บทความวิจัย

ผลของการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดต่อผลการดำเนินงานและความเสี่ยงของบริษัท

เอกภาพ เอกวิกรัย
นักวิชาการอิสระ

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : *14 เมษายน 2562*
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : *6 มิถุนายน 2562*
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : *7 มิถุนายน 2562*

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดต่อผลการดำเนินงานและความเสี่ยงของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2555 โดยเก็บข้อมูลจาก SETSMART แบบ 56-1 และรายงานประจำปีของแต่ละบริษัท พบว่ามีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 76 บริษัท หรือนับเป็น 380 ตัวอย่าง

จากการศึกษาพบว่าการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามต่อผลการดำเนินงานของบริษัท การควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท แสดงว่าถ้าบริษัทมีการควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการ มีสัดส่วนของกรรมการอิสระต่ำ มีขนาดของคณะกรรมการใหญ่ และมีการเปลี่ยนผู้บริหารน้อยครั้ง จะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี นอกจากนี้ จากการศึกษาพบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศตรงกันข้ามกับความเสี่ยงของบริษัท แสดงว่าถ้าบริษัทมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการดีจะส่งผลให้บริษัทมีความเสี่ยงต่ำ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อผลการดำเนินงานและความเสี่ยงของกิจการ

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ การเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุด ผลการดำเนินงาน ความเสี่ยง

Research Article

Effect of Corporate Governance and CEO Turnover on Firm Performance and Risk

Eakkaphap Eakvikrai

Independent Scholar

Received: *April 14, 2019*
Revised: *June 6, 2019*
Accepted: *June 7, 2019*

ABSTRACT

The purpose of this research is to identify how corporate governance and chief executive officer (CEO) turnover affected firm performance and risk by examined companies which listed in the Stock Exchange Thailand (SET) since 2008 to 2012. Data was collected from SETSMART, annual report and financial statements of each firm making 76 firms as sample for a total of 380 sets of data.

The result found that independent director ratio and non-routine CEO turnover negatively affected firm performance but CEO duality and board of directors' size positively affected firm performance. Furthermore, we found that corporate governance level negatively affected firm risk. These findings indicated that corporate governance affected firm performance and risk which emphasized the importance of corporate governance.

Keywords: Corporate Governance, CEO Turnover, Performance, Risk

บทนำ

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) คือ ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ในระบบกำกับดูแลกิจการ ผู้ถือหุ้นแต่งตั้งให้กรรมการเป็นตัวแทนในการบริหารกิจการแทนตน กรรมการทั้งหมดประกอบเป็นคณะกรรมการทำหน้าที่กำหนดนโยบาย มอบหมายและติดตามดูแลให้ฝ่ายจัดการนำไปปฏิบัติ ดังนั้นในส่วนของความรับผิดชอบ คณะกรรมการจึงมีความรับผิดชอบตามหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้น ในขณะที่ฝ่ายจัดการมีความรับผิดชอบตามหน้าที่ต่อคณะกรรมการ ซึ่งคณะกรรมการบริษัทเป็นผู้มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการให้เป็นไปตามหลักการที่ดี

ฝ่ายจัดการนั้นมีผู้ดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดหรือประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (Chief Executive Officer: CEO) เป็นบุคคลที่มีบทบาทสำคัญต่อกลยุทธ์และนโยบายต่าง ๆ ของบริษัท ทั้งด้านการเงิน การจัดการ การลงทุน การบัญชี ซึ่งส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัท (Bertrand & Schoar, 2003; Dejong & Ling, 2013) เมื่อฝ่ายจัดการมีปัญหาในการบริหารงาน คณะกรรมการมีหน้าที่พิจารณาเปลี่ยนและแต่งตั้งผู้บริหารคนใหม่มาแทนที่ โดยคาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะดีเท่าเดิมหรือดีขึ้น (Huson, Malatesta, & Parrino, 2004)

เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการและคณะกรรมการมีความสำคัญอย่างมากต่อบริษัท จึงมีหลายงานวิจัยที่ศึกษาและพบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท (Beiner, Drobetz, Schmid, & Zimmermann, 2004; Black, Jang, & Woochan, 2006) นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาและพบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความเสี่ยงของบริษัทในรูปของความผันผวนของผลตอบแทนของหุ้น (Aimpichaimongkol, 2012; Jordan, Lee, and Bui, 2012; Aloui and Jarboui, 2018) และจากงานวิจัยของ Dimopoulos and Wagner (2016) พบว่าโอกาสเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดจะสูงขึ้นเมื่อผลการดำเนินงานของกิจการไม่ดี และการจ้างผู้บริหารคนใหม่เข้ามาทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้นในปีถัดมา

ด้วยเหตุนี้การกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดจึงมีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งต่อบริษัท ซึ่งงานวิจัยส่วนมากทำการศึกษาเพียงการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานหรือความเสี่ยงของบริษัท โดยพิจารณาจากโครงสร้างของคณะกรรมการเท่านั้น จึงเป็นที่น่าตั้งข้อสังเกตว่านอกจากโครงสร้างคณะกรรมการบริหารแล้ว การเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุด (ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการ) จะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและความเสี่ยงของบริษัทอย่างไร

