



ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการและคุณลักษณะของ
ผู้บริหารสูงสุด กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวธัญพร จำเริญดาร์ศรี

การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต
ภาควิชาการบัญชี สาขาบัญชี
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการและคุณลักษณะของ
ผู้บริหารสูงสุด กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเทศไทย

โดย

นางสาวธัญพร จำเริญदारารัศมี

การค้นคว้าอิสระเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

ภาควิชาการบัญชี สาขาบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE EFFECT OF CORPORATE BOARD AND CHIEF EXECUTIVE
OFFICER CHARACTERISTICS ON CORPORATIONS LISTED
BY THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS TANYAPORN CHAMROENDARARUSSAMEE

A INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTING

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะแพทยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวธันยพร จำเริญดาราภิรมย์

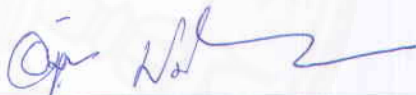
เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการและคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด
กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต

เมื่อ วันที่ 11 พ.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒน์เสริญ)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของ คณะกรรมการและคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวธันยพร จำเริญदारารัศมี
ชื่อปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	บัญชี พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของ
คณะกรรมการและคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดกับผลการดำเนินงาน ประชากรที่ใช้ในการศึกษา
ครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในปี พ.ศ. 2553-2557 ใน
ส่วนการคำนวณหาอัตราส่วนทางการเงินเพื่อใช้วัดผลการดำเนินงานในการศึกษา ผู้วิจัยเลือกใช้
อัตราส่วนมูลค่าของบริษัทในตลาดหุ้น (Tobin's Q) ผลการศึกษาพบว่าตัวแปรโครงสร้างของ
คณะกรรมการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท มีทั้งสิ้น 4 ตัว
แปร คือ การแต่งตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน แต่งตั้งคณะกรรมการสรรหา สัดส่วนของ
กรรมการอิสระ และขนาดของคณะกรรมการบริษัท และพบว่าตัวแปรคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด
มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท มีทั้งสิ้น 1 ตัวแปร คือ อายุ
ของผู้บริหารสูงสุด ในขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติของตัวแปรการกำกับดูแล
อื่นๆ

คำสำคัญ: คณะกรรมการบริษัท, คุณลักษณะของผู้บริหาร, ผลการดำเนินงาน, ตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย

Independent Study Title	THE EFFECT OF CORPORATE BOARD AND CHIEF EXECUTIVE OFFICER CHARACTERISTICS ON CORPORATIONS LISTED BY THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND.
Author	Miss Tanyaporn Chamroendararussamee
Degree	Degree of Master of Accounting
Department/Faculty/University	Accounting Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Dr. Sillapaporn Srijunpetch
Academic Years	2015

ABSTRACT

To measure the effect of corporate board and chief executive officer (CEO) on performance, the study population was corporations listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) from 2010 to 2014. The financial ratio calculated as a proxy for firm performance was the stock market fair value (Tobin's Q). Results were that corporate board variants had a significant statistical correlation with firm performance. There were four variables: remuneration committee, nomination committee, board independence, and board size. CEO variants had a significant statistical correlation with firm performance only in terms of CEO age. Other governance variables were not statistically significant.

Key-words: corporate board, CEO characteristics, performance, Stock Exchange of Thailand

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยเรื่องโครงสร้างของคณะกรรมการ คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด และผลการดำเนินงานของกิจการ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฉบับนี้สำเร็จสมบูรณ์ได้ด้วยความรู้และความช่วยเหลืออย่างดียิ่งจากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร ผู้วิจัยขอขอบพระคุณอาจารย์เป็นอย่างสูงที่ได้ให้ความกรุณาเสียสละเวลาเพื่อเป็นอาจารย์ที่ปรึกษา และขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒน์เสริญ กรรมการที่ปรึกษางานวิจัยที่กรุณาเสียสละเวลาให้ข้อเสนอแนะต่างๆ ซึ่งช่วยเหลือให้งานวิจัยฉบับนี้รัดกุม และชัดเจน ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ ที่นี้

ขอขอบพระคุณ บิดา มารดา คณาจารย์ทุกท่านที่ประสิทธิ์ประสาทความรู้แก่ผู้วิจัย ตั้งแต่ต้นจนจบการศึกษา และเพื่อนร่วมโครงการปริญญาโททางบัญชี ที่ให้การสนับสนุน ให้คำปรึกษา ตลอดจนเป็นกำลังใจให้เสมอมา รวมทั้งเจ้าหน้าที่โครงการที่ให้ความช่วยเหลือตลอดหลักสูตร

ท้ายที่สุดนี้ ผู้วิจัยหวังว่างานวิจัยฉบับนี้จะมีประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจหรือต้องการนำข้อมูลในงานวิจัยนี้ไปใช้ในโอกาสต่อไป ประโยชน์อันเกิดจากการศึกษาด้วยตนเองฉบับนี้ ขอมอบแต่ทุกท่าน ที่กล่าวมาข้างต้น

นางสาวธัญพร จำเริญดงารักษ์มี

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พ.ศ. 2558

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา	3
1.3 ขอบเขตการศึกษา	3
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย	4
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 แนวคิดและทฤษฎี	5
2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของกิจการ	12
2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดกับผลการดำเนินงานของกิจการ	18
2.4 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการและคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดกับผลการดำเนินงานของกิจการ	20
2.5 ปัจจัยอื่นๆที่ใช้พิจารณาประกอบการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ	21

2.6 กรอบแนวคิดในการวิจัย	23
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	24
3.1 ประชากรที่ศึกษา	24
3.2 แหล่งข้อมูลและการเก็บรวบรวมข้อมูล	24
3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย	25
3.4 สมมติฐานการศึกษา	27
3.5 การวิเคราะห์ข้อมูล	28
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	30
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	30
4.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ	35
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	47
5.1 สรุปผลการวิจัย	47
5.2 ข้อจำกัดของการวิจัย	48
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต	49
รายการอ้างอิง	50
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก : รายชื่อกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียน	56
ประวัติผู้เขียน	61

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	30
4.2 สรุปจำนวนการก่อตั้งคณะกรรมการชุดย่อย	31
4.3 สรุปจำนวนคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดฯ	32
4.4 สรุปจำนวนค่าเฉลี่ยความเป็นอิสระของคณะกรรมการ อายุ และระยะเวลา การดำรงตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุด	33
4.5 การวิจัยในอดีตเกี่ยวกับโครงสร้างของคณะกรรมการและคุณลักษณะของ ผู้บริหารสูงสุด	34
4.6 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของโครงสร้างคณะกรรมการที่มีผลกระทบ ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	35
4.7 ผลของระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระของโครงสร้าง คณะกรรมการทุกตัวโดยใช้สถิติ F	35
4.8 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระ ของโครงสร้างของคณะกรรมการ	36
4.9 ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลองโครงสร้างคณะกรรมการ และผลการดำเนินงานของกิจการ	40
4.10 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดที่มีผลกระทบ ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	42
4.11 ผลของระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระของคุณลักษณะ ของผู้บริหารสูงสุดทุกตัวโดยใช้สถิติ F	42
4.12 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระ ของคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด	43
4.13 ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลองคุณลักษณะของ ผู้บริหารสูงสุดและผลการดำเนินงานของกิจการ	45

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 ระบบการจัดการและการควบคุมของกิจการ	10
2.2 กรอบงานวิจัย	23



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

บทบาทของการสร้างมูลค่าโดยการกำกับดูแลกิจการและการบริหารงาน มีวัตถุประสงค์หลักที่จะสร้างมูลค่าของกิจการให้อยู่ในระดับที่สูงที่สุด โดยมีคณะกรรมการซึ่งมีหน้าที่ในทางเศรษฐศาสตร์และมีอำนาจตามกฎหมายในการกำกับดูแลและควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหารให้สอดคล้องกับหลักการดำเนินงานของกิจการเพื่อสร้างมูลค่าแก่เจ้าของผู้ถือหุ้นสามัญ จึงอาจกล่าวได้ว่าคณะกรรมการทำหน้าที่เป็นผู้แทน (Agent) ของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของกิจการ (Principal) ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และเป็นตัวกลางในการประสานงานระหว่างผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของเงินทุนของบริษัทกับฝ่ายจัดการ โดยคณะกรรมการจะมอบอำนาจในการดำเนินกิจการให้แก่ฝ่ายจัดการหรือผู้บริหารในการบริหารจัดการเพื่อสร้างมูลค่าในองค์กรของเจ้าของ (Value-Based Management) จึงมีความจำเป็นที่จะต้องแต่งตั้งผู้บริหารที่เห็นถึงศักยภาพ รวมถึงเชื่อมั่นในวิสัยทัศน์ที่กว้างไกล และความสามารถที่จะไปให้ถึงวิสัยทัศน์นั้น รวมทั้งในด้านความโปร่งใส (Transparency) ความน่าเชื่อถือ (Credibility) ความรับผิดชอบต่อการตัดสินใจ (Accountability) โดยมีการนำหลักการกำกับดูแลกิจการมาใช้

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ให้ความสำคัญเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของและผู้บริหารของบริษัท จึงต้องมีการป้องกันความขัดแย้งนี้ด้วยกลไกการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งกำหนดให้บริษัทควรมีสัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (NED) เป็นส่วนใหญ่ในคณะกรรมการบริษัท ซึ่งประกอบด้วยคณะกรรมการที่มีความเป็นอิสระ (independent NED) โดยให้บทบาทของประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (ซีอีโอ) แยกออกจากกัน เพื่อถ่วงดุลอำนาจตามหลักทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เนื่องจากการที่มีซีอีโอและประธานกรรมการเป็นบุคคลคนเดียวกันจะเป็นการลดประสิทธิภาพการตรวจสอบของคณะกรรมการ จึงควรจัดให้เป็นคนละบุคคลกันเพื่อประสิทธิภาพการทำงานเพราะเป็นการเพิ่มความชัดเจนเกี่ยวกับความรับผิดชอบในกระบวนการดำเนินงานของบริษัท

เนื่องจากการขัดกันแห่งผลประโยชน์ (Conflict of Interest) จากการที่ตัวแทนกระทำการเพื่อผลประโยชน์ส่วนตน ซึ่งอาจขัดแย้งกับการกระทำการเพื่อให้ได้ซึ่งประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น (Maximization of Shareholder Value) จึงเป็นปัญหาหลักที่เกิดภาวะที่กลืนไม่เข้าคายไม่ออก ในทางตรงกันข้าม ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) อ้างว่าฝ่ายจัดการเป็นบุคคลผู้ดำรงตำแหน่งอันเป็นที่ไว้วางใจและทำหน้าที่เป็นผู้รับผิดชอบในสินทรัพย์ของกิจการ เพราะพวกเขามีความต้องการที่จะประสบความสำเร็จอย่างเป็นที่น่าพึงพอใจผ่านการปฏิบัติงานที่ได้รับมอบหมายนี้อย่างเต็มความสามารถ

นอกจากนี้ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory) อ้างว่า คณะกรรมการบริษัทแสดงให้เห็นถึงพื้นฐานการเชื่อมโยงระหว่างบริษัทและแหล่งข้อมูลที่สำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานของกิจการ บริษัทขนาดใหญ่จำเป็นต้องจัดให้มีการจัดการทรัพยากรขององค์กรอย่างคุ้มค่า จึงแต่งตั้งกรรมการอื่น ๆ อีกมากมาย โดยจำนวนสมาชิกของคณะกรรมการบริษัทจะส่งผลต่อประสิทธิภาพของผลการดำเนินงานรวมถึงประสิทธิภาพในการตรวจสอบด้วย

วิธีการทั่วไปในการวัดคุณภาพการกำกับดูแลกิจการโดยรวมที่เกี่ยวข้องกับซีไอโอคือการมองไปที่วาระการดำรงตำแหน่ง ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการดำรงตำแหน่งยาวนานของผู้บริหารระดับสูงนั้นเกี่ยวข้องกับความมั่นคง ประสิทธิภาพ การลดลงของความขัดแย้ง และการสื่อสารระหว่างบุคคลในองค์กร จึงนำไปสู่การทำงานและความรู้ที่ใช้อยู่ร่วมกันทางสังคม นอกจากนี้วาระการดำรงตำแหน่งในระยะยาวยังเกี่ยวข้องกับการเชื่อมต่อที่แข็งแกร่งทางสังคมและธุรกิจซึ่งอาจนำไปสู่การแก้ปัญหาในแง่ของความรู้และเทคโนโลยี เช่นเดียวกับการสะสมทุน ผู้บริหารที่ดำรงตำแหน่งมานานจะได้รับประโยชน์จากการที่มีความรู้เกี่ยวกับองค์กรที่มากขึ้น ซึ่งสามารถช่วยให้พวกเขาระบุโอกาสในการจัดการทรัพยากรมากขึ้นและหลีกเลี่ยงกลยุทธ์ที่มีความเสี่ยง นอกจากนี้ อายุของซีไอโอมีความสัมพันธ์กับการบริหารความเสี่ยงที่จะมีผลต่อการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์

