

ระดับการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร : กรณีศึกษาบริษัท
จดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
CORPORATE GOVERNANCE LEVEL EFFECTS ON PROFITABILITY : CASE
STUDY OF THE LISTED COMPANIES SERVICE INDUSTRY GROUP ON THE
STOCK EXCHANGE OF THAILAND

เบญจพร โมกขเวส¹
Benjaporn Mookhavesa

Received: 5 February 2021; Revised: 1 March 2021; Accepted: 7 March 2021

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลของระดับการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งวัดค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วย 39 บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ ระดับดีมาก ระดับดีและระดับที่ต่ำกว่าระดับดี ติดต่อกันระหว่างปี 2551-2560 โดยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์เชิงปริมาณ คำนวณหาค่าร้อยละ และใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และ 0.05 ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ จำนวน 7 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 16.50 บริษัทที่มีคะแนนในระดับระดับดีมาก จำนวน 12 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 31.50 บริษัทที่มีคะแนนในระดับระดับดี จำนวน 4 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 11.00 และบริษัทที่มีคะแนนในระดับต่ำกว่าระดับดี 16 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 41.00 ส่วนการทดสอบสมมติฐานพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ความเป็นอิสระของประธานกรรมการและผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควมรวมตำแหน่งมีผลต่อความสามารถในการทำกำไรวัดค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ สัดส่วนกรรมการอิสระและขนาดคณะกรรมการบริษัทไม่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรวัดค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

คำสำคัญ: ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ, สัดส่วนกรรมการอิสระ, ความสามารถในการทำกำไร

¹ นักวิชาการอิสระ, Email: benjaporn.mok@gmail.com, เบอร์โทรศัพท์: 081-3756064



Abstract

This research aims to examine the corporate governance rating effect on to profitability of the listed companies service industry group on the Stock Exchange of Thailand. For the profitability by using return on assets (ROA) and return on equity (ROE). The sample was consisted of 39 companies listed in service industry group on the Stock exchange of Thailand have corporate governance rating on excellent level, very good level, good level and lower of good level for the consecutive years 2008-2017. The analysis of data and statistics used in quantitative analysis was included the percentage and using multiple regression analysis to test the hypothesis at 0.01 and 0.05 significant level.

The results of the study show that the companies with excellence score on the corporate governance were 7 companies or 16.50%, the companies with very good score were 12 companies or 31.50%, the companies with good score were 4 companies or 11.00% and the companies with below good level score were 16 companies or 41.00%. The hypothesis testing of the showed that there are statistically significant influence of corporate governance score, independence of chairman and chief executive officer non-duality on to profitability by using return on assets (ROA) and return on equity (ROE). while independent directors and board size have not impact on profitability by using return on assets (ROA) and return on equity (ROE).

Keyword : independence of chairman, independent directors, profitability

บทนำ

นับจากวิกฤตเศรษฐกิจในช่วงปี พ.ศ. 2540 ที่เกิดขึ้นในประเทศไทยได้สร้างความเสียหายให้แก่ระบบเศรษฐกิจและด้านการเงินภายในประเทศ สาเหตุหลักเป็นผลมาจากกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพ เป็นเหตุให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจและสร้างความเสียหายต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศไทยเป็นมูลค่ามหาศาล (Maher & Anderson, 2000) ทั้งนี้รัฐบาลไทยได้มอบหมายให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และกระทรวงการคลังได้ทำการพิจารณา ทบทวนกฎระเบียบและข้อบังคับต่าง ๆ เพื่อการเสริมสร้างบรรษัทภิบาลของภาคธุรกิจไทยหรือที่เรียกว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดี นั่นคือ การมีจรรยาบรรณ

