พ.ศ. 2551, พ.ศ. 2552, พ.ศ. 2553 และ พ.ศ. 2554 รวมระยะเวลา 5 ปี

จากความสัมพันธ์ระหว่างการทำกับดักแล็กกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัท สามารถออกแบบสมมติฐานการวิจัย ได้ดังนี้

สมมติฐานการวิจัย ข้อ 1 คือ ทำกับดักแล็กกิจการ ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยเขียนเป็นสมการความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$ROA = \alpha + \beta_1 CGS + \beta_2 NED + \beta_3 PSB + \beta_4 BOD + \beta_5 TIME + \beta_6 DUAL + \beta_7 SIZE + \beta_8 D/E + \epsilon$$

$$ROE = \alpha + \beta_1 CGS + \beta_2 NED + \beta_3 PSB + \beta_4 BOD + \beta_5 TIME + \beta_6 DUAL + \beta_7 SIZE + \beta_8 D/E + \epsilon$$

โดย

CGS = คะแนนการประเมินการจับกับดักแล็กกิจการที่ดี

NED = สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ

PSB = สัดส่วนการถือครองหุ้นของคณะกรรมการอิสระ

BOD = ขนาดของคณะกรรมการบริษัท

TIME = จำนวนครั้งการเข้าประชุมของคณะกรรมการบริษัท

DUAL = การควรรวมตำแหน่งของผู้จัดกักในรายชื่อประธานกรรมการ

SIZE = ขนาดของกิจการ

D/E = อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน

ϵ = ค่าความคลาดเคลื่อน

สมมติฐานการวิจัย ข้อ 2 คือ กิจการที่ได้รับคะแนนการประเมินการจับกับดักแล็กกิจการที่ระดับสูงกว่าจะมีผลการดำเนินงานมากกว่ากิจการที่ได้รับคะแนนการประเมินการจับกับดักแล็กกิจการที่ระดับต่ำกว่า

กำหนดให้

กิจการที่ได้รับคะแนนการประเมินการจับกับดักแล็กกิจการที่ระหว่าง 2.01 > 3.00 มีค่าเท่ากับ 1

กิจการที่ระหว่าง 3.01 > 5.00 มีค่าเท่ากับ 2

• กิจการที่ได้รับคะแนนการประเมินการจับกับดักแล็กกิจการที่ระหว่าง 2.01 > 3.00 มีค่าเท่ากับ 1

กิจการที่ระหว่าง 3.01 > 5.00 มีค่าเท่ากับ 2

โดยนำมาเขียนในรูปแบบของสมมติฐานทางสถิติ ได้ดังนี้

1. การทดสอบอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)

H0: ROA1 = ROA2

H1: ROA1 ≠ ROA2

2. การทดสอบอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)

H0: ROE 1 = ROE 2

H1: ROE 1 ≠ ROE 2

ผลการวิเคราะห์

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (ROA) กับตัวแปรต้น

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Partial Change	Tolerance	VIF
1 (Constant)	8.377	1.902		4.403	0.000					
CGS	1.722	0.147	0.278	11.689	0.000	0.294	0.278	0.264	0.908	1.102
BOD	-0.026	0.110	-.006	-0.234	0.815	0.097	-0.006	-0.005	0.728	1.374
NED	-10.232	2.804	-.095	-3.649	0.000	-0.047	-0.095	-0.083	0.761	1.314
PSB	628.767	346.958	0.041	1.812	0.070	0.038	0.044	0.041	0.994	1.006
DUAL	0.836	0.595	0.033	1.405	0.160	0.004	0.034	0.032	0.951	1.052
TIMEBOD	-0.271	0.065	-.097	-4.167	0.000	0.076	-0.100	-0.094	0.946	1.057
SIZE	0.026	0.004	0.146	5.997	0.000	0.165	0.143	0.136	0.858	1.166
DE	-0.002	0.001	-0.028	-1.275	0.222	-0.039	-0.029	-0.028	0.996	1.004

a. Dependent Variable: ROA

จากตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของความสัมพันธระหว่างตัวแปรตาม (ROA) กับตัวแปรต้นพบว่า มีตัวแปรต้นที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROA ทั้งสิ้น 3 ตัวแปร นั่นคือ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (NED) และจำนวนครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการของบริษัท (TIME) และจะเห็นว่า มีตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งวัดโดย ROA 1 ตัวแปร นั่นคือ ขนาดของบริษัท (SIZE)

สำหรับตัวแปรต้นคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROA ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 นั่นคือ ถ้าบริษัท

จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ นั้น ๆ ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) ในระดับที่สูงกว่า จะส่งผลให้มีผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดโดย ROA มีค่าที่สูงกว่าบริษัทที่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) ในระดับที่ต่ำกว่าและบริษัทที่ไม่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Klapper และ Love (2004), อมรภานต์ สำภาเงิน (2550) และ ชาญศิริ ขาวนาใต้ (2555)