การที่ได้มาซึ่งผลประกอบการที่ดี The Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) ได้ตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance : CG) และได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องในเรื่องการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Practice Governance Committee) ตลาดหลักทรัพย์เชื่อมั่นว่าการดำเนินตามแนวทางปฏิบัติดังกล่าวจะเป็นประโยชน์ต่อการดำเนินธุรกิจ

ของบริษัท เพราะเป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นถึงมาตรฐานการจัดการกิจการที่ดี อันเป็นสิ่งที่พึงคาดหวังจากบริษัทจดทะเบียน ซึ่งจะมีส่วนทำให้บริษัทได้รับการยอมรับมากขึ้นทั้งภายในประเทศและระหว่างประเทศ ตลอดจนเป็นการเสริมสร้างความโปร่งใสและประสิทธิภาพของฝ่ายจัดการอันจะสร้างความเชื่อมั่นให้เกิดขึ้นแก่ผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้อง (Stakeholders) ทุกฝ่าย

สำหรับงานวิจัยนี้ผู้วิจัยจะวิเคราะห์อิทธิพลของคณะกรรมการของบริษัทและซีไอโอ เพื่อวัดมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยยึดหลักการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย การเปิดเผยข้อมูลของความเป็นเจ้าของและการควบคุมของบริษัท และการรายงานทางการเงิน ว่าปัจจัยเหล่านี้มีความสัมพันธ์กันหรือไม่อย่างไร

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาว่าองค์ประกอบของคณะกรรมการและคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด มีความสัมพันธ์กับการสร้างมูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร โดยเน้นถึงโครงสร้างที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

- สัดส่วนของกรรมการในคณะกรรมการบริษัท
- การแต่งตั้งคณะกรรมการชุดย่อย
- ประสบการณ์และตำแหน่งหน้าที่ของผู้บริหารสูงสุด

1.3 ขอบเขตการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยนี้มีลักษณะเป็นข้อมูลทุติยภูมิ เพื่อให้การศึกษาเป็นไปตามวัตถุประสงค์ จึงได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูล ดังต่อไปนี้

1.3.1 แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand : SET) ของปี พ.ศ. 2553-2557

1.3.2 SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ภายในฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของปี พ.ศ. 2553-2557

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย

1.4.1 เพื่อทราบถึงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการบริษัทและคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผู้ใช้งบการเงินสามารถใช้เป็นข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

1.4.2 เพื่อใช้เป็นแนวทางในการกำหนดนโยบาย กลยุทธ์ และการพิจารณาโครงสร้างการกำกับดูแลในองค์กร

1.4.3 เพื่อให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่หน่วยงานกำกับดูแลในการที่จะนำไปพิจารณาประกอบการพัฒนาส่งเสริมบรรษัทภิบาลของบริษัทต่างๆ

1.4.4 เพื่อเป็นข้อมูลให้ผู้สนใจทั่วไปนำไปใช้ประกอบการศึกษาค้นคว้าต่อไป

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

หลักการและเหตุผลในบทที่ 1 ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการและคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด กับการผลการดำเนินงานของกิจการ โดยทำการทบทวนวรรณกรรมเพื่อรวบรวมแนวคิดและทฤษฎีต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยเพื่อประกอบการพิจารณา ดังนี้

- 2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับบรรษัทภิบาล คณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผลการดำเนินงานของกิจการ
- 2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของกิจการ
- 2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดกับผลการดำเนินงานของกิจการ
- 2.4 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการ และคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดกับผลการดำเนินงานของกิจการ
- 2.5 ปัจจัยอื่นๆที่ใช้พิจารณาประกอบการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ
- 2.6 กรอบแนวคิดในการวิจัย

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

2.1.1 บรรษัทภิบาล

กิจการใดๆ ก่อตั้งขึ้นโดยมีเป้าหมายหลักเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น และสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการในระยะยาวได้ เพราะฉะนั้น ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการจึงต้องการผลตอบแทนที่คุ้มค่าแก่การลงทุน ซึ่งบางกิจการจะดำเนินงานทุกอย่างเพื่อให้เป็นไปตามจุดมุ่งหมายเพื่อสร้างผลตอบแทนให้มากที่สุด โดยไม่คิดว่าใครจะได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานบ้าง (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551) บรรษัทภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการจึงเข้ามามีบทบาทช่วยในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แกกิจการและสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย เพราะการกำกับดูแลกิจการเกี่ยวข้องกับการจัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อนำมาซึ่งการควบคุมของกิจการที่โปร่งใส และเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นใน

ระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นและสังคมโดยรวมประกอบเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและประสิทธิผลของการดำเนินงาน และช่วยส่งเสริมและสนับสนุนการดำเนินงานให้กิจการสามารถดำเนินงานได้อย่างราบรื่น สามารถแข่งขันในการเติบโตในตลาดได้อย่างมั่นคงและยั่งยืน

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ.2555 ประกอบด้วย หลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด ได้แก่

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น: ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน
2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน: ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย
3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย: ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ
4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส: คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ
5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ: คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ

2.1.2 คณะกรรมการ

คณะกรรมการมีหน้าที่ในการกำหนดนโยบายและกำกับควบคุมดูแลให้ข้อชี้แนะในการประกอบธุรกิจแก่ฝ่ายจัดการ รวมทั้งตรวจสอบการทำงานของฝ่ายจัดการให้เป็นไปตามนโยบายที่กำหนดไว้ ซึ่งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ให้แนวทางสำหรับคณะกรรมการในการปฏิบัติดังนี้

- ความยุติธรรม (Fairness) คณะกรรมการควรดำเนินงานและควบคุมดูแลการบริหารงานของฝ่ายจัดการเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายด้วยความเป็นธรรมโดยไม่เอาเปรียบฉ้อโกงหรือค้ำใจถึงผลประโยชน์ของตัวเองหรือผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งอย่างไม่เป็นธรรม
- ความโปร่งใส (Transparency) คณะกรรมการและผู้บริหารควรบริหารงานด้วยความโปร่งใสมีการเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้อง ชัดเจน เชื่อถือได้ ทันเวลาและสม่ำเสมอ เพื่อให้ผู้ลงทุนภายนอกสามารถประเมินผลการดำเนินงานและความเสี่ยงได้
- ความรับผิดชอบตามหน้าที่ (Accountability) คณะกรรมการมีหน้าที่รับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นในการเสนอรายงานต่อผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งความรับผิดชอบดังกล่าวต้องอาศัยกฎเกณฑ์และข้อกำหนดที่เหมาะสมและเป็นหน้าที่ตามกฎหมายที่ต้องปฏิบัติ
- ความรับผิดชอบในงาน (Responsibility) คณะกรรมการควรปฏิบัติหน้าที่ตามที่กำหนดไว้ด้วยความตั้งใจและมีจริยธรรมในการดำเนินธุรกิจ รวมทั้งควรจะต้องเข้าร่วมประชุมอย่างสม่ำเสมอและปฏิบัติหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายอย่างเต็มความสามารถ

องค์ประกอบคณะกรรมการตามข้อพึงปฏิบัติที่ดีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ.2555 กำหนดไว้ ได้แก่

- คณะกรรมการที่เป็นผู้บริหาร (Executive Director) คือกรรมการที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการบริหารงานประจำหรือกรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันบริษัท
- คณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (Non-Executive Director) คือกรรมการจากภายนอกที่ไม่ได้มีตำแหน่งเป็นผู้บริหารหรือพนักงานประจำของบริษัท ซึ่งประกอบด้วยกรรมการที่เป็นอิสระ (Independent Director) ซึ่งเป็นอิสระจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้บริหารและผู้ที่เกี่ยวข้อง
- ประธานกรรมการ (Chairman) คือผู้รับผิดชอบในฐานะผู้นำคณะกรรมการและทำหน้าที่เป็นประธานการประชุม ซึ่งคณะกรรมการเป็นผู้เลือกตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ประธานกรรมการควรมาจากกรรมการที่เป็นอิสระและไม่ควรเป็น

บุคคลเดียวกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร เพื่อให้มีการแบ่งแยกหน้าที่ในการกำหนดนโยบายการกำกับดูแลและการบริหารงานประจำ

2.1.2.1 คณะกรรมการชด้อย

นอกจากคณะกรรมการตรวจสอบที่ต้องจัดให้มีตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้ว คณะกรรมการควรพิจารณาจัดให้มีคณะกรรมการชด้อยอื่นเพื่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี จึงมีคณะกรรมการชด้อย ดังนี้

- คณะกรรมการตรวจสอบ: มีบทบาทหน้าที่ในฐานะกรรมการเหมือนกรรมการบริษัทท่านอื่นๆทุกคน คือ กำหนดนโยบายหรือให้ความเห็นชอบในวิสัยทัศน์ กลยุทธ์ เป้าหมาย แผนธุรกิจ และงบประมาณของบริษัท ดูแลระบบการควบคุมภายในและบริหารความเสี่ยง ติดตามการทำงานของฝ่ายจัดการ เป็นต้น อย่างไรก็ตาม หน้าที่ กรรมการตรวจสอบมีภาระหน้าที่ที่มากกว่ากรรมการท่านอื่นตรงที่ คณะกรรมการมอบหมายให้ช่วยดูแลความถูกต้อง และความน่าเชื่อถือของรายงานทางการเงินและระบบควบคุมภายในและตรวจสอบภายใน ตลอดจนการเอื้อโอกาสให้ฝ่ายจัดการและผู้สอบบัญชีได้ปรึกษาหารือ เพื่อจัดการความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น และเพื่อให้รายงานทางการเงินมีการเปิดเผยอย่างครบถ้วน ถูกต้อง เป็นไปตามมาตรฐานและข้อกำหนดที่เกี่ยวข้อง
- คณะกรรมการสรรหา: ทำหน้าที่พิจารณาหลักเกณฑ์และกระบวนการในการสรรหาบุคคลที่มีคุณสมบัติเหมาะสมเพื่อดำรงตำแหน่งกรรมการและผู้บริหารระดับสูง รวมทั้งคัดเลือกบุคคลตามกระบวนการสรรหาที่ได้กำหนดไว้ และเสนอความเห็นต่อคณะกรรมการ ซึ่งจะนำเสนอที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้เป็นผู้แต่งตั้งกรรมการ ทั้งนี้ ควรเปิดเผยหลักเกณฑ์และขั้นตอนในการสรรหากรรมการและผู้บริหารระดับสูงให้ทราบ
- คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน: ทำหน้าที่พิจารณาหลักเกณฑ์ในการจ่ายและรูปแบบค่าตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารระดับสูงเพื่อเสนอความเห็นต่อคณะกรรมการ โดยคณะกรรมการเป็นผู้อนุมัติค่าตอบแทนของผู้บริหารระดับสูง ส่วนค่าตอบแทนของกรรมการ คณะกรรมการจะต้องนำเสนอที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้เป็นผู้อนุมัติ