ทบทวนวรรณกรรม

จากการศึกษาพบว่างานวิจัยส่วนใหญ่ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการจะกล่าวถึงทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) มาจากแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ว่าทุกคนย่อมมีแรงจูงใจในการทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว ผู้บริหารจะพยายามสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการก็ต่อเมื่อผู้บริหารพิจารณาแล้วเห็นว่าเรื่องนั้นเอื้ออำนวยผลประโยชน์ให้กับตนด้วยในเวลาเดียวกัน ตามการศึกษาของ McColgan (2002) สามารถแยกสาเหตุการเกิดปัญหาได้ ดังนี้

1. Moral-Hazard คือ ปัญหาที่เกิดจากผู้บริหาร (ซึ่งเป็นตัวแทน) บริหารงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

2. Earnings Retention คือ ปัญหาที่เกี่ยวข้องกับขนาดของกิจการที่วัดโดยกำไรสะสมของบริษัท ซึ่งผู้บริหารจะใช้โครงสร้างเงินทุนที่เป็นแหล่งเงินทุนภายในจากกำไรสะสมมากกว่าการหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก เพื่อลดการถูกตรวจสอบการบริหารงานจากบุคคลภายนอก ซึ่งส่งผลให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในรูปเงินปันผลลดลง

3. Time Horizon คือ ปัญหาที่เกิดจากการลงทุน โดยผู้บริหารจะให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดของบริษัทในช่วงระยะเวลาที่ตนบริหารอยู่เท่านั้น ดังนั้นผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะลงทุนในโครงการระยะสั้นมากกว่าโครงการระยะยาว ถึงแม้ว่าโครงการนั้นจะให้ผลตอบแทนสูงกว่า

4. Risk Aversion คือ ปัญหาที่เกิดจากค่าตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นผู้บริหารจึงขาดแรงผลักดันในการบริหารงานให้ดีกว่าที่ตั้งเป้าไว้ ทำให้ไม่ลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูงและมีความเสี่ยงสูง

งานวิจัยได้ใช้ตัวแปรเพื่อวัดการกำกับดูแลกิจการ 5 ตัวแปร ได้แก่

1. การควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการ (CEO Duality) มีข้อโต้แย้งมากมายเกี่ยวกับการควบตำแหน่ง ด้านหนึ่งเชื่อใน Stewardship Theory ว่าการควบตำแหน่งเช่นนี้ทำให้บริษัทมีตำแหน่งของผู้นำที่ชัดเจน ทำให้เกิดเอกภาพในการบริหารงานและเป็นผลดีต่อบริษัท (Lorsch and Zelleke, 2005; Brickley, Coles, and Jarrell, 199, Alam and Ali Shah, 2013) อีกด้านหนึ่งเชื่อใน Agency Theory ว่า 2 ตำแหน่งนี้ควรแยกออกจากกัน เพื่อไม่ให้เกิดความลำเอียงในการติดตามและประเมินผลการดำเนินงานของผู้บริหารสูงสุด (Goyal and Park, 2002; Hermalin and Weisbach,1991; Kyereboah-Coleman and Biekpe, 2007)

2. สัดส่วนของกรรมการอิสระ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ต้องมีกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 และไม่ต่ำกว่า 3 คน เพื่อให้กรรมการทุกคนแสดงความคิดเห็นได้อย่างอิสระและไม่ให้มีบุคคลหรือกลุ่มบุคคลใดมีอำนาจเหนือการตัดสินใจของคณะกรรมการบริษัท จากงานวิจัยของ John and Senbet (1998) พบว่ากรรมการอิสระช่วยลดการใช้ทรัพยากรของบริษัทในทางที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นและช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นของผู้บริหารสูงสุด ซึ่งส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Hermalin and Weisbach (1991) และ Bai, Liu, Lu, Song, and Zhang (2004) ในทางกลับกัน Agrawal and Knoeber (1996) พบว่าจำนวนกรรมการอิสระที่มากขึ้นส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลง เนื่องจากคณะกรรมการอิสระนั้นมีเพียงเพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดของกฎหมายเท่านั้น ในด้านความเสี่ยงมีหลายงานวิจัย เช่น Chen, Johnson, Lin, and Liu (2009), Jordan et al. (2012) และ Aloui and Jarboui (2018) พบว่ากรรมการอิสระสามารถช่วยลดความผันผวนของผลตอบแทนของหุ้นของบริษัทได้

3. ขนาดของคณะกรรมการ งานวิจัยของ Dalton, Daily, Johnson, and Ellstrand (1999), Belkhir (2009) และ Kyereboah-Coleman and Biekpe (2007) พบว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยให้เหตุผลว่าเมื่อมีคณะกรรมการมากส่งผลให้การตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ ของบริษัทเป็นไปในทางที่รอบคอบ ในทางกลับกัน Hermalin and Weisbach (1991), Lipton and Lorsch (1992) และ Jensen (1993) พบว่าจำนวนกรรมการที่มากขึ้นส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่กว่าบริษัทที่มีจำนวนกรรมการน้อยกว่า เนื่องจากใช้เวลานานในการตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ ส่งผลให้บริษัทเสียโอกาสทางธุรกิจและเกิดความขัดแย้งของตัวแทน ในด้านความเสี่ยง Alam and Ali Shah (2013) พบว่าขนาดของคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงของบริษัท

4. ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ จากรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) งานวิจัยของ Limpaphayom and Connelly (2004) พบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับ Tobin's Q ซึ่งหมายความว่าการกำกับดูแลกิจการช่วยให้องค์กรสามารถสร้างมูลค่าทางธุรกิจเพิ่มขึ้นได้จริง สอดคล้องกับการศึกษาของ Miyajima (2007), Brown and Caylor (2004) และ Black et al. (2006) ที่พบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลการดำเนินงานที่ดี โดยให้เหตุผลว่าเป็นการลดโอกาสในการกระทำทุจริต ลดปัญหาการเข้าถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) ในทางตรงข้าม Bauer, Guenster, and Otten (2004) กลับพบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ส่วนในด้านความเสี่ยงจากงานวิจัยของ Alam and Ali Shah (2013) และ Aloui and Jarboui (2018) พบว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงของบริษัท

5. การเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุด Jensen (1993) และ Hermalin and Weisbach (2003) กล่าวไว้ว่า กรรมการจากภายนอกมีความเหมาะสมในการติดตามและประเมินผลการดำเนินงานของผู้บริหารสูงสุด เนื่องจากมีแรงจูงใจในการตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ ได้อย่างเที่ยงตรงกว่าคณะกรรมการที่เป็นผู้บริหารภายในบริษัท Dimopoulos and Wagner (2016) ได้ศึกษาว่าการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการจัดการที่ดีหรือไม่ และพบว่าโอกาสเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดจะสูงขึ้นเมื่อผลการดำเนินงานของกิจการไม่ดี และการจ้างผู้บริหารคนใหม่เข้ามาเป็นการทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้นในปีถัดมา Kang and Shivdasani (1995) พบว่าถ้าเป็นการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดแบบไม่ปกติ (Non-routine) จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น แต่ถ้าเป็นการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดแบบปกติจะไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ในด้านความเสี่ยง Jin (2002) พบว่าความเสี่ยงเฉพาะกิจการส่งผลให้มีแนวโน้มการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดลดลง ส่วนความเสี่ยงทางตลาดนั้นกลับไม่พบความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุด

วิธีการวิจัย

การศึกษานี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดต่อผลการดำเนินงานและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ที่ได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors) ในปี พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2555 ตั้งแต่ระดับ "ดี" ขึ้นไปทุกปีต่อเนื่องกันตลอดช่วงเวลา 5 ปีที่ศึกษา โดยไม่รวมถึงบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน (เนื่องจากการดำเนินธุรกิจของบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินมีความแตกต่างจากกลุ่มอื่นซึ่งอาจมีผลต่อผลการวิจัย) คิดเป็นทั้งสิ้น 76 บริษัท

ตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทแบ่งออกเป็น 2 ด้านคือ ผลการดำเนินงานทางบัญชี และผลการดำเนินงานทางตลาด โดยตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงานทางบัญชีคือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ในขณะที่ตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงานทางตลาดคือ Tobin's Q เนื่องจากตัวแปรทั้ง 2 ตัว ข้างต้นสามารถสะท้อนมุมมองของนักลงทุนได้ดี ส่วนตัวแปรที่ใช้วัดความเสี่ยงของบริษัท คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนหุ้น โดยข้อมูลในส่วนของการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุด รวบรวมจากบริการระบบข้อมูล SETSMART และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) สำหรับข้อมูลต่าง ๆ เพื่อใช้หาผลการดำเนินงานและความเสี่ยงของบริษัท รวบรวมจากบริการระบบข้อมูล SETSMART

ผู้วิจัยต้องการหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดต่อผลการดำเนินงานและความเสี่ยงของบริษัท จึงใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ โดยการนำข้อมูลที่หามาได้มาประมวลผลในโปรแกรมสำเร็จรูปในการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ โดยแบ่งแบบจำลองได้เป็น 2 สมการ ดังนี้

1. สมการความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

$$PERFORM = \beta_0 + \beta_1 DUAL + \beta_2 IND + \beta_3 BS + \beta_4 CGR + \beta_5 CTNR + \beta_6 FS + \beta_7 DE + \varepsilon_i$$

ตัวแปรตาม

PERFORM คือ ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัททางบัญชีและการตลาด (คือ ROE และ Tobin's Q ตามลำดับ)

ตัวแปรอิสระ

DUAL คือ การควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด

IND คือ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการ

BS คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท

CGR คือ ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัท

CTNR คือ จำนวนครั้งของการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดแบบไม่ปกติ

ตัวแปรควบคุม

FS คือ ขนาดของบริษัท

DE คือ โครงสร้างเงินทุนของบริษัท

ε_i คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

2. สมการความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดต่อความเสี่ยงของบริษัท

$$RISK = \beta_0 + \beta_1 DUAL + \beta_2 IND + \beta_3 BS + \beta_4 CGR + \beta_5 CTNR + \beta_6 FS + \beta_7 EA + \beta_8 PBV + \beta_9 ROA + \beta_{10} FAA + \varepsilon_i$$

ตัวแปรตาม

Risk คือ ตัวชี้วัดความเสี่ยงของกิจการ (คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนหุ้น)

ตัวแปรอิสระ

DUAL คือ การควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด

IND คือ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการ

BS คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท

CGR คือ ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัท

CTNR คือ จำนวนครั้งของการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดแบบไม่ปกติ

ตัวแปรควบคุม

FS คือ ขนาดของบริษัท

EA คือ โครงสร้างเงินทุนของบริษัท

PBV คือ การเติบโตของบริษัท

ROA คือ ผลการดำเนินงานของบริษัท

FAA คือ ระดับการลงทุนของบริษัท

ε_i คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

รายละเอียดตัวแปรในงานวิจัย

ตัวแปรตาม

1. ผลการดำเนินงาน ค่า ROE ที่ใช้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชีมีสมการ ดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น (เฉลี่ย)}}$$