จริยธรรม ความโปร่งใสในการประกอบธุรกิจสำหรับคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร รวมทั้งเจ้าหน้าที่ที่รับผิดชอบในบริษัท อันจะนำไปสู่ความยุติธรรมต่อผู้ถือหุ้น ผู้มีส่วนได้เสียและผู้ที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ทั้งนี้ การกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยได้ดำเนินการมาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2542 เพื่อการพัฒนากระบวนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยให้เป็นไปตามหลักการที่ดี และล่าสุดได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทยตั้งแต่ปี 2549 ซึ่งเป็นการนำข้อพึงปฏิบัติจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ที่ได้มีการประกาศใช้เมื่อเดือนมีนาคม 2545 มาปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติม เพื่อให้เทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการขององค์การความร่วมมือด้านเศรษฐกิจและการพัฒนา (OECD) และข้อเสนอแนะของธนาคารโลก รวมทั้งมีการติดตามผลการพัฒนากระบวนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอย่างต่อเนื่องและเป็นรูปธรรมมากขึ้น โดยจัดให้มีโครงการสำรวจและรายงานผลการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2559)

การบริหารจัดการเพื่อการขับเคลื่อนมูลค่าเพิ่มแก่กิจการนั้น เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นไม่สามารถบริหารงานได้เพียงคนเดียว จึงต้องมีการว่าจ้างให้บุคคลภายนอกเข้ามาปฏิบัติหน้าที่แทนตน และเชื่อว่าบุคลากรทุกคนในกิจการย่อมมีแรงผลักดันหรือมีส่วนในการที่จะทำให้เกิดประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งเมื่อผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับคณะกรรมการไม่สอดคล้องหรือเป็นไปในทิศทางเดียวกันก็จะทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (agency problem) ทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนหรือผลประโยชน์น้อยลงรวมทั้งทำให้มูลค่าของกิจการลดลง (Clarke, 2004) การดำเนินงานภายใต้กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่เพียงแต่จะลดการเกิดปัญหาตัวแทน (agency problem) ให้น้อยลงและยังช่วยให้กิจการลดความเสี่ยงจากการเกิดวิกฤตการณ์หรือช่วยลดปัญหาทางการเงินได้และการที่ผู้บริหารใช้อำนาจหน้าที่ในการมุ่งที่จะสร้างผลประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าการคำนึงถึงเป้าหมายและผลประโยชน์ของบริษัทเป็นหลัก จึงเป็นเหตุให้ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องจะได้รับผลตอบแทนหรือผลประโยชน์ในระดับที่น้อยลง (Ernst & Young, 2005) จากหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการเชื่อมโยงระหว่างแนวทางปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการปฏิบัติงานของบริษัท พบว่า หากการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการของบริษัทมีแนวโน้มที่ดีขึ้นจนมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการดีขึ้นด้วยนั้นส่งผลต่อผลการปฏิบัติงานของบริษัทที่ดีขึ้นตามไปด้วย ซึ่งวัดได้จากมุมมองของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ในทางตรงกันข้ามหากบริษัทมีแนวโน้มของการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ลดลง และมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อด้านลบไปด้วยเช่นกัน (Lama, 2012) และเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับข้อค้นพบของ Ammari, Kadria & Ellouze (2014) ได้ทำการศึกษาโครงสร้างคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่า ขนาดคณะกรรมการบริษัทและการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการมีผลกระทบในเชิงบวก

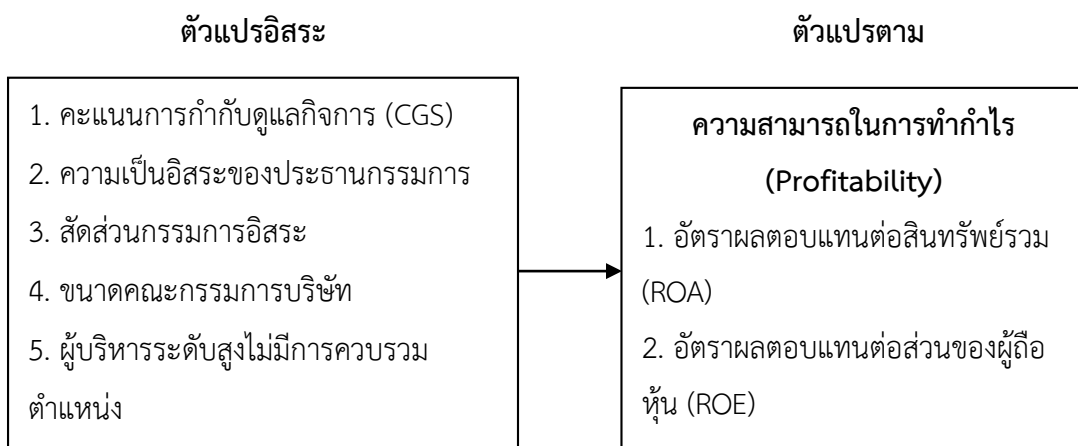
อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในขณะที่ Coskun & Sayilir (2012) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท นั่นคือ การที่บริษัทได้จัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและอยู่ในระดับที่สูงไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัทที่ดีขึ้น วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