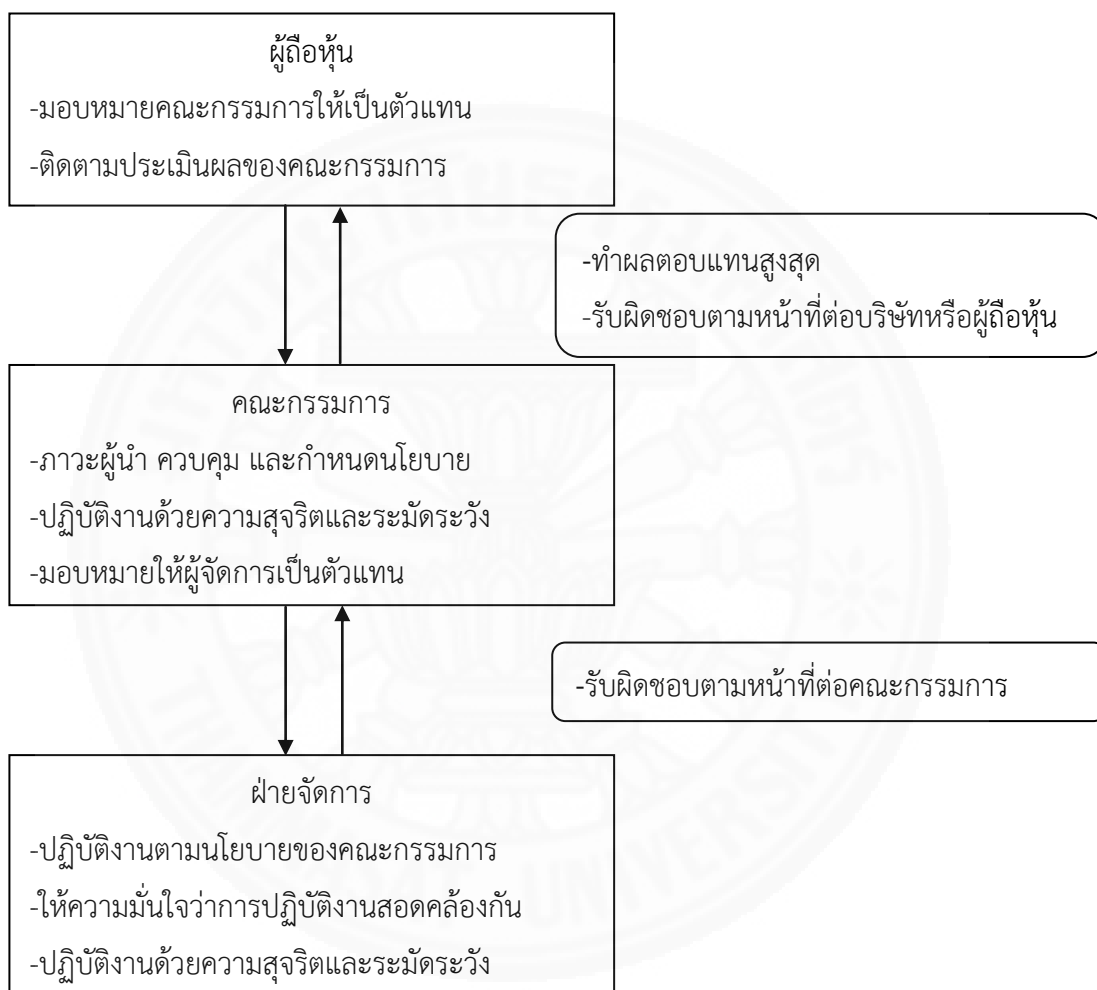
2.1.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) มาจากแนวคิดของ Jensen & Meckling (1976) อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (เจ้าของบริษัทหรือผู้ถือหุ้น) และตัวแทน (ผู้บริหารหรือกรรมการ) เนื่องจากบริษัทเจริญเติบโตขึ้นเป็นบริษัทขนาดใหญ่มีการระดมทุนที่มาจากบุคคลภายนอก ซึ่งไม่ใช่ผู้ก่อตั้งเดิม ส่งผลให้บริษัทจ้างผู้บริหารเข้ามาบริหารงาน อาจนำไปให้ผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของตัวการ และตัวแทนไม่สอดคล้องกัน ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากความขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) การเห็นแก่ผลประโยชน์ส่วนตนจนไปขัดแย้งต่อหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายแล้วทำให้ผลประโยชน์ของบริษัทเสียไป หรือปัญหา Moral Hazard เป็นปัญหาที่เจ้าของบริษัทหรือผู้ถือหุ้น ไม่สามารถแน่ใจได้ว่าตัวแทนหรือผู้บริหาร ที่คัดเลือกเข้ามาได้ปฏิบัติหน้าที่อย่างสุดความสามารถแก่บริษัทหรือไม่ รวมไปถึงปัญหา Adverse Selection ที่เจ้าของบริษัทไม่แน่ใจว่าตัวแทนที่คัดเลือกมาจะมีความสามารถในการบริหารได้สอดคล้องกับค่าตอบแทนหรือไม่ สาเหตุของการกำกับดูแลกิจการ คือ แนวคิดตัวแทน (Agency Concept) โดยมีแนวคิดที่ว่าบริษัทที่อยู่ภายใต้การควบคุมของตัวแทน (ผู้บริหาร) ซึ่งได้รับการแต่งตั้งจากเจ้าของคือผู้ถือหุ้น ซึ่งถ้าทุกฝ่ายเป็นบุคคลที่มีความรู้ความสามารถ และเที่ยงตรง ผลประกอบการของบริษัทจะเป็นไปได้ดีแต่ในอีกทางหนึ่งผู้ถือหุ้นหรือตัวการจะทราบได้อย่างไรว่าบริษัทมีการดำเนินงานไปในทิศทางใด ทั้งนี้มีกลไก 2 ชนิดที่ควรพิจารณา คือ ผลการปฏิบัติงาน (Performance) และความรับผิดชอบต่อการปฏิบัติงานตามหน้าที่ (Accountability) ซึ่งความสัมพันธ์ทางธุรกิจเป็นความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ และตัวแทน ซึ่งตัวการได้ว่าจ้างโดยจ่ายค่าตอบแทน ให้ตัวแทนเข้ามาดูแลบริหารงานในบริษัทของตัวการ และตัวแทนจะรายงานผลการดำเนินงาน แจ้งฐานะทางการเงิน และส่งมอบผลประโยชน์แก่ตัวการ ค่าตอบแทนถือว่าเป็นค่าใช้จ่ายที่เป็นตัวเงินสำคัญของบริษัท ที่ส่งผลตรงถึงกำไร หากการจ่ายค่าตอบแทนมากเกินไป จะส่งผลให้กำไรที่จะนำมาจ่ายเป็นเงินปันผล หรือโบนัสแก่ผู้ถือหุ้นมีจำนวนลดลง และจะส่งผลต่อนักลงทุนที่จะเข้ามาลงทุนในหุ้นของบริษัท เพราะนักลงทุนก็จะพิจารณาถึงผลตอบแทนที่ได้รับ

การที่ฝ่ายจัดการทำหน้าที่ตัดสินใจในกิจการของเจ้าของและได้รับค่าตอบแทนตามความสามารถของตน ฝ่ายจัดการจึงถูกมองว่าเป็นตัวแทน (Agent) ของเจ้าของกิจการ (Principal) โดยแสดงแบบจำลองอย่างง่ายเพื่ออธิบายความสัมพันธ์ดังกล่าว

ภาพที่ 2.1

ระบบการจัดการและการควบคุมของกิจการ



ที่มา : (สังเวียน อินทวิชัย, 2545, หน้า 22)

2.1.4 ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory)

ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) ในที่นี้ผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ขององค์กรหมายถึง ผู้บริหารระดับสูง (Top Managers) หรือผู้ดูแล (Custodian) กลุ่มคนเหล่านี้จะ

ถูกจูงใจด้วยผลประโยชน์จากผู้ประกอบการ ผู้ดูแลองค์กรจะให้ความสำคัญกับความร่วมมือมากกว่าปล่อยให้ทำงานอย่างอิสระในการแสวงหาผลประโยชน์เพื่อตน จึงชอบที่จะใช้ความร่วมมือประสานงานในการแก้ปัญหาความขัดแย้ง ความมีเหตุผล และความยุติธรรม รวมทั้งคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนรวมมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตัว ดังนั้นทฤษฎีตัวแทนเป็นการสร้างแรงจูงใจจากภายนอก (Extrinsic Rewards) ทฤษฎีรับใช้เป็นการสร้างแรงจูงใจจากภายใน (Intrinsic Rewards) ซึ่งเกิดจากใจ (Donaldson & Davis ,1991)

2.1.5 ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory)

ทฤษฎีพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory) เชื่อว่าคณะกรรมการบริษัทแสดงให้เห็นถึงพื้นฐานการเชื่อมโยงระหว่างบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นที่จำเป็นในการเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานของบริษัท จึงถือเป็นทรัพยากรสำคัญซึ่งจะส่งผลต่อความสำเร็จขององค์กร (Wright & McMahan, 1992 และ Schuler & MacMillan, 1984) รวมถึงการให้ความสำคัญในการแต่งตั้งคณะกรรมการอื่น ๆ อีกมากมายเพื่อให้แน่ใจในการเข้าถึงความสำเร็จ Jensen (1993) และ Lipton & Lorsch (1992) แนะนำให้มีสมาชิกแปดหรือเก้าคนในคณะกรรมการบริษัท จากการพิสูจน์ว่าคณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดเล็กกลง จะส่งผลให้ผลประกอบการมีประสิทธิภาพมากขึ้นรวมถึงประสิทธิภาพในการตรวจสอบด้วย ในขณะที่คณะกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่ไม่ได้มีประสิทธิภาพมาก เนื่องจากการส่งผลให้ความกระตือรือร้นในการตรวจสอบลดลง อีกทั้งยังเกิดค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้น

2.1.6 การวัดผลการดำเนินงาน

การวัดผลการดำเนินงานด้วยมูลค่าตลาดด้วยค่า Q (Tobin's Q) ใช้เป็นตัววัดมูลค่ากิจการในระยะยาว มักจะถูกใช้เป็นตัวแทนในการวัดโอกาสการเติบโตในอนาคตของกิจการ อัตราส่วนนี้เกิดขึ้นโดย James Tobin ซึ่งเป็นนักเศรษฐศาสตร์ชาวอเมริกันเจ้าของรางวัลโนเบลในสาขาเศรษฐศาสตร์ โดยค่า Q นั้นจะคำนวณจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดของสินทรัพย์บริษัทต่อราคาเปลี่ยนแทนสินทรัพย์ของบริษัท โดยราคาตลาดของสินทรัพย์นั้นจะวัดจากมูลค่าตลาดของหุ้นบริษัท และมูลค่าตลาดของหนี้สิน

จากข้างต้นพบว่าเกิดความยากลำบากในการหามูลค่าตลาดของหนี้สินและราคาเปลี่ยนแทนสินทรัพย์ของบริษัท เพราะไม่ใช่ข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยต่อสาธารณชนในงบการเงิน จึงทำให้ยากต่อการคำนวณค่า Q ที่แท้จริง (Actual Tobin's Q) ดังนั้นงานวิจัยในครั้งนี้จะใช้ค่า Q ที่เป็นค่าประมาณการ (Simple Tobin's Q) ตามที่ได้มีการใช้ในงานวิจัยที่ผ่านมา เช่น งานวิจัยของ

Agrawal & Knoeber (1996) และ Limpaphayom & Connelly (2004) ซึ่งค่า Simple Q สามารถหาข้อมูลได้จากงบการเงินของบริษัท ทำให้สะดวกต่อการคำนวณซึ่งคำนวณได้จากผลรวมของมูลค่าตลาดของหุ้นกับมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินหารด้วยมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์

2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของกิจการ

2.2.1 ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size : BS)

ขนาดของคณะกรรมการที่เหมาะสมนั้นไม่สามารถกำหนดเป็นตัวเลขที่แน่นอนได้ เนื่องจากแต่ละบริษัทก็มีลักษณะของธุรกิจที่แตกต่างกัน หากขนาดของคณะกรรมการใหญ่เกินไป จะส่งผลให้การตัดสินใจมีความล่าช้า สูญเสียโอกาสในการลงทุนของบริษัท ส่งผลให้การดำเนินงานของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร ส่วนในกรณีที่ขนาดของคณะกรรมการเล็กเกินไป ก็อาจทำให้การตัดสินใจไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควรได้เช่นกัน

ขนาดคณะกรรมการ (Board size) เป็นสิ่งสำคัญโดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับการตรวจสอบและการควบคุมตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) บริษัทขนาดใหญ่จำเป็นต้องมีกรรมการจำนวนมากเพื่อตรวจสอบและควบคุมกิจกรรมทางธุรกิจ อย่างไรก็ตามกรรมการที่มีสมาชิกมากขึ้นมีโอกาสที่สูงขึ้นในการขจัดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ที่เกิดขึ้นเพราะมีผู้คนมากขึ้นในการตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหาร นอกจากนี้ตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory) บริษัทขนาดใหญ่จำเป็นต้องบริหารจัดการทรัพยากรเพื่อให้บรรลุเป้าหมายขององค์กร จึงแต่งตั้งคณะกรรมการอื่น ๆ อีกมากมายเพื่อให้แน่ใจว่าจะบรรลุเป้าหมายดังกล่าว Jensen (1993) และ Lipton & Lorsch (1992) แนะนำให้มีสมาชิกแปดหรือเก้าคนในคณะกรรมการ จากการพิสูจน์แล้วพบว่าบอร์ดมีขนาดเล็กจะส่งผลให้การดำเนินงานมีประสิทธิภาพมากขึ้นรวมถึงประสิทธิภาพในการตรวจสอบด้วย ในขณะที่บอร์ดขนาดใหญ่ไม่ได้มีประสิทธิภาพมาก เนื่องจากส่งผลให้ความกระตือรือร้นในการตรวจสอบลดลงและอีกทั้งค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นจากการประสานงาน ส่วน Bennedsen, Kongsted & Nielsen (2008) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดของคณะกรรมการและมาตรการที่แตกต่างกันของการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Hermalin & Weisbach (1991) ได้พบว่าขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่ขึ้นจะมีผลการ

ดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพดีต่กว่าบริษัทที่มีขนาดของคณะกรรมการที่เล็กกว่า เนื่องจากขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่ขึ้น จะส่งผลให้เกิดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน ปัญหา free-riders ที่เพิ่มขึ้นตามมาด้วย

จากการทบทวนวรรณกรรมแล้วพบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทที่เหมาะสม จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในทิศทางที่ดีได้ จึงตั้งสมมติฐานดังนี้

H1: ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

2.2.2 สัดส่วนของกรรมการอิสระ (Independent Director : IND)

กรรมการอิสระ คือ กรรมการที่ไม่ได้ทำหน้าที่จัดการของบริษัท เป็นคณะกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (Non-Executive Director) เป็นอิสระจากฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม และเป็นผู้ซึ่งไม่มีความสัมพันธ์ทางธุรกิจกับบริษัทในลักษณะที่จะทำให้มีข้อจำกัดในการแสดงความเห็นที่เป็นอิสระ ซึ่งทำให้เกิดการถ่วงดุลอำนาจการบริหารงานและลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายจัดการ

มีงานวิจัยที่ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระซึ่งเป็นกรรมการจากภายนอก กับผลการดำเนินงานของบริษัท ได้ข้อสรุปที่แตกต่างกันดังต่อไปนี้

John & Senbet (1998) พบว่าคณะกรรมการบริษัทซึ่งมีหน้าที่สอดส่องดูแล และควบคุมฝ่ายจัดการในการบริหารงานของบริษัท จะปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพได้โดยดูจากความ เป็นอิสระในการทำงาน ขนาดของคณะกรรมการ โครงสร้างตำแหน่งคณะกรรมการ การครอบครองหุ้นในบริษัทของคณะกรรมการ และผลตอบแทนของคณะกรรมการบริษัท โดยทั่วไปแล้ว กรรมการที่เป็นผู้บริหาร ซึ่งใช้เวลาส่วนใหญ่ไปกับการดำเนินงานของบริษัท ทำให้มีความเข้าใจในผลการดำเนินงานของบริษัทดีกว่ากรรมการอิสระ อย่างไรก็ตามกรรมการอิสระก็มีความจำเป็นต่อการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากกรรมการอิสระเป็นผู้มีความเชี่ยวชาญ ประสบการณ์ค่อนข้างมาก มองธุรกิจในมุมที่ต่างจากกรรมการที่เป็นผู้บริหาร ช่วยลดการใช้ทรัพยากรของบริษัทไปในทางที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริง และช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นแก่ผู้บริหารระดับสูง ซึ่งจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Hermalin & Weisbach (1991) และ Bai, Liu, Lu, Song & Zhang (2004) ที่พบว่าจำนวน กรรมการอิสระที่มากขึ้นจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นได้ โดยให้เหตุผลว่ากรรมการอิสระนั้นจะตรวจสอบการปฏิบัติงานของฝ่ายจัดการได้ดีกว่ากรรมการที่มาจากภายใน ในขณะที่มี

งานวิจัยบางส่วนกลับพบว่าจำนวนกรรมการอิสระที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้การดำเนินงานของบริษัทลดลง เช่น งานวิจัยของ Kyereboach & Beikpe (2002) ได้ชี้แจงว่าการมีคณะกรรมการอิสระนั้นเป็นไปตามข้อกำหนดของกฎหมายจึงไม่มีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท Yermack (1996) รายงานความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระและ Tobin's Q ที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาเดียวกัน และ Agrawal & Knoeber (1996) รายงานความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัดส่วนของกรรมการภายนอกและ Tobin's Q ส่วน Klein (1998) รายงานความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางลบกับตัวชี้วัดของการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นและสัดส่วนของกรรมการอิสระ แต่ไม่มีนัยสำคัญสำหรับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนการลงทุนในตลาดหุ้น นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยบางส่วนที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของจำนวนคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริหาร กับผลการดำเนินงานของบริษัท เช่น งานวิจัยของ Kren & Kerr (1997) ที่พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญของคณะกรรมการมีผลต่อค่าตอบแทน และผลการดำเนินงานของบริษัท และสัดส่วนของจำนวนคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริหาร ไม่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทน และผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับงานวิจัยของ Beiner, Drobetz, Schmid & Zimmerman (2004)

จากการทบทวนวรรณกรรมแล้วพบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระที่เหมาะสม จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นได้ จึงตั้งสมมติฐานดังนี้

H2: สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

2.2.3 สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (Non-Executive Director : NED)

กรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (Non-Executive Director) คือ กรรมการอื่นที่ไม่มีลักษณะเป็นกรรมการที่เป็นผู้บริหาร กรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารอาจไม่เป็นกรรมการอิสระเสมอไป เช่น ผู้ถือหุ้นที่มีนัยสำคัญ ญาติของกรรมการหรือผู้บริหารและคู่ค้ารายสำคัญ สามารถทำหน้าที่กรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารแต่ขาดคุณสมบัติการเป็นกรรมการอิสระ แม้กรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารอาจมีส่วนได้ส่วนเสีย แต่กรรมการทั้ง 2 ประเภทสามารถให้ความเห็น ที่เป็นประโยชน์ในการตัดสินใจ และสามารถกำกับดูแลการดำเนินงานของฝ่ายจัดการได้อย่างเป็นอิสระจากฝ่ายบริหาร (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) สอดคล้องกับ Fama (1980) Fama & Jensen (1993) และ Jensen & Meckling (1976) กล่าวถึงกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีควรมีสัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (NED) เป็นส่วนใหญ่ในคณะกรรมการบริษัท ซึ่งประกอบด้วย

คณะกรรมการที่มีความเป็นอิสระ (independent NEDs) โดยให้บทบาทของประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (ซีอีโอ) แยกออกจากกันเพื่อถ่วงดุลอำนาจตามหลักทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ช่วยปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานเพราะเป็นการเพิ่มความชัดเจนเกี่ยวกับความรับผิดชอบที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการทำงานของบริษัท แต่อย่างไรก็ตามผลการวิจัยของ Jackling & Johl (2009) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญของบริษัทจดทะเบียนชั้นนำของอินเดีย

จากการทบทวนวรรณกรรมแล้วพบว่าสัดส่วนของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารที่เหมาะสม จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นได้ จึงตั้งสมมติฐานดังนี้

H3: สัดส่วนของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

2.2.4 คณะกรรมการชุดย่อย

ตามรายงานหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แนะนำให้มีคณะกรรมการชุดย่อย ดังต่อไปนี้

2.2.4.1 คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee : AC)

ได้รับมอบหมายจากคณะกรรมการให้ทำหน้าที่หลักในการสอบทานรายงานทางการเงิน พิจารณาคัดเลือกผู้สอบบัญชี สอบทานระบบการควบคุมภายในและตรวจสอบภายใน สอบทานให้บริษัทปฏิบัติตามกฎระเบียบ และดูแลรายการที่อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งของผลประโยชน์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549) จากผลการทดลองในความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบและผลการดำเนินงานของบริษัท Chan & Li (2008) พบว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการตรวจสอบ (กล่าวคือจะมีอย่างน้อยร้อยละ 50 ของคณะกรรมการผู้เชี่ยวชาญที่เป็นอิสระทำหน้าที่ในคณะกรรมการตรวจสอบ) ส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท วัดโดย Tobin's Q ในทำนองเดียวกัน Ilona (2008) แสดงให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบและผลการดำเนินงานของบริษัท นอกจากนี้ Erickson et al. (2005) กล่าวว่ากรรมการอิสระสามารถลดปัญหาหน่วยงาน

จากการทบทวนวรรณกรรมแล้วพบว่าการจัดตั้งให้มีคณะกรรมการตรวจสอบจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท จึงตั้งสมมติฐานดังนี้

H4: การแต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

2.2.4.2 คณะกรรมการสรรหา (Nomination Committee : NC)

การสรรหากรรมการโดยใช้คณะกรรมการสรรหา จะทำให้เกิดความโปร่งใสในขั้นตอนการสรรหา ทำให้บริษัทมีโอกาสมากกว่า ที่จะได้บุคคลมาร่วมสร้างมูลค่าของกิจการได้สูงขึ้น โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนได้ใช้ประโยชน์มากขึ้นจากคณะกรรมการสรรหา โดยปี พ.ศ.2548 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการแต่งตั้งคณะกรรมการสรรหาคิดเป็นร้อยละ 29 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tin Yan & ShuKam (2012) การจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทจากราคาตลาด (MTBV) ที่สูงกว่า ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบของคณะกรรมการสรรหาของทั้งบริษัทครอบครัวและบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทครอบครัว จากกลุ่มตัวอย่าง พบว่าการที่บริษัทเหล่านั้นมีคณะกรรมการสรรหาจะพบว่ามีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ บริษัทที่มีคณะกรรมการสรรหา ก็มักจะมีประธานของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนที่มาจากกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร หรืออาจกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการสรรหาจะส่งผลให้มีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนที่เป็นอิสระมากขึ้น ในความเป็นจริงการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาไม่ได้เป็นข้อบังคับในฮ่องกง ดังนั้น จึงเป็นการจัดตั้งขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ในทางปฏิบัติอย่างแท้จริง เช่นการเลือกผู้สมัครที่เหมาะสมในการทำหน้าที่เป็นกรรมการ เป็นต้น

จากการทบทวนวรรณกรรมแล้วพบว่าบริษัทที่ตั้งคณะกรรมการสรรหาจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท จึงตั้งสมมติฐานดังนี้

H5: การแต่งตั้งคณะกรรมการสรรหาที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

2.2.4.3 คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน (Remuneration

Committee : RC)

คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนได้รับการแต่งตั้งจากคณะกรรมการให้ทำหน้าที่พิจารณาหลักเกณฑ์ในการจ่ายค่าตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารระดับสูง เนื่องจากการพิจารณาค่าตอบแทนมีผลกระทบสำคัญต่อการสร้างมูลค่ากิจการ เพราะค่าตอบแทนเป็นแรงจูงใจที่ดึงดูดบุคลากรที่มีความสามารถให้มาร่วมงานกับบริษัทเพื่อสร้างมูลค่าให้แก่กิจการในเวลาเดียวกัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Klein (1998) ที่ตั้งข้อสังเกตว่าการก่อตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน ส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทแต่เป็นความสัมพันธ์ที่ไม่มีสาระสำคัญมากนัก ในขณะที่งานวิจัยของ Tin Yan & ShuKam (2012) พบว่าการจัดตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจาก

การวัดด้วยราคาตลาด (MTBV) นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างเห็นได้ชัดในบริษัทครอบครัวมากกว่าบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทครอบครัว ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนของทั้งบริษัทครอบครัวและบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทครอบครัว จากกลุ่มตัวอย่างพบว่า องค์ประกอบของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนของบริษัทดังกล่าวประกอบด้วยประธานกรรมการบริหาร ซึ่งทำให้การตัดสินใจของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนจะอยู่ภายใต้อิทธิพลของการบริหารจัดการ ในความเป็นจริงบริษัทส่วนใหญ่มีการจัดตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนเพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดของ HKSE ในปลายปี 2002 หรือต้นปี 2003 จากการสังเกตดังกล่าวพบว่าคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อใช้ในการตกแต่งมากกว่าเพื่อจุดประสงค์ในการทำงาน

จากการทบทวนวรรณกรรมแล้วพบว่าบริษัทที่ตั้งคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท จึงตั้งสมมติฐานดังนี้

H6: การตั้งคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

จากการทบทวนวรรณกรรมสำหรับคณะกรรมการชด้อยอดังที่กล่าวมานี้ พิจารณาแล้วเห็นว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน สามารถเป็นเครื่องมือปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้เป็นอย่างดี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549 และ Cadbury, 1992 และ Higgs, 2003) บริษัทที่มีคณะกรรมการสรรหา ก็มักจะมิประชานของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน ที่มาจากการรวมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร หรืออาจกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการสรรหาจะส่งผลให้มีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนที่เป็นอิสระมากขึ้น การที่คณะกรรมการชด้อยอดมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ สาเหตุของความสัมพันธ์เชิงบวกหรือเชิงลบดังกล่าวขึ้นอยู่กับความเป็นอิสระหรือไม่เป็นอิสระขององค์ประกอบของคณะกรรมการชด้อยอด (Tin Yan & ShuKam, 2012) ซึ่งการจัดให้มีกรรมการอิสระเป็นสมาชิกในกรรมการชด้อยอดนั้นจะเสริมสร้างประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการของบริษัท (Shivdasani & Yermack, 1999) เนื่องจากการทำงานของคณะกรรมการ คณะกรรมการได้รับการสนับสนุนจากคณะกรรมการที่ปรึกษาสำหรับการตรวจสอบในเรื่องที่เฉพาะเจาะจง จึงควรให้อนุคณะกรรมการเหล่านี้อยู่ในรูปแบบคณะกรรมการที่ปรึกษาซึ่งมาจากกรรมการอิสระซึ่งเป็นกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (Vintila, Onofrei, & Gherghina, 2011)

2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดกับผลการดำเนินงานของกิจการ

2.3.1 ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งควบคู่กับประธานกรรมการบริษัท (CEO

Duality: CEO)