ในการคำนวณ Tobin's Q Ratio จะใช้ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) เนื่องจากมีการปรับสูตรให้ง่ายต่อการคำนวณและมีค่าใกล้เคียงกับ Tobin's Q ตามแนวทางดั้งเดิมของ Lindenberg and Ross (1981)

$$\text{Tobin's Q Ratio} = \frac{\text{มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น + มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน}}{\text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์}}$$

2. ความเสี่ยง ใช้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนหุ้น (Standard Deviation of Stock Return) ในการวัดความเสี่ยงของบริษัทตามงานวิจัยของ Aloui and Jarboui (2018) และ Huang et al. (2011) โดยมีสูตรคำนวณดังนี้

$$x_{ij} = \ln\left(\frac{p_{ij}}{p_{(i-1)j}}\right) \qquad s_j = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{N}(x_{ij} - \bar{x}_j)^2}{n-1}} \times \sqrt{12}$$

โดย

p_{ij} คือ ราคาปิดของหุ้นเดือน i ในปี j

$p_{(i-1)j}$ คือ ราคาปิดของหุ้นเดือน i – 1 ในปี j

x_{ij} คือ ผลตอบแทนของหุ้นเดือน i ในปี j

$\bar{x}_j$ คือ ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนหุ้นในปี j

s_j คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนหุ้นปี j

ตัวแปรอิสระ

1. การควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการ (CEO Duality) หมายถึง การที่ผู้ดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดได้ดำรงตำแหน่งประธานคณะกรรมการในเวลาเดียวกัน

2. สัดส่วนของกรรมการอิสระ หมายถึง อัตราส่วนของกรรมการอิสระหรือกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารต่อขนาดของคณะกรรมการทั้งหมด

3. ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) หมายถึง จำนวนของกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการ

4. ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) หมายถึง ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ได้รับจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ซึ่งจะจัดคะแนนให้บริษัทอยู่ใน 6 ระดับคือ “ไม่ผ่าน” “ผ่าน” “พอใช้” “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” แต่จะเผยแพร่ต่อสาธารณะแค่ 3 ระดับเท่านั้นคือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” งานวิจัยนี้จึงทำการศึกษาเพียงแค่ 3 ระดับ นี้เท่านั้น และวัดค่านี้ด้วยวิธี Ordinal Scale

5. การเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุด หมายถึง จำนวนครั้งที่มีการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดแบบไม่ปกติ (Non-routine) ทั้งหมดในช่วง พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2555 พิจารณาว่าเป็นการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดแบบไม่ปกติจากข่าวที่เกี่ยวข้อง โดยถ้ามีข่าวบ่งชี้ว่าการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดไม่ได้มาจากการครบวาระการดำรงตำแหน่งหรือเกษียณอายุ ให้ถือว่าการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดนั้นเป็นการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดแบบไม่ปกติ ในกรณีที่ไม่สามารถหาข่าวได้ ถ้าผู้บริหารสูงสุดคนเดิมยังคงดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการให้ถือว่าเป็นการเปลี่ยนผู้บริหารแบบปกติ (Kang & Shivdasani, 1995; Setiawan et al., 2017)

ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

สมการความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

1. ขนาดของบริษัท หมายถึง ค่า log ธรรมชาติของขนาดของสินทรัพย์รวม

2. โครงสร้างเงินทุนของบริษัท หมายถึง อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมการความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดต่อความเสี่ยงของบริษัท

1. ขนาดของบริษัท หมายถึง ค่า log ธรรมชาติของขนาดของสินทรัพย์รวม

2. โครงสร้างเงินทุนของบริษัท หมายถึง อัตรามูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อสินทรัพย์รวม

3. การเติบโตของบริษัท หมายถึง ราคาปัจจุบันของหุ้นต่อราคาตามบัญชีของหุ้น

4. ผลการดำเนินงานของบริษัท หมายถึง อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ โดยคำนวณตามแบบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคือ กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้ × 100 / สินทรัพย์รวม (เฉลี่ย)

5. ระดับการลงทุนของบริษัท หมายถึง อัตราสินทรัพย์ถาวรรวม (เฉลี่ย) ต่อสินทรัพย์รวม (เฉลี่ย)

สมมติฐานงานวิจัย

1. การควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการ

H_{1a}: การควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันต่อผลดำเนินงานของบริษัท

H_{1b}: การควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันต่อความเสี่ยงของบริษัท

2. สัดส่วนของกรรมการอิสระ

H_{1c}: สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

H_{1d}: สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศตรงกันข้ามต่อความเสี่ยงของบริษัท

3. ขนาดของคณะกรรมการ

H_{1e}: ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

H_{1f}: ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศตรงกันข้ามต่อความเสี่ยงของบริษัท

4. ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

H_{1g}: ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

H_{1h}: ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศตรงกันข้ามกันต่อความเสี่ยงของบริษัท

5. การเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุด

H_{1i}: การเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

H_{1j}: การเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์ในทิศตรงกันข้ามต่อความเสี่ยงของบริษัท

หลังจากเก็บข้อมูลแล้วได้มีการนำข้อมูลทั้งหมดมาวิเคราะห์โดยใช้เทคนิคทางสถิติ โดยแบ่งออกเป็น 2 ขั้นตอนคือ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน โดยจะใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) และการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) ในการศึกษาความสัมพันธ์