จากเหตุผลข้างต้นจะเห็นได้ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดการเกิดปัญหาตัวแทน (agency problem) ให้น้อยลงแล้วยังมีบทบาทที่สำคัญยิ่งในการขับเคลื่อนการบริหารจัดการให้เกิดประสิทธิภาพและบรรลุเป้าหมายที่กำหนดไว้ แต่ทั้งนี้การที่บริษัทมีระดับการกำกับดูแลกิจการในระดับที่สูงจะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรดีตามไปด้วยหรือไม่ นั้น สำหรับประเทศไทยยังไม่มีหลักฐานยืนยันที่ชัดเจนมากนัก จึงเป็นที่มาของการศึกษาเรื่อง “ระดับการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสามารถในการทำกำไร” ผลการศึกษาวิจัยในครั้งนี้จะช่วยยืนยันให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่งเสริมให้เกิดการนำไปใช้เป็นแนวทางในการปฏิบัติงานอย่างจริงจัง และมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้เทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการในระดับสากล และสอดคล้องกับสถานการณ์และสภาพแวดล้อมที่มีการเปลี่ยนแปลงไปในปัจจุบัน อันจะนำไปสู่เสถียรภาพทางการเงินให้กับธุรกิจและตลาดทุนของประเทศไทย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาผลของระดับการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กรอบแนวคิดในการวิจัย



วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้มุ่งเน้นวัดผลของระดับการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1) ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการจดทะเบียนและทำการสำรวจการกำกับดูแลกิจการในระหว่างปี 2551-2560 โดยใช้วิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง เป็นบริษัทที่ผ่านหลักเกณฑ์และเงื่อนไขของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเป็นไปตามหลักเกณฑ์สำหรับการพิจารณาและการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย ซึ่งเมื่อผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมข้อมูลและคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างตามเงื่อนไขข้างต้น (ไม่รวมถึงบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูผลการดำเนินงาน บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม MAI industry บริษัทที่ไม่มีความสมบูรณ์ของข้อมูลหรือบริษัทที่ได้มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในระหว่างปี) โดยจำกัดเฉพาะบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ ระดับดีมาก ระดับดีและระดับที่ต่ำกว่าระดับดี ติดต่อกันระหว่างปี 2551-2560 รวม 39 บริษัท

2) การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยนี้เป็นการรวบรวมหลักฐานการมีอยู่จริงที่มีการเปิดเผยข้อมูลจากรายงานผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย ฐานข้อมูลที่มีการเปิดเผยโดย SETSMART ข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับดีเลิศ ระดับดีมาก ระดับดีและระดับที่ต่ำกว่าระดับดี ติดต่อกันในระหว่างปี 2551-2560 รวมระยะเวลา 10 ปี โดยแบ่งออกเป็น

2.1 ตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย

2.1.1 คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGS) ได้จากการสำรวจและประเมินระดับของการกำกับดูแลกิจการ โดยบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ (ช่วงคะแนน 90-100) แทนค่าด้วย 3 ระดับดีมาก (ช่วงคะแนน 80-89) แทนค่าด้วย 2 ระดับดี (ช่วงคะแนน 70-79) แทนค่าด้วย 1 และระดับที่ต่ำกว่าระดับดี (ช่วงคะแนนต่ำกว่า 70 ลงไป) แทนค่าด้วย 1 แทนด้วยตัวแปร CGS