งานวิจัยที่พบว่าบริษัทที่มี CEO Duality จะมีผลการดำเนินงานที่ไม่ค่อยดี เช่น งานวิจัยของ Rechner & Dalton (1991) Hermalin & Weisbath (1991) และ Kyereboach & Beikpe (2002) โดย Recher & Dalton (1991) พบว่าบริษัทที่มี CEO Duality นั้นจะให้ความสำคัญกับฝ่ายบริหารมากกว่าที่จะให้ความสำคัญกับส่วนของเจ้าของ ซึ่งสอดคล้องกับ Hermalin & Weisbath (1991) ที่ได้กล่าวว่า บริษัทที่ไม่มี CEO Duality นั้น จะทำให้การทำงานของคณะกรรมการไม่ถูกครอบงำโดยฝ่ายจัดการ ทำให้ผลการดำเนินงานออกมามีประสิทธิภาพ อีกทั้งยังสนับสนุนข้อสรุปนี้โดยให้เหตุผลว่า บริษัทสามารถลดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทนลงได้ด้วย การแบ่งแยกหน้าที่ ความรับผิดชอบ ระหว่างประธานกรรมการและฝ่ายจัดการให้เป็นคนละคน ซึ่งจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมีประสิทธิภาพมากขึ้น ในขณะที่ Peng, Zhang & Li (2007) ได้ทำการศึกษาเรื่องผลกระทบของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่ดำรงตำแหน่งควบคู่กับประธานกรรมการบริษัทต่อผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่าผู้บริหารระดับสูงดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทในเวลาเดียวกันนั้นทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้นในด้านการผลิตและการใช้ประโยชน์ของสินทรัพย์ และสะท้อนถึงมูลค่าทางการตลาดของบริษัทที่เพิ่มสูงขึ้น สอดคล้องกับทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) ระบุว่าบริษัทที่มี CEO Duality จะช่วยให้ตัดสินใจได้ดีขึ้นและเร็วขึ้น ทำให้มีประสิทธิภาพสูงกว่าการแยกสองตำแหน่ง (Donaldson & Davis, 1991) ในขณะที่ยานวิจัยของ Baliga, Moyer & Rao (1996) และ Dalton et al.(1998) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญของ CEO Duality กับผลการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม Boyd (1995) อ้างว่า CEO Duality อาจจะเป็นประโยชน์ภายใต้เงื่อนไขของการขาดแคลนทรัพยากร (Resource Scarcity) และสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงอย่างเป็นพลวัต (Environmental Dynamism)

จากการทบทวนวรรณกรรมแล้วนั้น พบว่าการที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารและประธานกรรมการบริษัทเป็นบุคคลเดียวกันนั้นจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท จึงได้ตั้งสมมติฐานดังนี้

H7: ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งควบคู่กับประธานกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท

2.3.2 อายุของผู้บริหารสูงสุด (CEO Age : CEOA)

ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีอายุมากกว่ามักได้เปรียบในการแข่งขัน เมื่อเทียบกับประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่อายุน้อยกว่า เนื่องจากประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจ Brandon H. D'Ewart (2014) พบว่าอายุของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของบริษัท ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่อายุน้อยที่สุดมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน ในขณะที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่อายุมากกว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเนื่องจากประสบการณ์ที่สั่งสมมา ในทางตรงกันข้าม Roberts & Rosenberg (2006) ให้ความเห็นว่า ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่อายุมากนั้นมีความกระตือรือร้นในการทำงานที่ลดลงส่งผลกระทบต่อประกอบการของบริษัท Hambrick & Mason (1984) กล่าวว่า การที่ผู้บริหารที่มีอายุมากนั้นจะมีแนวคิดและทัศนคติเป็นของตนเอง เนื่องจากเป็นประสบการณ์จริง จึงเป็นการยากที่ผู้บริหารจะรับแนวคิดและเรียนรู้ในสิ่งใหม่ๆ ซึ่งต่างจากผู้บริหารที่มีอายุน้อยกว่า ที่มีความท้าทายและพร้อมจะเปิดรับสิ่งใหม่และยอมรับความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นได้ ในขณะที่งานวิจัยของ Nelson (2005) พบว่าอายุของประธานเจ้าหน้าที่บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท จากการศึกษาเรื่องการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการ คุณลักษณะของผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของบริษัท

จากการทบทวนวรรณกรรมแล้วพบว่า อายุของประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นองค์ประกอบส่วนหนึ่งของคุณลักษณะที่สำคัญ ทำให้มีวิวัฒนาการ ประสบการณ์ และทักษะในการบริหารงานที่จะกำหนดทิศทางขององค์กรให้สามารถดำเนินงานได้ตามวัตถุประสงค์ จึงได้ตั้งสมมติฐานดังนี้

H8: อายุของผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท

2.3.3 ระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งในองค์กร (CEO Tenure :

CEOT)

คณะกรรมการบริษัทที่ดำรงตำแหน่งในองค์กรใดองค์กรหนึ่งเป็นระยะเวลานานจะทำให้คณะกรรมการบริษัทนั้นมีการพัฒนาและเข้าใจองค์กรเป็นอย่างดี Gupta (1984) อธิบายว่าเนื่องจากความรู้ความสามารถที่สั่งสมมาจะช่วยให้คณะกรรมการบริษัทนำไปใช้ในการบริหารงานในอนาคตได้ งานวิจัยของ Hambrick & Fukutomi (1991) กล่าวว่า การที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร

ดำรงตำแหน่งเป็นระยะเวลาสั้นจะทำให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความรู้และความเข้าใจในองค์กรเป็นอย่างดี และมีความสามารถในการบริหารจัดการทรัพยากรที่มีอยู่ในองค์กรได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล และกำหนดทิศทางขององค์กรเพื่อให้มีผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีขึ้น แต่สำหรับ Miller (1991) มีความเห็นทางตรงกันข้ามว่า การที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งในองค์กรเป็นระยะเวลาสั้นนั้นจะทำให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารยึดติดกับตำแหน่ง ทำให้มองข้ามองค์ประกอบและสิ่งแวดล้อมภายในองค์กร จึงไม่อาจทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลง อันเกิดจากความต้องการลงทุนเพื่อให้บริษัทพัฒนาอยู่ตลอดเวลา สอดคล้องกับงานวิจัยของ Huson, Malatesta & Parrino (2004) ได้กล่าวว่า การที่สรรหาคณะกรรมการบริษัทใหม่มาดำรงตำแหน่งนั้นจะส่งผลในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

จากการทบทวนวรรณกรรมแล้วพบว่าระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งในองค์กรที่ยาวนานขึ้นจะทำให้คณะกรรมการบริษัทมีความรู้ความสามารถ เพื่อนำมาใช้เพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานและส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท จึงตั้งสมมติฐานดังนี้

H9: ระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท

2.4 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการ และคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดกับผลการดำเนินงานของกิจการ

จากงานวิจัยในอดีต Vintila et al. (2011) ได้ทำการวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างของคณะกรรมการและคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนใน BSE ในช่วงปี ค.ศ. 2007-2011 โดยการตรวจสอบระดับของความเป็นอิสระของคณะกรรมการขององค์กรพบความสัมพันธ์เชิงโค้งระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทและการสร้างมูลค่าแก่บริษัท และพบว่าขนาดของคณะกรรมการขององค์กรส่งผลกระทบต่ออัตราส่วน Tobin's Q

แต่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างตัวแปรหุ่นแสดงการจัดตั้งคณะกรรมการชุดย่อยขององค์กรและการสร้างมูลค่าของบริษัท อีกเป้าหมายที่สำคัญของการวิจัยคือการศึกษาผลกระทบของคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีต่อมูลค่าของบริษัท พบว่าระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของประธานเจ้าหน้าที่บริหารส่งผลในเชิงบวกต่อมูลค่าของบริษัท

จากการทบทวนวรรณกรรมเพิ่มเติม พบว่าตัวชี้วัดโครงสร้างคณะกรรมการและคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ มีตัวแปรบริษัทภิบาลเข้ามา มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าวในหลายบริบท งานวิจัยนี้ต้องการตรวจสอบสมมติฐานผลกระทบตัวแปรบริษัทภิบาลที่มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.5 ปัจจัยอื่นๆที่ใช้พิจารณาประกอบการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ

ผู้วิจัยพบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งผู้วิจัยได้นำมาใช้เป็นตัวแปรควบคุมในการวิจัยในครั้งนี้ ได้แก่

2.5.1 ขนาดของกิจการ (Firm Size : FS)

จากการใช้ลอการิทึมของค่าเฉลี่ยจำนวนพนักงานประจำปีในการควบคุมขนาดของบริษัท Fama & Jensen (1983) ยืนยันว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีความหลากหลายมากขึ้นกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กและทำให้มีความเสี่ยงจากความล้มเหลวในอัตราที่ต่ำ ในขณะที่ Short & Keasey (1999) กล่าวว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อประสิทธิภาพของบริษัท เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่สามารถหาแหล่งเงินทุนได้ง่ายจากทั้งภายในและภายนอก ในทำนองเดียวกันบริษัทขนาดใหญ่สามารถสร้างความได้เปรียบจาก economies of scale อีกด้วย

2.5.2 ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage : Lev)

Morck, Shleifer & Vishny (1988) และ Short & Keasey (1999) อธิบายว่ากิจการสามารถใช้ประโยชน์จากการก่อหนี้ ด้วยการควบคุมระดับของการเป็นหนี้ (level of indebtedness) บริษัทขนาดใหญ่สามารถรองรับหนี้ที่สูงขึ้นอย่างยั่งยืนโดยการเปิดเผยข้อมูลในทางไหลของสารสนเทศ (information flow) ให้กับเจ้าหนี้ นอกจากนี้หนี้ยังสามารถบ่งบอกถึงปัญหาเช่น การลงทุนมากเกินไป (Jensen, 1986) หรือการลงทุนไม่เพียงพอ (Myers, 1977) ขณะที่ Jensen (1986) เน้นความสำคัญของหนี้เพื่อที่จะจำกัดการใช้ดุลยพินิจในการบริหารจัดการเกี่ยวกับการใช้กระแสเงินสด สอดคล้องกับ Myers (1977) ซึ่งรวมถึงหนี้ในโครงสร้างเงินทุนที่จะนำไปสู่การลดลงของการลงทุนในการทำกำไรของกิจการ

2.5.3 การเติบโตของยอดขาย (Sales Growth : SGrowth)

การเติบโตของยอดขายเป็นตัวชี้วัดของโอกาสในการเติบโตของกิจการ Morck, Shleifer & Vishny (1988) ยืนยันว่าบริษัทที่เติบโตเร็ว มีแนวโน้มที่จะมีอัตราส่วน Tobin's

Q สูง แสดงความสัมพันธ์ในทิศทางบวก สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kodongo et. al (2014) กล่าวว่า การเติบโตของยอดขายนั้น มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญและมีผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น เนื่องจากพบว่าการเจริญเติบโตในการขายเพิ่มขึ้น 1% จากการทำกำไร 6% (ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์) และ 7% (ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น) อีกทั้งมีผลต่อการนำเสนอทางเศรษฐกิจ (การเจริญเติบโตของจีดีพี) ปรากฏว่ามีผลกระทบต่อผลกำไรของบริษัท ซึ่งความสัมพันธ์ในลักษณะนี้อาจส่งผลให้ฝ่ายจัดการมีแรงจูงใจที่จะมีส่วนร่วมในการกระจายการลงทุนที่มากขึ้น ดังนั้นการเติบโตของยอดขายจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่สร้างมูลค่าแก่บริษัท

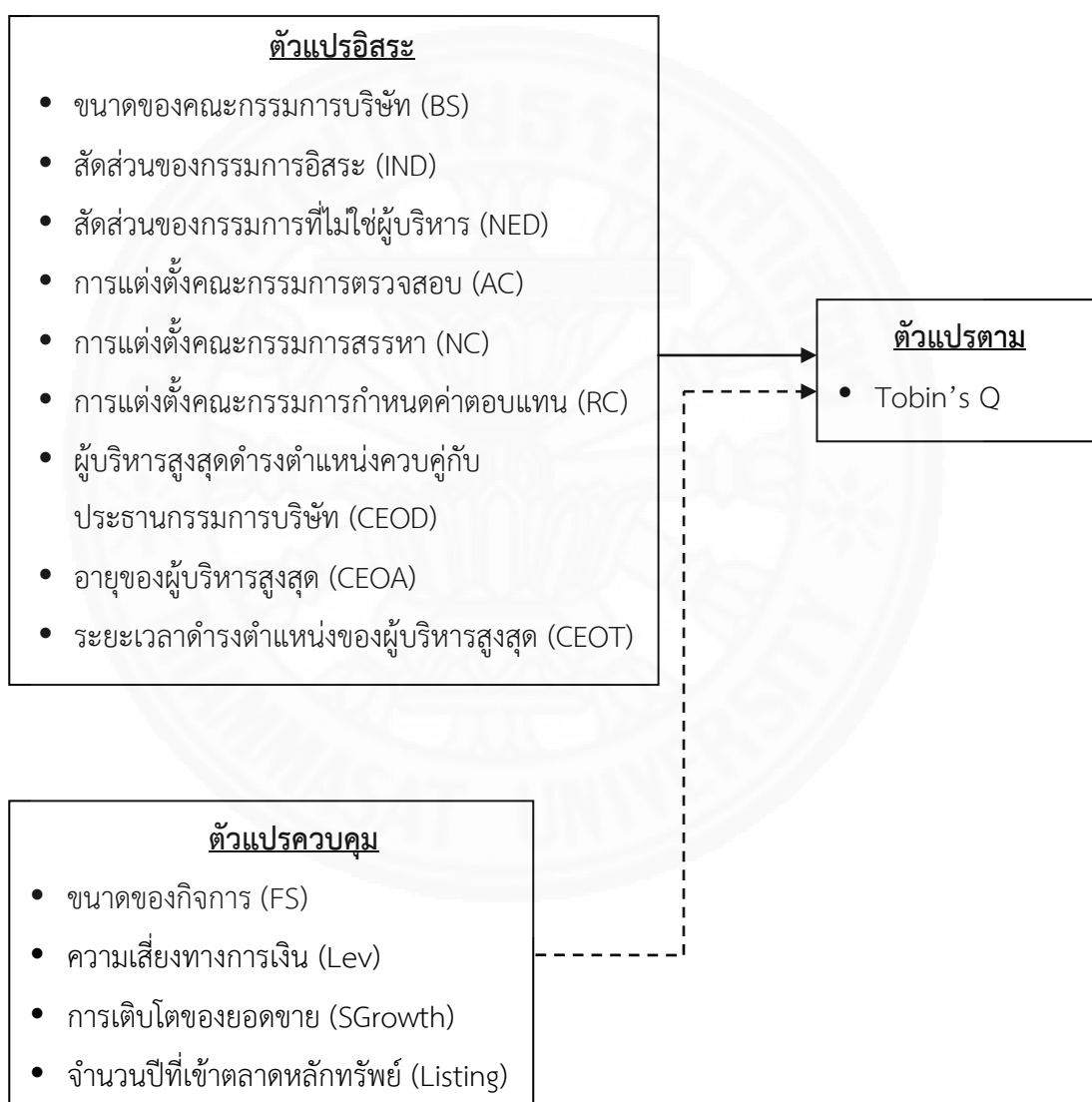
2.5.4 ระยะเวลาที่บริษัทอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Listing)