ผลการศึกษา

จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาได้ผลลัพธ์ว่าค่าเฉลี่ยของ ROE และ Tobin's Q อยู่ที่ 13.7877% และ 1.4866 ตามลำดับ ในส่วนของค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนหุ้นมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.3579

การควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการคิดเป็นร้อยละ 14.5 ซึ่งสอดคล้องตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งสนับสนุนให้บริษัทแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุด

บริษัทส่วนใหญ่คิดเป็นร้อยละ 88.4 ได้ทำตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ที่กำหนดให้คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด แต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน ซึ่งโดยเฉลี่ยแล้วจะมีสัดส่วนของกรรมการอิสระอยู่ที่ร้อยละ 41.67

บริษัทส่วนใหญ่คิดเป็นร้อยละ 48.7 มีจำนวนกรรมการที่ 9 ถึง 11 คน แต่เมื่อดูโดยรวมแล้วมีค่าเฉลี่ยของจำนวนกรรมการอยู่ที่ประมาณ 11 คน

บริษัทส่วนใหญ่คิดเป็นร้อยละ 51 ได้รับการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ที่ระดับ "ดีมาก" รองลงมาที่ระดับ "ดีเลิศ" คิดเป็นร้อยละ 36.1 และระดับ "ดี" คิดเป็นร้อยละ 12.9

บริษัทส่วนใหญ่คิดเป็นร้อยละ 65.79 ไม่มีการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุด ร้อยละ 9.21 มีการเปลี่ยนแบบไม่ปกติ 1 ครั้ง บริษัทร้อยละ 3.95 มีการเปลี่ยนแบบไม่ปกติ 2 ครั้ง และบริษัทร้อยละ 1.31 มีการเปลี่ยนแบบไม่ปกติ 3 ครั้ง

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันได้ผลลัพธ์ว่าไม่มีค่า r ใดที่มีค่ามากกว่า 0.5 หรือน้อยกว่า –0.5 แสดงว่าไม่มีตัวแปรใดในการศึกษานี้ที่มีความสัมพันธ์ร่วมเชิงเส้นตรง (Multicollinearity)

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) ของแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

$$PERFORM = \beta_0 + \beta_1 DUAL + \beta_2 IND + \beta_3 BS + \beta_4 CGR + \beta_5 CTNR + \beta_6 FS + \beta_7 DE + \varepsilon_i$$

Model Summary	ROE		Tobin's Q	
R	0.503		0.273	
R^2	0.253		0.075	
Adjusted R^2	0.239		0.057	
ANOVA	F = 17.979	*p* = 0.000	F = 4.281	*p* = 0.000

Coefficients:

Variables	ROE			Tobin's Q		
	B	t-statistic	*p*-value	B	t-statistic	*p*-value
(Constant)	–24.713	–2.671	0.008	0.016	0.022	0.983
DUAL	0.856	0.418	0.676	0.561***	3.377	0.001
IND	–7.351	–1.010	0.313	–1.466**	–2.482	0.014
BS	0.287	0.885	0.377	0.045*	1.725	0.085
CGR	1.691	1.409	0.160	0.132	1.356	0.176
CTNR	–3.974***	–2.965	0.003	–0.143	–1.316	0.189
FS	1.811***	3.989	0.000	0.057	1.548	0.123
DE	–5.164***	–10.085	0.000	–0.075*	–1.811	0.071

*** แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99
** แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95
* แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

จากตารางที่ 1 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณได้ผลลัพธ์ว่าค่า Adjusted R^2 หรือ ค่าสัมประสิทธิ์การประมาณการของ ROE และ Tobin's Q เท่ากับ 0.239 และ 0.057 ตามลำดับ แสดงว่าการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดสามารถอธิบายผลการดำเนินงานทางบัญชีของบริษัทได้ 23.90% และผลการดำเนินงานทางตลาดของบริษัทได้ 5.70% เมื่อพิจารณาระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรตามและชุดตัวแปรอิสระแล้วพบว่าค่า F และ *p* ของ ROA เท่ากับ 17.979 และ 0.000 ตามลำดับ ค่า F และ *p* ของ Tobin's Q เท่ากับ 4.281 และ 0.000 ตามลำดับ จะเห็นว่าค่า *p*-value ของทั้งสองค่ามีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และ 0.05 แสดงว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว ที่มีอิทธิพลต่อ

ผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์และระดับนัยสำคัญของสมการแบบจำลองความสัมพันธ์พบผลลัพธ์ดังต่อไปนี้

การควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับ ROE (t = 0.418, p = 0.676) แต่มีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันกับ Tobin's q (t = 3.377, p = 0.001) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน H_{1a}: การควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันต่อผลดำเนินงานของบริษัท สอดคล้องกับ Stewardship Theory และงานวิจัยของ Lorsch and Zelleke (2005) และ Brickley et al. (1997)

สัดส่วนของกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับ ROE (t = 0.885, p = 0.313) แต่มีความสัมพันธ์กับในทิศตรงกันข้ามกับ Tobin's q (t = –2.482, p = 0.014) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งปฏิเสธสมมติฐาน H_{1c}: สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ผลที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Agrawal and Knoeber (1996)

ขนาดของคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับ ROE (t = –1.010, p = 0.377) แต่มีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันกับกับ Tobin's q (t = 1.725, p = 0.085) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน H_{1e}: ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ผลที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Dalton et al. (1999), Belkhir (2009) และ Kyereboah-Coleman and Biekpe (2007)

ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับ ROE (t = 1.409, p = 0.160) และ Tobin's q (t = 1.356, p = 0.176) จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_{1g}: ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

การเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์ในทิศตรงกันข้ามกับ ROE (t = –2.965, p = 0.003) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับ Tobin's q (t = –1.316, p = 0.189) ซึ่งปฏิเสธสมมติฐาน H_{1i}: การเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ผลที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kim (1996) ว่าผลการดำเนินงานของกิจการในช่วงเวลาใด ๆ สามารถสะท้อนให้เห็นถึงคุณภาพการจัดการและการการบริหารในช่วงเวลานั้น ๆ ดังนั้นผลการดำเนินงานที่ไม่ประสบผลสำเร็จของกิจการจึงนับเป็นหลักฐานของการจัดการที่ผิดพลาดอันก่อให้เกิดการเปลี่ยนตัวผู้บริหารสูงสุดในเวลาต่อมาได้ ซึ่งในทางกลับกันการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดก็เป็นสัญญาณของการดำเนินงานที่ไม่ดีได้

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดต่อความเสี่ยงของบริษัท

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) ของแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดต่อความเสี่ยงของบริษัท

$$RISK = \beta_0 + \beta_1 DUAL + \beta_2 IND + \beta_3 BS + \beta_4 CGR + \beta_5 CTNR + \beta_6 FS + \beta_7 EA + \beta_8 PBV + \beta_9 ROA + \beta_{10} FAA + \varepsilon_i$$

Model Summary	Standard Deviation of Stock Return	
R	0.308	
R^2	0.095	
Adjusted R^2	0.071	
ANOVA	F = 3.879	*p* = 0.000

Coefficients:

Variables	Standard Deviation of Stock Return		
	B	t-statistic	*p*-value
(Constant)	0.511	3.503	0.001
DUAL	0.037	1.326	0.186
IND	0.132	1.309	0.191
BS	0.000	0.093	0.926
CGR	–0.075***	–4.555	0.000
CTNR	0.025	1.349	0.178
FS	0.003	0.469	0.639
EA	–0.217***	–3.689	0.000
PBV	–0.005	–0.921	0.358
ROA	0.001	0.842	0.400
FAA	–0.041	–0.941	0.347

*** แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

** แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

* แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

จากตารางที่ 2 ค่า Adjusted R^2 หรือ ค่าสัมประสิทธิ์การประมาณการของค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนหุ้นเท่ากับ 0.071 แสดงว่าการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดสามารถอธิบายความเสี่ยงของบริษัทได้ 7.10% เมื่อพิจารณาระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรตามและชุดตัวแปรอิสระแล้วพบว่าค่า F และ *p* เท่ากับ 3.879 และ 0.000 ตามลำดับ จะเห็นว่าค่า *p*-value มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และ 0.05 แสดงว่ามีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว ที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์และระดับนัยสำคัญของสมการแบบจำลองความสัมพันธ์พบผลลัพธ์ดังต่อไปนี้

ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศตรงกันข้ามกับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนหุ้น (t = –4.555, *p* = 0.000) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน H_{1h}: ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศตรงกันข้ามต่อความเสี่ยงของบริษัท ผลที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Alam and Ali Shah (2013) และ Aloui and Jarboui (2018) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความเสี่ยงของบริษัท

ส่วนตัวแปรอื่น ๆ ได้แก่ การควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการ (t = 1.326, *p* = 0.186) สัดส่วนของกรรมการอิสระ (t = 1.309, *p* = 0.191) ขนาดของคณะกรรมการ (t = 0.093, *p* = 0.926) และการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุด (t = 1.349, *p* = 0.178) ไม่มีความสัมพันธ์ต่อความเสี่ยงของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_{1b}: การควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศเดียวกันต่อความเสี่ยงของบริษัท H_{1d}: สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศตรงกันข้ามต่อความเสี่ยงของบริษัท H_{1f}: ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศตรงกันข้ามต่อความเสี่ยงของบริษัท และ H_{1j}: การเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์ในทิศตรงกันข้ามต่อความเสี่ยงของบริษัท

อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

ผลการวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการของบริษัทเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญที่นักลงทุนควรพิจารณาประกอบการตัดสินใจในการลงทุน โดยบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีความเสี่ยงที่ต่ำ นอกจากนี้ถ้าบริษัทมีการควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการแสดงถึงความเป็นหนึ่งเดียวของการบริหารตามหลัก Stewardship Theory สามารถตัดสินใจเรื่องต่าง ๆ ได้อย่างรวดเร็วและทันท่วงทีก็จะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานดี ส่วนสัดส่วนของกรรมการอิสระนั้นควรจะมีค่าต่ำแค่ตามระดับที่ทางตลาดหลักทรัพย์กำหนดก็เพียงพอคือ หนึ่งในสามเพราะถึงแม้ว่ากรรมการอิสระจะทำหน้าที่กำกับดูแลกิจการได้ดี แต่ทั้งนี้ก็จะไม่มีความรู้ความเข้าใจในบริษัทเทียบเท่ากับกรรมการที่เป็นผู้บริหาร ดังนั้นถ้ามีจำนวนกรรมการอิสระมากก็อาจส่งผลให้การตัดสินใจเรื่องต่าง ๆ ไม่สอดคล้องกับสภาพบริษัทในขณะนั้นได้ ส่วนขนาดของคณะกรรมการควรมีขนาดใหญ่เพราะจะส่งผลให้การตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ ของบริษัทเป็นไปในทางที่รอบคอบและถูกต้อง เนื่องจากคณะกรรมการจะมีความรู้ที่หลากหลายและแตกต่างกันไป ส่วนจำนวนครั้งการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดควรจะต่ำ เพราะว่าการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดแบบไม่ปกติเป็นสัญญาณของการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จริง แต่ทั้งนี้ก็แสดงถึงการดำเนินงานที่มีปัญหาเช่นกัน ดังนั้นถ้ามีการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดบ่อยครั้งย่อมส่งผลต่อผลการดำเนินงานเพราะขาดความต่อเนื่องของการบริหารและเสียทั้งเวลาและทรัพยากรในการจัดหาผู้บริหารสูงสุดคนใหม่