2.1.2 ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ (Independence of Chairman) ใช้วัดความเป็นอิสระของผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ โดยการพิจารณาว่าผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการนั้นมีรายชื่อเป็นกรรมการอิสระหรือไม่ แทนด้วยตัวแปร INDCHAIR โดยกำหนดเป็น Dummy Variables ดังนี้

บริษัทที่มีประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ	กำหนดค่าเป็น 1
บริษัทที่ไม่มีประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ	กำหนดค่าเป็น 0

2.1.3 สัดส่วนกรรมการอิสระ (Independent Directors) ใช้วัดสัดส่วนของจำนวนกรรมการอิสระเมื่อเทียบกับจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท แทนด้วยตัวแปร INDDIREC วัดค่าตัวแปรโดย

$$\text{INDDIREC (ร้อยละ)} = \text{จำนวนกรรมการอิสระ} \times 100 / \text{จำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด}$$

2.1.4 ขนาดคณะกรรมการบริษัท (Board Size) ใช้วัดจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมดที่บริษัทจัดให้มี แทนด้วยตัวแปร BSIZE

2.1.5 ผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควบรวมตำแหน่ง (Chief Executive Officer Non-duality) ใช้วัดค่าการที่ผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควบรวมตำแหน่ง โดยพิจารณาว่าบริษัทมีการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างประธานกรรมการและประธานฝ่ายบริหาร (กรรมการผู้จัดการใหญ่) หรือไม่ แทนด้วยตัวแปร CEODUA กำหนดเป็น Dummy Variables ดังนี้

บริษัทที่มีการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างประธานกรรมการและประธานฝ่ายบริหาร	กำหนดค่าเป็น 1
บริษัทไม่มีการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างประธานกรรมการและประธานฝ่ายบริหาร	กำหนดค่าเป็น 0

2.2 ตัวแปรตาม คือ ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) โดยใช้

2.2.1 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ใช้วัดความสามารถในการทำกำไรจากการลงทุนในสินทรัพย์รวมของบริษัท แทนด้วยตัวแปร ROA วัดค่าตัวแปรโดย

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม: ROA (ร้อยละ)} = \text{กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม}$$

2.2.2 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ใช้วัดความสามารถในการบริหารงานเพื่อให้เกิดผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นแทนด้วยตัวแปร ROE วัดค่าตัวแปรโดย

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น: ROE (ร้อยละ)} = \text{กำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้น}$$

3. การวิเคราะห์ข้อมูล

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณแบบขั้นตอน (Stepwise multiple regression analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐาน โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 คือ มีนัยสำคัญทางสถิติ และระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 คือ มีนัยสำคัญทางสถิติอย่างสูง ซึ่งแสดงเป็นตัวแบบสมการ regression เพื่อทดสอบสมมติฐานดังนี้

$$\text{ROA}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CGR}_{it} + \beta_2 \text{INDCHAIR}_{it} + \beta_3 \text{INDDIREC}_{it} + \beta_4 \text{BSIZE}_{it} + \beta_5 \text{CEODUA}_{it} + \varepsilon$$

$$\text{ROE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CGR}_{it} + \beta_2 \text{INDCHAIR}_{it} + \beta_3 \text{INDDIREC}_{it} + \beta_4 \text{BSIZE}_{it} + \beta_5 \text{CEODUA}_{it} + \varepsilon$$

ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 แสดงจำนวนและค่าร้อยละของบริษัทจำแนกตามข้อมูลพื้นฐานของบริษัท

ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท	จำนวน (บริษัท)	ร้อยละ
บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ	7	16.50
บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับดีมาก	12	31.50
บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับดี	4	11.00
บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ต่ำกว่าระดับดี	16	41.00
รวม	39	100.00