ตัวแปรการควบคุมนี้ พิจารณาเป็นลอการิทึมของจำนวนปีตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand : SET) เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงอายุของบริษัท ตามที่ Balasubramanian, Black, & Khanna (2010) และ Black, Jang, & Kim (2006) กล่าวว่าบริษัทที่อายุน้อยกว่ามีแนวโน้มที่จะเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วและบางที่อาจส่งผลให้มีสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนมากขึ้น ซึ่งจะนำไปสู่อัตราส่วน Tobin's Q ที่สูงขึ้น

2.6 กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมสามารถเขียนกรอบแนวคิดแสดงการเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการกับคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดของบริษัท และผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนี้

ภาพที่ 2.2
กรอบงานวิจัย



บทที่ 3 วิธีการวิจัย

ในการศึกษาเรื่องโครงสร้างของคณะกรรมการและคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนี้ เป็นการศึกษาว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่และในทิศทางใด โดยมีรายละเอียดของข้อมูล กลุ่มตัวอย่าง และวิธีวิจัยดังนี้

3.1 ประชากรที่ศึกษา

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ระหว่างปี พ.ศ.2553-2557 จากกลุ่มข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ (Finance and Securities) กลุ่มธนาคาร (Banking) กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย (Insurance) เนื่องจากลักษณะการดำเนินธุรกิจและโครงสร้างการเงินของบริษัทเหล่านี้แตกต่างจากบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอื่น และเนื่องจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้ต้องปฏิบัติตามข้อตกลงของหน่วยงานเฉพาะ ที่เกี่ยวข้อง และมีหลักเกณฑ์อื่น ๆ ในการกำกับดูแล นอกเหนือจากกฎเกณฑ์ทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์

จากการเลือกมาเป็นกลุ่มตัวอย่างข้างต้นจะทำการพิจารณากลุ่มตัวอย่างให้มีความใกล้เคียงกัน เพื่อขจัดความคลาดเคลื่อนเรื่องขนาดของกิจการ และเป็นบริษัทที่มีตัวแปรครบถ้วนตามที่กำหนด จึงไม่นำบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI มาเป็นกลุ่มตัวอย่าง เลือกเฉพาะบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ดังนั้น เหลือจำนวน 82 บริษัท ใน พ.ศ.2553, 79 บริษัท ใน พ.ศ.2554, 80 บริษัท ใน พ.ศ.2555, 80 บริษัท ใน พ.ศ.2556 และ 81 บริษัท ใน พ.ศ.2557 ซึ่งนำมาเป็นกลุ่มตัวอย่างรวมเป็นจำนวน 402 ชุดข้อมูล

3.2 แหล่งข้อมูลและการเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาด้วยตนเองครั้งนี้ใช้วิธีการศึกษาวิจัยโดยการประมวลผลข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในอดีต (Empirical Archival Research) เป็นแหล่งข้อมูลแบบทุติยภูมิ โดยข้อมูลในส่วนของกรกำกับดูแลกิจการนั้นสามารถรวบรวมได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี และรายงานการกำกับดูแลกิจการจดทะเบียนประจำปี สำหรับข้อมูลผลการดำเนินงาน และ

ตัวเลขทางบัญชีอื่น ๆ นั้นได้รวบรวมจากเว็บไซต์ SETSMART (SET Marketing Analysis and Reporting Tool) ผลิตโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

3.3.1 ตัวแปรอิสระ (Dependent Variables) ที่ใช้ในงานวิจัย มีดังนี้

3.3.1.1 BS คือ Board Size หรือ จำนวนกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการบริษัท

3.3.1.2 IND คือ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท

3.3.1.3 NED คือ สัดส่วนของคณะกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารในคณะกรรมการบริษัท

3.3.1.4 การตั้งคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) ในบริษัท เก็บข้อมูลโดยแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ดังนี้

AC = 1 เมื่อบริษัทมีคณะกรรมการตรวจสอบ

AC = 0 เมื่อบริษัทไม่มีคณะกรรมการตรวจสอบ

3.3.1.5 การตั้งคณะกรรมการสรรหา (Nomination Committee) ในบริษัท เก็บข้อมูลโดยแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ดังนี้

NC = 1 เมื่อบริษัทมีคณะกรรมการสรรหา

NC = 0 เมื่อบริษัทไม่มีคณะกรรมการสรรหา

3.3.1.6 การตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (Remuneration Committee) ในบริษัทเก็บข้อมูลโดยแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ดังนี้

RC = 1 เมื่อบริษัทมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน

RC = 0 เมื่อบริษัทไม่มีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน

3.3.1.7 CEOD คือ CEO Duality เก็บข้อมูลโดยดูจากตำแหน่งของประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร แบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ดังนี้

CEOD = 1 เมื่อประธานกรรมการเป็นคนเดียวกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร

CEOD = 0 เมื่อประธานกรรมการเป็นคนละท่านกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร

3.3.1.8 CEOA คือ CEO Age หรือ อายุของผู้บริหารสูงสุด คำนวณจากอายุของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (หน่วยนับเป็นปี)

3.3.1.9 CEOT คือ CEO Tenure หรือ ระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งในองค์กร คำนวณจากจำนวนปีที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งในองค์กร (หน่วยนับเป็นปี)

3.3.2 ตัวแปรตาม (Independent Variables)

ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท คือ ค่า Tobin's Q คำนวณโดยการหาผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิและมูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน ด้วยสินทรัพย์รวม ตามแนวทางของ Chung & Pruitt (1994)

$$\text{Tobin's Q} = (\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT})/\text{TA}$$

โดย MVE = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญและจำนวนหุ้นที่ถืออยู่ในมือผู้ถือหุ้น)

PS = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ

DEBT = หนี้สินรวม

TA = สินทรัพย์รวม

3.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

ตัวแปรที่นำมาเป็นตัวแปรควบคุมนี้เนื่องจากอาจจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่

3.3.3.1 ขนาดของกิจการ (FS) คือ การแทนขนาดของบริษัทด้วยค่าเฉลี่ยจำนวนพนักงานทั้งหมดของบริษัทประจำปี (logarithmic values)

3.3.3.2 ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) คำนวณความเสี่ยงทางการเงินที่เกิดจากมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์

$$\text{Leverage} = \frac{\text{debt}}{\text{book value of assets}}$$

3.3.3.3 การเติบโตของยอดขาย (SGrowth) วัดความสัมพันธ์ของยอดขายที่เพิ่มขึ้น เมื่อเทียบกับยอดขายในปีก่อน (%)

3.3.3.4 จำนวนปีตั้งแต่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Listing) โดยใช้ logarithmic values

3.4 สมมติฐานการศึกษา

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกิจการ และโครงสร้างของคณะกรรมการ กับคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด โดยตัวแปรเหล่านี้ได้มาจากการทบทวนวรรณกรรมในบทที่ 2 ผู้วิจัยจึงนำข้อมูลเหล่านี้มาทดสอบสมมติฐานที่กำหนดขึ้นทั้ง 2 สมมติฐาน เพื่อศึกษาการวัดระดับและทิศทางความสัมพันธ์ อีกทั้งศึกษาถึงระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัว และตัวแปรตามโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการศึกษาครั้งนี้จะอาศัยแบบจำลองที่นำเสนอโดย Vintila et al. (2011) โดยเน้นการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่าง การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม แบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์ Regression มีรายละเอียดการทดสอบข้อสมมติฐานดังต่อไปนี้

สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

- H1: ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท
- H2: สัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท
- H3: สัดส่วนกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท
- H4: คณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท
- H5: คณะกรรมการสรรหามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท
- H6: คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

สมมติฐานที่ 2 คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

- H7: ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งควบคู่กับประธานกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท

H8: อายุของผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท

H9: ระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัท

3.5 การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิเคราะห์ข้อมูลของงานวิจัยชิ้นนี้ใช้สถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมานดังนี้

3.5.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการรวบรวมวิเคราะห์ และสรุปลักษณะเบื้องต้นของข้อมูล โดยข้อมูลของตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ตัวแปรอิสระ คือ คณะกรรมการบริษัทและคุณลักษณะของผู้บริหาร จากนั้นนำข้อมูลมาวิเคราะห์ขั้นต้นในรูปแบบของความถี่ การหาสัดส่วนหรือร้อยละ การวัดแนวโน้มเข้าสู่ส่วนกลาง เช่น การหาค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และการวัดการกระจายของข้อมูล เช่น ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการ (FS) ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) การเติบโตของรายได้ (Sgrowth) ระยะเวลาที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Listing)

3.5.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เป็นการนำข้อมูลที่รวบรวมได้มาทำการวิเคราะห์ขั้นสูง เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง คณะกรรมการบริษัท คุณลักษณะของผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในรูปแบบ panel-data models โดยให้ industry × year fixed effects; standard errors ในระดับกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานต่างๆ ที่ได้กำหนดไว้ โดยใช้รูปแบบจำลองดังนี้:

$$Q_{it} = \alpha_0 + \beta_1 * BS_{it} + \beta_2 * IND_{it} + \beta_3 * NED_{it} + \beta_4 * AC_{it} + \beta_5 * NC_{it} + \beta_6 * RC_{it} + \beta_7 * FS_{it} + \beta_8 * Lev_{it} + \beta_9 * Sgrowth_{it} + \beta_{10} * Listing_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$Q_{it} = \alpha_0 + \beta_1 * CEO_{it} + \beta_2 * CEOA_{it} + \beta_3 * CEOT_{it} + \beta_4 * FS_{it} + \beta_5 * Lev_{it} + \beta_6 * Sgrowth_{it} + \beta_7 * Listing_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

โดยที่

Q_{it} = ผลการดำเนินงานของบริษัท i ในเวลาที่ t

BS_{it}	= ขนาดของคณะกรรมการบริษัทของบริษัท i ในงวดที่ t
IND_{it}	= สัดส่วนของกรรมการอิสระของบริษัท i ในงวดที่ t
NED_{it}	= สัดส่วนของกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารของบริษัท i ในงวดที่ t
AC_{it}	= การแต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบของบริษัท i ในงวดที่ t
NC_{it}	= การแต่งตั้งคณะกรรมการสรรหาของบริษัท i ในงวดที่ t
RC_{it}	= การแต่งตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนของบริษัท i ในงวดที่ t
$CEOD_{it}$	= ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งควบคู่กับประธานกรรมการของบริษัท i ในงวดที่ t
$CEOA_{it}$	= อายุของผู้บริหารสูงสุดของบริษัท i ในงวดที่ t
$CEOT_{it}$	= ระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งในบริษัท i ในงวดที่ t
FS_{it}	= ขนาดของบริษัท i ในงวดที่ t
Lev_{it}	= ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท i ในงวดที่ t
$Sgrowth_{it}$	= การเติบโตของรายได้ของบริษัท i ในงวดที่ t
$Listing_{it}$	= ระยะเวลาที่บริษัท i จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในงวดที่ t

Gormley & Matsa (2014) อธิบายว่า fixed effects estimators เป็นเครื่องมือประมาณการความสอดคล้องกันเพราะเทียบเท่ากับเป็นการแปรรูปทั้งตัวแปรตามและตัวแปรอิสระเพื่อที่จะลบความคลาดเคลื่อนของตัวแปรที่ควบคุมลักษณะเฉพาะของหน่วยวิเคราะห์ที่สังเกตไม่ได้ (Unobserved heterogeneity) ในสมการ (1) เป็นการสำรวจอิทธิพลของคณะกรรมการของบริษัทที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ในขณะที่สมการ (2) เป็นการตรวจสอบอิทธิพลของคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งสองสมการประกอบด้วยระดับตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการควบคุมบริษัท

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในบทนี้จะกล่าวถึงผลที่ได้จากการวิเคราะห์จากแบบจำลองที่ได้เสนอไว้ในบทที่ 3 ซึ่งเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการ คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ.2553-2557 โดยได้มีการนำข้อมูลมาทดสอบสมมติฐานด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ แบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ส่วน ประกอบด้วย

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

4.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

ตารางที่ 4.1

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (N=402)

Variable	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
Tobin's Q	1.982127	1.577628	0.4500	15.0600
BS	11.64	2.661	5	21
IND	0.4277	0.11357	0.25	0.93
NED	0.6855	0.18293	0.1	1
AC	1	0	1	1
NC	0.82	0.382	0	1
RC	0.83	0.373	0	1
CEOD	0.19	0.39	0	1
CEOA	58.26	8.845	33	95
CEOT	9.341198	7.198102	0.0466	36.2603
FS	3.301841	0.662893	1.0800	4.7300
Lev	0.529154	0.216603	0.0057	3.3993
SGrowth	4.943431	58.57273	-0.5706	1063.14
Listing	16.39269	7.804883	1.1000	39.7100

จากตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาเกี่ยวกับตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยเชิงประจักษ์ ในครั้งนี้ ผลลัพธ์ที่ได้ พบว่าทุกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย มีคณะกรรมการตรวจสอบ ซึ่งเป็นไปตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่กำหนดให้ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ต้องจัดให้มีคณะกรรมการตรวจสอบเพื่อกำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัทให้ได้มาตรฐานและเป็นไปในแนวทางที่ถูกต้อง ค่าเฉลี่ยสำหรับอัตราส่วนของ NED ร้อยละ 68.55 ซึ่งทำให้มั่นใจได้ในสมดุระหว่างผู้บริหารและสมาชิกที่ไม่ใช่ผู้บริหารตามหลักเกณฑ์ของ OECD และพบว่าค่าเฉลี่ยอัตราส่วนของ IND เป็นร้อยละ 42.77 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเป็นไปตามที่ข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระบุว่าสัดส่วนของ IND ควรม้อตราส่วน ร้อยละ 33 เป็นอย่างต่ำ ส่วนขนาดของคณะกรรมการขององค์กรนั้นพบว่าม้อจำนวน 12 คน ซึ่งอยู่ในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อ 2 กำหนดว่าคณะกรรมการต้องมีจำนวนไม่น้อยกว่า 5 และไม่ควรมเกิน 12 คน แต่มากกว่าจำนวน กรรมการที่แนะนำโดย Jensen (1993) และ Lipton & Lorsch (1992) ว่าควรมีกรรมการจำนวน 8 หรือ 9 คน ในคณะกรรมการบริษัท นอกจากนี้ยังพบว่าอายุของซีอีโอโดยเฉลี่ยคือ 58.26 ปี ในขณะที่ ระยะเวลาดำรงตำแหน่งของซีอีโอมีค่าเฉลี่ย 9.34 ปี

ตารางที่ 4.2

สรุปจำนวนการก่อตั้งคณะกรรมการชุดย่อย

		2010		2011		2012		2013		2014	
		N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
AC	Not established	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Established	82	100	79	100	80	100	80	100	81	100
NC	Not established	16	19.5	20	25.3	14	18	12	15	9	11.1
	Established	66	80.5	59	74.7	66	83	68	85	72	88.9
RC	Not established	16	19.5	18	22.8	14	18	11	14	8	9.9
	Established	66	80.5	61	77.2	66	83	69	86	73	90.1

จากตารางที่ 4.2 แสดงจำนวนการจัดตั้งคณะกรรมการชุดย่อย พบว่าทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบ ซึ่งมักดำเนินการโดยกรรมการอิสระ ตรวจสอบประสิทธิภาพของงบการเงินการควบคุมภายในและระบบการบริหารความเสี่ยง มีทั้งประสบการณ์ในการบริหารระดับมืออาชีพ และความสามารถในการวิเคราะห์งบการเงิน ด้วยเหตุนี้จึงมั่นใจได้ในความเป็นธรรม ความถูกต้องของงบการเงิน และการควบคุมภายใน อีกทั้งการเชื่อมโยง

ระหว่างผู้ตรวจสอบภายในและผู้สอบบัญชีจะอำนวยความสะดวกซึ่งกันและกัน โดยผู้สอบบัญชีเน้นศักยภาพในการเพิ่มประสิทธิภาพการตรวจสอบและช่วยบรรเทาค่าใช้จ่ายในการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากผู้สอบบัญชีควรลดค่าสอบบัญชีเมื่อมีความเชื่อมั่นที่ดีขึ้นในการทำงานของผู้ตรวจสอบภายใน ซึ่งจะนำไปสู่การตรวจสอบที่น้อยลงของผู้สอบบัญชีนั่นเอง และพบว่ามีการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนถึง 80% ในกลุ่ม SET100 และมีแนวโน้มสูงขึ้นเรื่อยๆ นอกจากนี้ในบริษัทที่คณะกรรมการสรรหายังไม่ได้รับการจัดตั้ง ขั้นตอนการสรรหาจึงมีการดำเนินการโดยสมาชิกของคณะกรรมการของบริษัทหรือผู้ถือหุ้น แม้ว่าผู้เสนอชื่อจะมีคุณสมบัติระดับมืออาชีพและมีคุณลักษณะที่เชื่อถือได้ ความไม่ไว้วางใจจากการปฏิบัติตามเกณฑ์อิสระยังคงอยู่ นอกจากนี้ในกรณีที่ไม่มีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน ก็ให้ใช้คณะกรรมการรับรองความรับผิดชอบขององค์กรที่เกี่ยวข้องได้ตามปกติ คือนโยบายการกำหนดค่าตอบแทนกรรมการ ยังเป็นที่มั่นใจได้ว่าข้อเสนอการปรับค่าตอบแทนเหล่านี้ เป็นไปตามนโยบายการกำหนดค่าตอบแทนของบริษัท

ตารางที่ 4.3

สรุปจำนวนคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดฯ

		2010		2011		2012		2013		2014	
		N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
CEOD	No	70	85.4	67	84.8	66	82.5	63	79	61	75.3
	Yes	12	14.6	12	15.2	14	17.5	17	21	20	24.7

จากตารางที่ 4.3 การจัดแจงความถี่สำหรับคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด ผลการศึกษาพบว่าบริษัทโดยส่วนใหญ่แล้วมีการแบ่งแยกตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุดโดยไม่ให้เป็นบุคคลคนเดียวกัน และพบว่าบริษัทโดยส่วนใหญ่ไม่มี CEO duality ถึงประมาณ 80% ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ข้อ 9 แต่ถึงอย่างไรก็พบแนวโน้ม CEO duality ที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จากปี 2010 ถึงปี 2014 ซึ่งการรวมหรือแยกตำแหน่งเพื่อเป็นการแบ่งหน้าที่ในการกำหนดนโยบายการกำกับดูแลและบริหารงานประจำ ได้ระบุและเปิดเผยไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1)

ตารางที่ 4.4

สรุปจำนวนค่าเฉลี่ยความเป็นอิสระของคณะกรรมการ อายุและระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของ
ผู้บริหารสูงสุด

	2010	2011	2012	2013	2014
BS	11.71	11.59	11.70	11.59	11.60
IND	0.4313	0.4297	0.4182	0.4308	0.4285
NED	0.6809	0.6767	0.6867	0.6905	0.6928
CEOA	57.26	57.92	58.19	58.79	59.17
CEOT	8.339125	9.513647	9.512089	9.523099	9.839016

จากตารางที่ 4.4 แสดงค่าเฉลี่ยความเป็นอิสระของคณะกรรมการขององค์กร อายุ และวาระการดำรงตำแหน่งของซีอีโอ ผลของการเสริมสร้างความสมดุลระหว่างสมาชิกของ คณะกรรมการบริษัทที่เป็นผู้บริหารและไม่เป็นผู้บริหาร สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fama (1980) Fama & Jensen (1993) Jensen & Meckling (1976) ซึ่งกล่าวถึงกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี ควรมีสัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (NED) เป็นส่วนใหญ่ในคณะกรรมการบริษัท ซึ่ง ประกอบด้วยคณะกรรมการที่มีความเป็นอิสระ (independent NED) เพื่อถ่วงดุลอำนาจตามหลัก ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และพบอัตราส่วนของ IND อยู่ในเกณฑ์ที่ก.ล.ต.แนะนำให้มีย่าง น้อยร้อยละ 33 นอกจากนี้ พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีประมาณ 12 คน ซึ่งเป็นไปตาม หลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กำหนดว่าคณะกรรมการต้อง มีจำนวนไม่น้อยกว่า 5 และไม่ควรเกิน 12 คน และพบว่าซีอีโอมีอายุเกือบ 60 ปี และดำรงตำแหน่ง เป็นเวลา 8-9 ปี โดยเฉลี่ย

ตารางที่ 4.5

การวิจัยในอดีตเกี่ยวกับโครงสร้างของคณะกรรมการและคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด

Variable	Studies	Findings
Board Independence	De Andres, Azofra, and Lopez(2005) Ferreira and Kirchmaier (2013)	UK (48%), USA (79%), Canada (74%), Belgium (76%), Spain (75%), France (81%), Italy (74%) USA (74%), UK (34%), Finland (78%), France (35%), Germany (5%), Romania and Bulgaria (0%)
Prevalence of board committees	Heidrick and Struggles (2011)	Auditing: Austria, Belgium, France, Netherlands, Norway, Spain, Sweden, Switzerland, UK (100%), Portugal (85%), European average (98%) Nomination: Spain, Sweden, UK (100%), Denmark (11%), European average (71%) Compensation: Portugal, Spain, Switzerland, UK (100%), Denmark and Poland (58%), European average (91%)
Board Size	De Andres, Azofra, and Lopez (2005) Barnhart, Marr, and Rosenstein (1994); Yermack (1996) Heidrick and Struggles (2011) Ferreira and Kirchmaier (2013)	Large boards: Germany (15 members), small boards: Switzerland and Italy (9 members), medium-size board: USA, UK, Canada, Spain, France, and Belgium (12–13 members) USA (12 members) Germany (17.1 members), Portugal (15.2 members), Spain (14.3 members), Poland (8.2 members), Norway (8 members), Finland (7.8 members), European average (12.1 members) USA (8.42 members), UK (6.50 members), Czech Republic (17.67 members), Germany (13.99 members), Romania (11 members), France (10.76 members), Bulgaria (5 members)
CEO Age	Coles, Naveen, and Naveen (2008)	USA (55.3 years)
CEO Tenure	Coles, Naveen, and Naveen (2008)	USA (6.6 years)

จากตารางที่ 4.5 การค้นคว้านงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับคณะกรรมการและผู้บริหารสูงสุด ในแง่ของความเป็นอิสระของคณะกรรมการ การจัดตั้งคณะกรรมการชุดย่อย จำนวนสมาชิกของคณะกรรมการบริษัท และซีอีโอขององค์กรในต่างประเทศ พบว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทในประเทศไทยเมื่อเทียบกับบริษัทในสหรัฐอเมริกาและบริษัทในอังกฤษ พบว่าไทยมีสัดส่วนกรรมการอิสระและคณะกรรมการชุดย่อย ที่ต่ำกว่าโดยเฉลี่ย แต่มีขนาดของคณะกรรมการบริษัท อายุ และระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของซีอีโอที่มากกว่า

4.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

แบบจำลองที่ 1: โครงสร้างของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของกิจการ

ตารางที่ 4.6

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของโครงสร้างคณะกรรมการที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Model Summary ^b									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.406 ^a	.165	.145	1.4583668	.165	8.585	9	392	.000

a. Predictors: (Constant), Listing, RC, BS, Lev, SGrowth, NED, IND, FS, NC

b. Dependent Variable: Tobins Q

จากตารางข้างต้น พบการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ซึ่งตัวแปรอิสระสามารถพยากรณ์ตัวแปรตามได้ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (R) เท่ากับ 0.406 และจากค่า Adjusted R Square พบว่าตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันพยากรณ์ตัวแปรตาม ได้ 0.145 แสดงว่าตัวแปรโครงสร้างคณะกรรมการ และตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน (Tobin's Q) ได้ร้อยละ 14.5 โดยมีค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานเท่ากับ ± 1.45

ตารางที่ 4.7

ผลของระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระทุกตัวโดยใช้สถิติ F

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	164.335	9	18.259	8.585	.000 ^b
	Residual	833.719	392	2.127		
	Total	998.053	401			

a. Dependent Variable: TobinsQ

b. Predictors: (Constant), Listing, RC, BS, Lev, SGrowth, NED, IND, FS, NC

จากตารางที่ 4.7 ได้ค่า $F = 8.585$ และ $\text{sig.} = 0.000$ ซึ่งน้อยกว่า 0.05 (กำหนดระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95) นั่นคือมีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน (Tobin's Q)