ในอนาคตหากต้องการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับงานวิจัยชิ้นนี้ควรจะมีการหาตัวแปรอิสระมาเพิ่มเติม หรือพัฒนาการใช้ตัวแปรให้สามารถศึกษาความสัมพันธ์ได้ดีกว่านี้ เช่นเดียวกันกับตัวแปรตามที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทในงานวิจัยนี้คือ ROE และ Tobin's Q อาจไม่ใช่ตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีที่สุด ส่วนตัวแปรที่ใช้วัดความเสี่ยงนั้นคือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนหุ้น ซึ่งเป็นค่าที่ใช้กันแพร่หลายในการพิจารณาความเสี่ยงของหุ้นและบริษัทแต่อาจไม่ใช่ตัวแปรที่ดีในการวัดความเสี่ยงทั้งหมดของบริษัทเพราะความเสี่ยงนั้นสามารถวัดได้หลากหลายวิธี ซึ่งอาจหาตัวแปรใหม่หรือพัฒนาตัวแปรให้เหมาะสมกับการศึกษามากยิ่งขึ้น ประกอบกับในงานวิจัยนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดเฉพาะแบบไม่ปกติเท่านั้น ดังนั้นงานวิจัยต่อไปอาจศึกษาเพิ่มเติม โดยพิจารณาการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดทั้งแบบไม่แยกประเภท แยกประเภทเป็นแบบปกติและไม่ปกติ หรือแยกสาเหตุการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดแบบชัดเจนเพื่อวิเคราะห์ถึงผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและความเสี่ยงของกิจการว่าจะมีความแตกต่างกันหรือไม่ อย่างไร

REFERENCES

Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31*(3), 377–397.

Aimpichaimongkol, H. (2012). *Foreign ownership and stock return volatility: Evidence from Thailand*. Working paper, Thammasat University.

Akintoye, I. R. (2008). Sensitivity of performance to capital structure. *European Journal of Social Sciences, 7*(1), 23–31.

Alam, A., & Ali Shah, S. Z. (2013). Corporate governance and its impact on firm risk. *International Journal of Management, Economics and Social Sciences, 2*(2), 76–98.

Aloui, M., & Jarboui, A. (2018). The effects of corporate governance on the stock return volatility: During the financial crisis. *International Journal of Law and Management, 60*(2), 478–495.

Bai, C.-E., Liu, Q., Lu, J., Song, F. M., & Zhang, J. (2004). Corporate governance and market valuation in China. *Journal of Comparative Economics, 32*(4), 599–616.

Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management, 5*(2), 91–104.

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004). Is board size an independent corporate governance mechanism? *Kyklos, 57*(3), 327–356.

Belkhir, M. (2009). Board of directors' size and performance in the banking industry. *International Journal of Managerial Finance, 5*(2), 201–221.

Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics, 118*(4), 1169–1208.

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance, 14*(3), 257–273.

Black, B. S., Jang, H., & Woochan, K. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, & Organization, 22*(2), 366–413.

Bloom, M., & Milkovich, G. T. (1998). Relationships among risk, incentive pay, and organizational performance. *The Academy of Management Journal, 41*(3), 283–297.

Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the ceo and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance, 3*(3), 189–220.

Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). Corporate governance and firm performance. *SSRN Electronic Journal*. DOI:10.2139/ssrn.586423

Bushman, R., Dai, Z., & Wang, X. (2010). Risk and CEO turnover. *Journal of Financial Economics, 96*(3), 381–398.

Canals, J. (2010). The CEO's role in developing the firm as an institution. In J. Canals (Ed.), *Building Respected Companies: Rethinking Business Leadership and the Purpose of the Firm* (pp. 231–253). Cambridge: Cambridge University Press.

Chen, L.-W., Johnson, S. A., Lin, J.-C., & Liu, Y.-J. (2009). Information, sophistication, and foreign versus domestic investors' performance. *Journal of Banking & Finance, 33*(9), 1636–1651.

Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management, 23*(3), 70–74.

Cohen, J. (1988). *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences* (2nd ed.). The United States of America: Lawrence Erlbaum Associates.

Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal, 42*(6), 674–686.

Dejong, D., & Ling, Z. (2013). Managers: Their effects on accruals and firm policies. *Journal of Business Finance & Accounting, 40*(1–2), 82–114.

Desender, K. A. (2009). *The relationship between the ownership structure and the role of the board*. Working paper, University of Illinois at Urbana-Champaign.