ผลการศึกษาข้อมูลพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการติดต่อกันระหว่างปี 2551-2560 พบว่าส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับต่ำกว่าระดับดี 16 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 41.00 รองลงมาจะเป็นบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับดีมาก 12 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 31.50 บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับดีเลิศ 7 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 16.50 และบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับดี 4 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 11.00 ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 2 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ ขนาดคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควมรวมตำแหน่ง

ตัวแปรอิสระ	คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ	สัดส่วนกรรมการอิสระ	ขนาดคณะกรรมการบริษัท	ผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควมรวมตำแหน่ง
คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	1.000	-.188**	.326**	.274**	.488**
ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ		1.000	-.226**	-.097	-.597**
สัดส่วนกรรมการอิสระ			1.000	-.037	.262**
ขนาดคณะกรรมการบริษัท				1.000	.318**
ผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควมรวมตำแหน่ง					1.000

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้งหมด ประกอบด้วย คะแนนการกำกับดูแลกิจการ, ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ, สัดส่วนกรรมการอิสระ, ขนาดคณะกรรมการบริษัท, ผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควบรวมตำแหน่ง ที่อยู่ในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณแบบขั้นตอน ซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กันสูง นั่นคือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ในช่วงระหว่าง -0.597 – 0.488 ซึ่งน้อยกว่า 0.80 ซึ่งไม่เกิดปัญหา Multicollinearity และเมื่อวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ก็พบว่าค่า VIF น้อยกว่า 10 คืออยู่ระหว่าง 1.130 – 1.739 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรอิสระอยู่ในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณแบบขั้นตอน ไม่มีอัตตะสัมพันธ์ในข้อมูล (autocorrelation) เนื่องจากค่า Durbin-Watson มีค่าระหว่าง 1.868-1.895 ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่าง 1.50-2.50 แสดงว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดนี้ ไม่มีอัตตะสัมพันธ์ในข้อมูล ดังนั้น จึงนำตัวแปรอิสระทั้งหมดเข้าสู่ตัวแบบสมการการถดถอยดังที่ปรากฏในตารางที่ 2

ตารางที่ 3 แสดงผลของระดับการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

ตัวแบบ (Model)	สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B)	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Std. Error)	สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน (Beta)	ค่าสถิติทดสอบ (t)	ระดับนัยสำคัญสถิติ ทดสอบ (P-value)	ค่าสถิติวัดค่าสัมพันธ์ของตัวแปร (VIF)
1 ค่าคงที่	-7.828	2.804		-2.792	.005	
ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ	8.430	1.336	.378	6.311	.000	1.578
ผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควบรวมตำแหน่ง	5.035	1.401	.226	3.595	.000	1.739
คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	.677	.247	.139	2.743	.006	1.130

Adjusted R Square: .114 ค่า Durbin-Watson: 1.868 Dependent variable: อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบขั้นตอน (Stepwise Multiple Regression Analysis) ของผลของระดับการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ปรากฏดังนี้

1) ความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) จากการทดสอบพบว่า ความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติเท่ากับ 8.430 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ .378 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ

6.311** โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (Sig. = 0.000 < 0.01) แสดงว่าความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

2) ผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควรวมตำแหน่งมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) จากการทดสอบพบว่า ผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควรวมตำแหน่งมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ 5.035 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ .226 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 3.595** โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (Sig. = 0.000 < 0.01) แสดงว่าผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควรวมตำแหน่งมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

3) คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) จากการทดสอบพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ .677 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ .139 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 2.743** โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.006 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (Sig. = 0.006 < 0.01) แสดงว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

4) สัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) จากการทดสอบพบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) มากกว่า 0.01 และ 0.05 แสดงว่าสัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05