สำหรับตัวแปรต้นสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (NED) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROA ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 นั่นคือ ถ้าบริษัทนั้น ๆ มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระสูง จะส่งผลให้มีผลการดำเนินงาน

ซึ่งวัดโดย ROE มีค่าที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kyereboach and Beikpe (2002) และ Agrawal and Knoeber (1996)

สำหรับตัวแปรต้นจำนวนครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการของบริษัท (TIME) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROA ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 นั่นคือถ้าบริษัทนั้น ๆ มีจำนวนครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการของบริษัทมาก จะส่งผลให้มีผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดโดย ROA มีค่าที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีจำนวนครั้งการเข้าประชุม

คณะกรรมการของบริษัทต่ำกว่า ทั้งนี้อาจเกิดจากในอดีต ในปัจจุบันนี้ ค่าเบี้ยประชุมที่จ่ายให้แก่คณะกรรมการบริษัท เข้าประชุมมีอัตราต่อครั้งที่สูงขึ้นเรื่อย ๆ ซึ่งตรงกันข้ามกับงานวิจัยในอดีตของ Evans and War (1995) และ Conger et al. (1998)

นอกจากปัจจัยที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการข้างต้นแล้ว ยังพบว่าตัวแปรควบคุมขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROA ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Majumdar (1997)

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (ROE) กับตัวแปรต้น

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 (Constant)	-0.864	5.836		-0.148	0.882					
CGS	4.517	0.452	0.238	9.995	0.000	0.255	0.234	0.227	0.908	1.102
BOD	0.523	0.338	0.011	1.550	0.121	0.110	0.037	0.035	0.728	1.374
NED	-23.943	8.603	-0.072	-2.783	0.005	-0.056	-0.067	-0.063	0.761	1.314
PSB	1243.561	1064.333	0.027	1.168	0.243	0.023	0.028	0.027	0.994	1.006
DUAL	4.076	1.874	0.052	2.234	0.026	0.009	0.054	0.051	0.951	1.052
TIMEBOD	-0.529	0.199	-0.062	-2.652	0.008	-0.050	-0.064	-0.060	0.946	1.057
SIZE	0.042	0.014	0.075	3.070	0.002	0.105	0.074	0.070	0.858	1.166
DE	-0.057	0.004	-0.173	-7.593	0.000	-0.181	-0.180	-0.172	0.996	1.004

a. Dependent Variable: ROE

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของความสัมพัธ์ระหว่างตัวแปรตาม (ROE) กับตัวแปรต้นพบว่า ตัวแปรต้นที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ซึ่งวัดโดย ROE ทั้งสิ้น 4 ตัวแปร นั่นคือ คณะกรรมการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (NED) การควมรวมตำแหน่งของ

ผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ (DUAL) และจำนวนครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการของบริษัท (TIME) และจะเห็นว่าตัวแปรควบคุมที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE 2 ตัวแปร นั่นคือ ขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio)

สำหรับตัวแปรต้นคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 นั่นคือ ถ้าบริษัทนั้น ๆ ได้รับความคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) ในระดับที่สูงกว่า จะส่งผลให้มีผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดโดย ROE มีค่าที่สูงกว่าบริษัทที่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) ในระดับที่ต่ำกว่าและบริษัทที่ไม่ได้รับความคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Brown and Caylor (2004)

สำหรับตัวแปรต้นสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (NED) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 นั่นคือ ถ้าบริษัทนั้น ๆ มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระสูง จะส่งผลให้มีผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดย ROE มีค่าที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kyereboadi and Beikpe (2002) และ Agrawal and Knoeber (1996)

สำหรับตัวแปรต้นการรวบรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ (DUAL) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 นั่นคือ ถ้าบริษัทนั้น ๆ มีการรวบรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ (DUAL) จะส่งผลให้มีผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดโดย ROE มีค่าที่ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่มีการรวบรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ (DUAL) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rechner and Dalton (1991) และ Hermalin and Weisbach (1991)

สำหรับตัวแปรต้นจำนวนครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการของบริษัท (TIME) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 นั่นคือ ถ้าบริษัทนั้น ๆ มีจำนวนครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการของบริษัท (TIME) มาก จะส่งผลให้มีผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดย ROE มีค่าต่ำกว่าบริษัทที่มีจำนวนครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการของบริษัท (TIME) น้อยกว่า ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Evans and Weir (1995)

นอกจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการข้างต้นแล้ว ยังพบว่า ตัวแปรควบคุมขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท และยังพบอีกว่าตัวแปรควบคุมอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Majumdar (1997) และ Lealand (1994) ตามลำดับ

สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ซึ่งมีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ในปี พ.ศ. 2549, พ.ศ. 2551, พ.ศ. 2552, พ.ศ. 2553 และ พ.ศ. 2554 โดยศึกษาผ่านตัวแปรต้นทั้งสิ้น 6 ตัว ได้แก่ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (NED) สัดส่วนการถือครองหุ้นของคณะกรรมการอิสระ (PSB) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BOD)

จำนวนครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการของบริษัท (TIME) และการควรวรมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ (DUAL) ซึ่งวิเคราะห์ความสัมพันธ์ผ่านตัวแปรตามทีสะท้อนถึงผลการดำเนินงานทั้งสิ้น 2 ตัวแปรด้วยกัน คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) โดยมีการควบคุมในส่วนของขนาดของบริษัท (SIZE) และ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio)

ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROA มีทั้งสิ้น 3 ตัวแปร นั่นคือ คณะกรรมการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (NED) และจำนวนครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการของบริษัท (TIME) และในส่วนของตัวแปรการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE พบทั้งสิ้น 4 ตัวแปร นั่นคือ คณะกรรมการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (NED) การควรวรมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ (DUAL) และจำนวนครั้งการเข้าประชุมคณะกรรมการของบริษัท (TIME) นอกจากนี้ ยังพบอีกว่า ถ้าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ๆ ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) ในระดับที่สูงกว่า จะส่งผลให้มีผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดย ROA และ ROE มีค่าที่สูงกว่าบริษัทที่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) ในระดับที่ต่ำกว่า และบริษัทที่ไม่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGS) ในปัจจุบันนี้ ในส่วนของตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROA ในขณะที่ตัวแปรควบคุมขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย ROE ตามลำดับ

กล่าวโดยสรุปได้ว่า การกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น บริษัทจึงควรให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการ และจัดให้มีการพัฒนาที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการให้ดียิ่ง ๆ ขึ้นไป

เอกสารอ้างอิง

ภาษาไทย

ชาญศิริ ชาวานาใต้. (2555). ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การศึกษาระดับปริญญาโท), มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). บทบาท SET. สืบค้นจาก http://www.set.or.th/th/regulations/cg/roles_p1.html.

วอลนุก อัครพุทธิพร และ ศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2550). คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 3, 6 (เมษายน): 95-106.

ภัทรพร พาณิชสุสวัสดิ์ และ ศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2551). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีมุมมองด้านบทบาทความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทและมูลค่าเพิ่มของกิจการ (EVA) กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 50). *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 4, 9 (เมษายน): 42-54.

ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2549). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2549*. สืบค้นจาก http://www.set.or.th/th/regulations/cg/update_doc_database.html

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2549). *หลักการกำกับดูแลกิจการของ OECD*. สืบค้นจาก <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/42107649.pdf>

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2555). *เกี่ยวกับ IOD สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย*. สืบค้นจาก <http://www.thai-iod.com/th/aboutIOD.asp>

อมรگانต์ สำภาเงิน. (2550). *ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อการดำเนินงาน: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (การศึกษาด้วยตนเอง). มหาวิทยาลัยบูรพา, คณะการบัญชี.

อินทิพากุลย์ ศรีประสิทธิ์. (2554). *บรรษัทภิบาล ค่าตอบแทนผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของกิจการ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (การศึกษาด้วยตนเอง). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

English

Agrawal A. & Knoeber C R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problem between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative and Analysis*, 31(3), 377-397.

Brown, L. & Caylor, M. (2004). *Corporate Governance and Firm Performance*. Available from: <http://ssrn.com/abstract=586423>.

Chiang. (2005). An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance, *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge, 6(1), 95-104.

Drobetz, Schillhofer & Zimmermann. (2003). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, Vol.10, No.2, 267-293.

Erik, L. & Jurgen, W. (2000). Does the Government Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany. *European Finance Review*, Vol.4, No.2, 157-195.

Evans, J. & Weir, C. (1995). Decision processes, monitoring, incentives and large firm performance in the UK. *Management Decision*, 33(6), 32-37.

Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, Vol.20, 101-12.

Klapper, L.F., & Love (2004). *Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets*. World Bank Policy Research Working Paper, No.2818.

Kroeboach, Coleman A., & Beikpe, N. (2002). *The Relationship between Board size, Board composition, CEO Duality and Firm Performance*. (Working paper). University of Stellenbosch Business School (USB).

Leland, Hayne E. (1994). Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol.49, No.4, 1213-1252.

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.

Rechner, P.L. & D.R. Dalton. (1991). CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, Vol.12, No.2, 155-160.