Dimopoulos, T., & Wagner, H. F. (2016). Corporate governance and CEO turnover decisions. *SSRN Electronic Journal*. DOI:10.2139/ssrn.2040690

Fan, D. K. K., Lau, C.-M., & Young, M. (2007). Is China's corporate governance beginning to come of age? The case of CEO turnover. *Pacific-Basin Finance Journal, 15*(2), 105–120.

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics, 118*(1), 107–156.

Goyal, V., & Park, C. W. (2002). Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance, 8*(1), 49–66.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management, 20*(4), 101–112.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review, 9*(1), 7–26.

Huang, H.-H., Chan, M.-L., Huang, I. H., & Chang, C.-H. (2011). Stock price volatility and overreaction in a political crisis: The effects of corporate governance and performance. *Pacific-Basin Finance Journal, 19*(1), 1–20.

Huson, M. R., Malatesta, P. H., & Parrino, R. (2004). Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics, 74*(2), 237–275.

Huson, M. R., Parrino, R., & Starks, L. T. (2001). Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *The Journal of Finance, 56*(6), 2265–2297.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review, 76*(2), 323–329.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance, 48*(3), 831–880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360.

Jin, L. (2002). CEO compensation, diversification, and incentives. *Journal of Financial Economics, 66*(1), 29–63.

John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance, 22*(4), 371–403.

Jordan, S. J., Lee, J.-H., & Bui, E. A. (2012). Outside directors and stock return volatility: The foreign investor connection. *SSRN Electronic Journal*. DOI:10.2139/ssrn.218 0360

Kang, J.-K., & Shivdasani, A. (1995). Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics, 38*(1), 29–58.

Kaseamsap, W. (2010). *Corporate Governance and Firm Performance*. Working paper, Thammasat University.

Kim, Y. (1996). Long-term firm performance and chief executive turnover: An empirical study of the dynamics. *Journal of Law, Economics, and Organization, 12*(2), 480–496.

Kren, L., & Kerr, J. L. (1997). The effects of outside directors and board shareholdings on the relation between chief executive compensation and firm performance. *Accounting and Business Research, 27*(4), 297–309.

Kumar, J. (2004). Does ownership structure influence firm value? Evidence from India. *The Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures, 9*(2), 61–93.

Kyereboah-Coleman, A., & Biekpe, N. (2007). The relationship between board size, board composition, CEO duality and firm performance: Experience from Ghana. *Corporate Ownership & Control, 4*(2), 114–122.

Lang, L. H. P., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy, 102*(6), 1248–1280.

Lausten, M. (2002). CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms. *International Journal of Industrial Organization, 20*(3), 391–414.

Leland, H. E. (1994). Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure. *The Journal of Finance, 49*(4), 1213–1252.

Limpaphayom, P., & Connelly, J. T. (2004). Corporate Governance in Thailand. *SSRN Electronic Journal*. DOI:10.2139/ssrn.965300

Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *The Journal of Business, 54*(1), 1–32.

Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer, 48*(1), 59–77.

Lorsch, J. W., & Zelleke, A. (2005). Should the CEO be the chairman? *MIT Sloan Management Review, 46*(2), 71–74.

Majumdar, S. K. (1997). The impact of size and age on firm-level performance: Some evidence from India. *Review of Industrial Organization, 12*(2), 231–241.

Manosoonthorn, W., & Srijunpetch, S. (2016). Characteristics of Boards of Directors and Audit Committees in Relation to Performance of Companies Having Announced Initial Public Offerrings. *Journal of Accounting Profession, 12*(35), 21–33.

McColgan, P. (2002). *Agency theory and corporate governance: A review of the literature from a UK perspective*. Working paper, University of Strathclyde.

Miyajima, H. (2007). The performance effects and determinants of corporate governance reform in Japan. In *Corporate Governance in Japan* (pp. 330–369). Oxford: Oxford University Press.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review, 48*(3), 261–297.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review, 53*(3), 433–443.

Montgomery, C. A., & Wernerfelt, B. (1988). Diversification, Ricardian Rents, and Tobin's q. *The RAND Journal of Economics, 19*(4), 623–632.

Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal, 19*(3), 278–297.

Rachpradit, P., Tang, J. C. S., & Ba Khang, D. (2012). CEO turnover and firm performance, evidence from Thailand. *Corporate Governance: The international journal of business in society, 12*(2), 164–178.

Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal, 12*(2), 155–160.

Renneboog, L. (2000). Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange. *Journal of Banking & Finance, 24*(12), 1959–1995.

Setiawan, D., Kee Phua, L., Hong Kok, C., & Trinugroho, I. (2017). CEO turnover and firm performance in Indonesia. *Indonesian Capital Market Review, 9*(1), 1–10.

Srijunpetch, S. (2012). Corporate Governance. *Journal of Business Administration, 35*(136), 1–3.

Tangpol, S. (2015). *The Relation between Firm Performance, Corporate Governance, Corporate Ownership and Executive Compensation*, Working paper, Thammasat University.

Volpin, P. F. (2002). Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics, 64*(1), 61–90.

Wang, H., Davidson III, W. N., & Wang, X. (2010). The Sarbanes-Oxley Act and CEO tenure, turnover, and risk aversion. *The Quarterly Review of Economics and Finance, 50*(3), 367–376.

Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics, 20*, 431–460.

Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal, 7*(3–4), 371–403.

Yang, J.-A., Chou, S.-R., Cheng, H.-C., & Lee, C.-H. (2010). The effects of capital structure on firm performance in the Taiwan 50 and Taiwan mid-cap 100. *Journal of Statistics and Management Systems, 13*(5), 1069–1078.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics, 40*(2), 185–211.