5) ขนาดคณะกรรมการบริษัทไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) จากการทดสอบพบว่า ขนาดคณะกรรมการบริษัทมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) มากกว่า 0.01 และ 0.05 แสดงว่าขนาดคณะกรรมการบริษัทไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 4 แสดงผลของระดับการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ตัวแบบ (Model)	สัมประสิทธิ์ความถดถอย (B)	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Std. Error)	สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน (Beta)	ค่าสถิติทดสอบ (t)	ระดับนัยสำคัญสถิติทดสอบ (P-value)	ค่าสถิติวัดค่าสัมพัทธ์ของตัวแปร (VIF)
1 ค่าคงที่	-11.363	4.063		-2.797	.005	
คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	.989	.358	.139	2.766	.006	1.130
ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ	11.022	1.935	.339	5.694	.000	1.578
ผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควบรวมตำแหน่ง	11.004	2.029	.339	5.422	.000	1.739

Adjusted R Square: .126 ค่า Durbin-Watson: 1.895 Dependent variable: อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณแบบขั้นตอน (Stepwise Multiple Regression Analysis) ของผลของระดับการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ปรากฏดังนี้

1) คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จากการทดสอบพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ .989 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ .139 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 2.766** โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.006 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (Sig. = 0.006 < 0.01) แสดงว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

2) ความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จากการทดสอบพบว่า ความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ 11.022 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ .339 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 5.694** โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (Sig. = 0.000 < 0.01) แสดงว่าความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

3) ผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควมรวมตำแหน่งมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จากการทดสอบพบว่า ผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควมรวมตำแหน่งมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ เท่ากับ 11.004 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน เท่ากับ .339 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 5.422** โดยมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (Sig. = 0.000 < 0.01) แสดงว่าผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควมรวมตำแหน่งมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

4) สัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จากการทดสอบพบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) มากกว่า 0.01 และ 0.05 แสดงว่าสัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05

5) ขนาดคณะกรรมการบริษัทไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จากการทดสอบพบว่า ขนาดคณะกรรมการบริษัทมีระดับนัยสำคัญของสถิติทดสอบ t (P-value ของ t) มากกว่า 0.01 และ 0.05 แสดงว่าขนาดคณะกรรมการบริษัทไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05

อภิปรายผล

จากผลการวิจัยพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ความเป็นอิสระของประธานกรรมการ และผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควมรวมตำแหน่ง มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรวัดค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 สอดคล้องกับผลการศึกษาของ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Khatab et al. (2011) และ Lama (2012) ซึ่งพบว่า บริษัทที่มีมาตรการด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลต่อการเติบโต การทำกำไรและผลการดำเนินงานของบริษัทโดยรวมที่ดีกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีมาตรการด้านการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับค่อนข้างน้อยซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และผลการศึกษาของ Krafft et al. (2013) พบว่าบริษัทที่มีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือมีการเปลี่ยนแปลงของระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGQ index) ที่ดีขึ้นส่งเสริมและผลักดันให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นไปด้วยโดยวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผลการศึกษาของ Hussin & Othman (2012) และ Wu et al. (2009) ค้นพบว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการ ในส่วนของความเป็นอิสระของประธานกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ นั่นคือ การที่บริษัทจัดให้มีประธานกรรมการที่เป็นกรรมการอิสระนั้นจะ

ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอัตราที่สูงขึ้นซึ่งจะทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานโดยรวมที่ดีขึ้นด้วย และในทำนองเดียวกันกับผลการศึกษาของ Ammari, Kadria & Ellouze (2014) และ Sunday (2008) ค้นพบว่า การแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างผู้บริหารระดับสูงและประธานกรรมการมีผลกระทบในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทในอัตราที่สูงขึ้น รวมทั้งสร้างความได้เปรียบและสร้างความแข็งแกร่งให้แก่บริษัท ทั้งนี้ เป็นไปได้ว่าบริษัทที่ได้รับการประเมินและมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับที่สูงจะมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีซึ่งเป็นเครื่องมือของกระบวนการควบคุม การติดตามและการตรวจสอบการบริหารงานให้เป็นอย่างดีโปร่งใสและมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ควบคุมและกำกับดูแลตัวแทนหรือผู้บริหารได้อย่างรัดกุม ช่วยลดปัญหาตัวแทนและปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ หรือความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน ตามหลักทฤษฎีตัวแทน (agency theory) รวมทั้งการจัดให้มีประธานกรรมการที่มาจากกรรมการอิสระซึ่งไม่มีหน้าที่ในการจัดการ การดำเนินงานและไม่มีส่วนได้เสียทางการเงินและการบริหารงาน มีความเป็นอิสระจากการควบคุมของผู้บริหาร และมีการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างประธานกรรมการและประธานฝ่ายบริหาร หรือทั้งสองตำแหน่งนี้ไม่เป็นบุคคลเดียวกัน จึงไม่ก่อให้เกิดปัญหาเรื่องการใช้อำนาจตัดสินใจโดยไม่จำกัด ลดปัญหาความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ การบริหาร การวางแผนและกำหนดนโยบายต่าง ๆ จึงมีเป้าหมายเพื่อประโยชน์ของบริษัทเป็นหลัก ส่งผลให้ทรัพยากรของบริษัทได้ถูกนำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพ สร้างความมั่งคั่งและเพิ่มผลกำไรจากยอดขายและการลงทุนในสินทรัพย์ที่เกิดประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น มีความสามารถในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์เพื่อสร้างกำไรได้คุ้มค่าและมีประสิทธิภาพ มีความสามารถในการทำกำไรของผู้ถือหุ้นและชี้ให้เห็นว่าบริษัทจะมีรายได้หรือผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในอัตราที่สูง นำไปสู่ความสำเร็จในการประกอบธุรกิจและการเติบโตของกิจการอย่างยั่งยืนสูงกว่าบริษัทที่ไม่ได้จัดให้มีประธานกรรมการที่เป็นกรรมการอิสระและไม่มีการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างประธานกรรมการและประธานฝ่ายบริหาร

นอกจากนี้ยังพบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระและขนาดคณะกรรมการบริษัท ไม่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรวัดค่าโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Bebeji, Mohammed & Tanko (2015) ค้นพบความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างขนาดคณะกรรมการบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัทวัดค่าจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Bhagat & Black (2002) ซึ่งพบว่าสัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงานของบริษัทมีความสัมพันธ์กันในเชิงลบ นั่นคือ บริษัทที่มีความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีสัดส่วนของกรรมการอิสระที่สูงกว่าไม่ได้ทำให้ผลการดำเนินงานของ

บริษัทซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สูงกว่าบริษัทอื่นที่มีสัดส่วนจำนวนกรรมการอิสระอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า ทั้งนี้ เป็นไปได้ว่าคุณภาพการตัดสินใจเกี่ยวกับกระบวนการบริหารจัดการด้านความสามารถในการทำไรจากยอดขาย การลดต้นทุนในการบริหารจัดการ การจัดการภาระผูกพันทางการเงินและการจัดการหนี้สินของบริษัทยังไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ รวมทั้งการนำเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นไปก่อให้เกิดประโยชน์และผลตอบแทนยังไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ การนำเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นไปลงทุนมีความเสี่ยงค่อนข้างสูงแต่ความเสี่ยงดังกล่าวอาจจะเกิดผลตอบแทนหรือไม่ได้มีประสิทธิภาพตามคาดหวัง รวมทั้งการที่บริษัทจัดให้มีขนาดคณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่เกินไปอาจจะทำให้การประสานความร่วมมือและการอภิปรายเพื่อการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนในสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดผลกำไร การจัดการภาระผูกพันทางการเงินและการจัดการหนี้สินของบริษัทยังไม่มีประสิทธิภาพที่ดีเพียงพอ ในขณะที่คณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดเล็กกว่าจะทำให้การประสานความร่วมมือและการอภิปรายเพื่อการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนในสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดผลกำไร การจัดการภาระผูกพันทางการเงินและการจัดการหนี้สินของบริษัทเป็นไปด้วยความราบรื่น ทันต่อเวลาและทันต่อสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วและมีประสิทธิผลสูงกว่า

ข้อเสนอแนะ

สำหรับการศึกษารั้งต่อไปอาจจะปรับตัววัดผลรูปแบบอื่นที่แตกต่างจากงานวิจัยนี้ เช่น เพิ่มตัววัดในมุมมองอื่นของผลการดำเนินงานทางการเงิน เช่น Stock return, Earning per share: EPS หรือตัววัดอื่นของผลการดำเนินงานทางการตลาด อย่างเช่น มูลค่าของกิจการ (Tobin's Q), มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic value added: EVA) หรือเพิ่มตัววัดผลดำเนินงานในมิติอื่น และทำการศึกษาในกลุ่มธุรกิจอื่น อย่างเช่น กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่ม MAI ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งการศึกษาซ้ำโดยการขยายเวลาในการศึกษา เนื่องจากแต่ละช่วงเวลาอาจมีการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางบัญชีและการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อการศึกษาร้างนี้ ทั้งนี้เพื่อสะท้อนถึงผลของระดับการกำกับดูแลกิจการให้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น



เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2549). **หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน**. [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.set.or.th/> (วันที่ค้นข้อมูล: 16 กุมภาพันธ์ 2556).
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2559). **รายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2016)**. [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.thai-iod.com/> (วันที่ค้นข้อมูล: 11 ธันวาคม 2559).
- สุพาดา สิริกุตตา และคณะ. (2552). **การเงินธุรกิจ**. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพฯ : ธรรมสาร.
- Ammari, A., Kadria, M., & Ellouze, A. (2014, 1 September). **Board structure and firm performance: Evidence from French firms listed in SBF 120**. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 4(3), 580 - 590.
- Bebeji, A., Mohammed, A., & Tanko, M. (2015, August). **The effect of board size and composition on the financial performance of banks in Nigeria**. *African Journal of Business Management*. 9(16), 590 - 598.
- Bhagat, S., & Black, B. S. (2002, 1 February). **The non-correlation between board independence and long-term performance**. *Journal of Corporation Law*. 27(1), 231 - 273.
- Clark, T. (2004, May). **Theories of corporate governance: The Philosophical foundations of corporate governance**. London : n.p.
- Coskun Metin & Sayilir Ozlem. (2012, July). **Relationship Between Corporate Governance and Financial Performance of Turkish Companies**. *International Journal of Business and Social Science*. 3(14), 59 - 64.
- Ernst & Young. (2005). **E&Y CG Web Survey**. [Online]. from : <http://www.ey.com/Global/content.nsf/Indonesia/services-Business Risk, Corporate Governance>. (Retrieved August 13, 2013).
- Hussin, N., & Othman, D. R. (2012, November). **Code corporate governance and firm performance**. *Journal of Economics, Finance and Management Sciences*. 6(2), 1 - 22.
- Khatab, H. et al. (2011, February). **Corporate governance and firm performance: A case study of Karachi stock market**. *International Journal of Trade, Economics and Finance*. 2(1), 39 - 43.



- Krafft Jackie et al. (2013). **Corporate Governance, Value and Performance of Firms: New Empirical results on Convergence from a large international database.** Working Paper. University of Nice Sophia Antipolis, France.
- Lama, T. (2012, January). **Empirical evidence on the link between compliance with Governance of best practice and firms' operating results.** Australasian Accounting Business and Finance Journal. 6(5), 63-80.
- Maher M. & Anderson T. (2000, February). **Corporate Governance: Effect on firm performance and economic growth.** Organization for Economic Co-operation and Development. 16(1), 1 - 40.
- Ranti, U. O., & Samuel, F. A. (2012, 24 April). **The Effects of Board Size on Financial Performance of Banks: A Study of Listed Banks in Nigeria.** International Journal of Economics and Finance. 4(2), 260 - 267.
- Sunday, O. K. (2008, 28 November). **Corporate governance and firm performance: The case of Nigerian listed firms.** European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences. 14(1), 16 - 28.
- Wu, M. C. et al. (2009). **The Effects of corporate governance on firm performance.** [Online]. From : <http://120.107.180.177/1832/9901/099-2-06p.pdf> (Retrieved : March 8, 2013).