ตารางที่ 4.8

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระ

Model	Coefficients ^a						
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	3.256	.600		5.424	.000	.938	1.066
BS	-.068	.028	-.115	-2.419	.016	.905	1.105
IND	-2.869	.674	-.207	-4.256	.000	.923	1.083
NED	.460	.414	.053	1.110	.268	.337	2.967
NC	1.989	.329	.481	6.053	.000	.338	2.963
RC	-2.125	.336	-.503	-6.327	.000	.886	1.128
FS	.348	.117	.146	2.983	.003	.930	1.075
Lev	-.702	.349	-.096	-2.015	.045	.972	1.029
SGrowth	-.001	.001	-.019	-.410	.682	.925	1.081
Listing	-.013	.010	-.063	-1.307	.192	.938	1.066

a. Dependent Variable: TobinsQ

จากค่าสถิติในตารางที่ 4.8 สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อีกทั้งสามารถตรวจสอบปัญหา Multicollinearity ได้จากค่า Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่งเป็นค่าที่วัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวว่าอยู่ในระดับใด โดยค่า VIF ที่มีค่ามาก แสดงว่าตัวแปรนั้นๆมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวอื่นๆค่อนข้างมาก โดยถ้าค่า VIF มากกว่า 10 แสดงว่าอาจจะมีปัญหา Multicollinearity หรือสามารถดูได้จากค่า tolerance ของตัวแปรอิสระโดยถ้าค่า tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรอิสระนั้นๆไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวอื่นๆ ซึ่งจากตารางที่ 4.8 จะเห็นได้ว่าค่า VIF นั้นมีค่าต่ำกว่า 10 และค่า tolerance มีค่าตั้งแต่ 0.337 – 0.972 สามารถตีความได้ว่า สมการถดถอยที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ไม่มีปัญหา Multicollinearity

ค่า t ซึ่งเป็นค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับสัมประสิทธิ์ความถดถอย เพื่อพิจารณาว่าจะยอมรับหรือปฏิเสธความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยจะยอมรับเมื่อ ค่า $sig.$ ของสมมติฐานนั้นๆมีค่าต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และจะปฏิเสธสมมติฐานเมื่อ ค่า $sig.$ มีค่าสูงกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งจากตารางข้างต้นจะเห็นได้ว่ามีตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q หกตัวแปร นั้นคือ

การแต่งตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (RC) และ การแต่งตั้งคณะกรรมการสรรหา (NC) สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) ขนาดของบริษัท (FS) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BS) ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) ซึ่งจากค่า $sig.$ ของตารางข้างต้นของหกตัวแปร (RC, NC, IND, FS, BS, Lev) นั้นจะเห็นว่ามีค่าน้อยกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่า โครงสร้างคณะกรรมการที่วัดโดยการแต่งตั้งคณะกรรมการสรรหา (NC) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งวัดโดย Tobin's Q ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ดังนั้นจึงยอมรับ H5 นั่นคือ ถ้าบริษัทนั้นๆมีการจัดตั้งคณะกรรมการสรรหา จะส่งผลให้มีผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดย Tobin's Q มีค่าที่สูงขึ้น เนื่องจากการสรรหากรรมการโดยใช้คณะกรรมการสรรหา จะทำให้เกิดความโปร่งใสในขั้นตอนการสรรหา ทำให้บริษัทมีโอกาสมากกว่า ที่จะได้บุคคลมาร่วมสร้างมูลค่าของกิจการได้สูงขึ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tin Yan & ShuKam (2012) การจัดตั้งคณะกรรมการสรรหามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทจากราคาตลาด (MTBV) ที่สูงกว่า

ในขณะที่การแต่งตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (RC) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งวัดโดย Tobin's Q ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ดังนั้นจึงยอมรับ H6 นั่นคือ บริษัทที่ไม่มีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tin Yan & ShuKam (2012) กล่าวว่ากรณีที่คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลการดำเนินงานนั้น สาเหตุของความสัมพันธ์เชิงลบดังกล่าวขึ้นอยู่กับความเป็นอิสระหรือไม่เป็นอิสระขององค์ประกอบของคณะกรรมการชุดย่อย จากกลุ่มตัวอย่างพบว่าองค์ประกอบของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนของบริษัทนั้นประกอบด้วยประธานกรรมการบริหาร ซึ่งทำให้การตัดสินใจของคณะกรรมการอยู่ภายใต้อิทธิพลของการบริหารจัดการ ในขณะที่สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) จึง

ยอมรับ H2 คือ พบว่าจำนวนกรรมการอิสระที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้การดำเนินงานของบริษัทลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kyereboach & Beikpe (2002) และ Agrawal & Knoeber (1996) และ อีกทั้ง ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BS) ก็มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ซึ่งเป็นไปตาม H1 คือ ถ้าบริษัทนั้นมีจำนวนกรรมการที่มาก จะส่งผลให้มีผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดโดย Tobin's Q มีค่าลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Bennedsen, Kongsted & Nielsen (2008) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดคณะกรรมการและมาตรการที่แตกต่างกันของการดำเนินงานของบริษัท และงานวิจัยของ Hermalin & Weisbach (1991) ซึ่งพบว่าขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่ขึ้นจะมีผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพด้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดของคณะกรรมการที่เล็กกว่า เนื่องจากขนาดของคณะกรรมการที่ใหญ่ขึ้น จะส่งผลให้เกิดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน ปัญหา free-riders ที่เพิ่มขึ้นตามมาด้วย

นอกจากปัจจัยที่เกี่ยวกับโครงสร้างคณะกรรมการข้างต้นแล้ว ผู้วิจัยได้พบว่ามีตัวแปรควบคุม ซึ่งได้แก่ ขนาดของบริษัท (FS) ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) ที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ซึ่งจากค่า sig. ของตารางข้างต้นของตัวแปร FS นั้นจะเห็นได้ว่ามีค่า 0.003 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) คือ บริษัทที่มีขนาดใหญ่ (จำนวนพนักงานที่มาก) จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่เล็กกว่า (จำนวนพนักงานน้อยกว่า) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Short and Keasey (1999) ซึ่งได้กล่าวว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อประสิทธิภาพของบริษัท เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่สามารถหาแหล่งเงินทุนได้ง่ายจากทั้งภายในและภายนอก ในทำนองเดียวกันบริษัทขนาดใหญ่สามารถสร้างความได้เปรียบจาก economies of scale อีกด้วย ส่วนตัวแปร Lev นั้นมีค่า sig. = 0.045 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 เช่นกัน จึงสรุปได้ว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Myers (1977) พบว่าหนี้ในโครงสร้างเงินทุนที่มากจะนำไปสู่การลดลงของการลงทุนในการทำกำไรของกิจการ

โดยปัจจัยที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) มากที่สุด คือ การแต่งตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (RC) ถัดมาคือ การแต่งตั้งคณะกรรมการสรรหา (NC) สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) ขนาดของบริษัท (FS) ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BS) และ

ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) ตามลำดับ ซึ่งสังเกตได้จากค่า Beta (Standardized Coefficients) ซึ่งเป็นค่าที่บอกว่าตัวแปรอิสระใดมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามมากที่สุด โดยไม่ต้องสนใจเครื่องหมาย

โดยเขียนเป็นสมการทำนายได้ ดังนี้

$$\text{Tobin's } Q = 3.256 - .068\text{BS} - 2.869\text{IND} + .460\text{NED} + 1.989\text{NC} - 2.125\text{RC} + .348\text{FS} \\ - .702\text{Lev} - .0015\text{Growth} - .013\text{Listing}$$



ตารางที่ 4.9

ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง

Correlations

		Q	BS	IND	NED	AC	NC	RC	FS	Lev	SGrowth	Listing
Q	Pearson	1	-0.073	-.191 ^(*)	-0.018	^b	0.021	-0.163 ^(*)	.118 ^(*)	-.089	-0.016	0.002
	Correlation		0.145	0	0.719	.	0.674	0.001	0.018	0.076	0.757	0.973
	Sig. (2-tailed)											
BS	Pearson	-0.073	1	-0.006	.148 ^(*)	^b	0.048	.010	0.175 ^(*)	0.103 ^(*)	-.030	.015
	Correlation		0.145	0.908	0.003	.	0.341	0.847	0	0.038	0.543	0.76
	Sig. (2-tailed)											
IND	Pearson	-.191 ^(*)	-0.006	1	.201 ^(*)	^b	0.177 ^(*)	0.166 ^(*)	-0.09	-.114 ^(*)	.027	-.082
	Correlation		0	0.908	0	.	0	0.001	0.072	0.022	0.594	0.102
	Sig. (2-tailed)											
NED	Pearson	-0.018	.148 ^(*)	.201 ^(*)	1	^b	.060	.095	.080	.049	-0.022	.022
	Correlation		0.719	0.003	0	.	0.229	0.057	0.11	0.327	0.656	0.663
	Sig. (2-tailed)											
AC	Pearson	^b	^b	^b	^b	^b	^b	^b	^b	^b	^b	^b
	Correlation	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	Sig. (2-tailed)											
NC	Pearson	0.021	0.048	.177 ^(*)	0.06	^b	1	0.808 ^(*)	-.084	-.008	0.037	0.047
	Correlation		0.674	0.341	0	0.229	0	0.093	0.878	0.464	0.346	
	Sig. (2-tailed)											
RC	Pearson	-.163 ^(*)	0.01	.166 ^(*)	0.095	^b	0.808 ^(*)	1	-.078	.060	0.035	0.011
	Correlation		0.001	0.847	0.001	0.057	0	0.119	0.227	0.481	0.83	
	Sig. (2-tailed)											
FS	Pearson	.118 ^(*)	.175 ^(*)	-0.09	0.08	^b	-.084	-.078	1	0.19 ^(*)	-0.045	0.2 ^(*)
	Correlation		0.018	0	0.072	0.11	0.093	0.119	0	0.366	0	
	Sig. (2-tailed)											
Lev	Pearson	-0.089	.103 ^(*)	-.114 ^(*)	0.049	^b	-.008	.060	.190 ^(*)	1	-0.04	0.013
	Correlation		0.076	0.038	0.022	0.327	0.878	0.227	0	0.425	0.791	
	Sig. (2-tailed)											
SGrowth	Pearson	-0.016	-0.03	0.027	-0.022	^b	0.037	0.035	-0.045	-0.04	1	-0.155 ^(*)
	Correlation		0.757	0.543	0.594	0.656	0.464	0.481	0.366	0.425	0.002	
	Sig. (2-tailed)											
Listing	Pearson	0.002	0.015	-0.082	0.022	^b	0.047	0.011	0.2 ^(*)	0.013	-0.155 ^(*)	1
	Correlation		0.973	0.76	0.102	0.663	0.346	0.83	0	0.791	0.002	
	Sig. (2-tailed)											
	N	402	402	402	402	402	402	402	402	402	402	402

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

b. Cannot be computed because at least one of the variables is constant.

จากตาราง Correlation ข้างต้น จะเห็นได้ว่า ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ขนาดของ คณะกรรมการบริษัท (BS) สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารในคณะกรรมการบริษัท (NED) การ แต่งตั้งคณะกรรมการสรรหา (NC) และตัวแปรควบคุม ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) การเติบโตของ ยอดขาย (SGrowth) ระยะเวลาที่บริษัทอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Listing) นั้นไม่มีความสัมพันธ์อย่างมี นัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของกิจการ (Tobin's Q) ในขณะที่สัดส่วนของกรรมการอิสระใน คณะกรรมการบริษัท (IND) การแต่งตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (RC) ขนาดของบริษัท (FS) นั้นมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 95 และพบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) มีความสัมพันธ์กับ สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารในคณะกรรมการบริษัท (NED) การแต่งตั้งคณะกรรมการสรรหา (NC) การแต่งตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (RC) ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) ที่ระดับ ความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ส่วนการจัดตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (RC) นั้นมีความสัมพันธ์กับ สัดส่วนของกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) การจัดตั้งคณะกรรมการสรรหา (NC) ที่ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 เช่นเดียวกับขนาดของบริษัท (FS) ซึ่งมีความสัมพันธ์กับขนาดของ คณะกรรมการบริษัท (BS) ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) ระยะเวลาที่บริษัทอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Listing) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่าตัวแปรทั้งสาม (IND, RC, FS) มี ความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะได้รับความสนใจจากนักลงทุน สถาบัน ภาครัฐต่างๆ ทำให้บริษัทที่มีขนาดใหญ่จำเป็นต้องมีการดำเนินงานที่คำนึงถึงหลักการกำกับดูแล กิจการต่างๆ รวมถึงการจัดโครงสร้างคณะกรรมการให้มีความเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่และ ประสานงานในองค์กร โดยทั่วไปแล้วคณะกรรมการที่เป็นผู้บริหารซึ่งใช้เวลาส่วนใหญ่ไปกับการ ดำเนินงานของบริษัท ทำให้มีความเข้าใจในผลการดำเนินงานของบริษัทดีกว่ากรรมการอิสระ อย่างไรก็ตาม กรรมการอิสระก็มีความจำเป็นต่อการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากกรรมการอิสระเป็นผู้มี ความเชี่ยวชาญ ประสบการณ์ค่อนข้างมาก มองธุรกิจในมุมที่ต่างจากกรรมการที่เป็นผู้บริหาร ช่วยลด การใช้ทรัพยากรของบริษัทไปในทางที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริง และช่วยลดความ ขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นแก่ผู้บริหารระดับสูง จึงสมควรอย่างยิ่งที่จะจัดให้คณะกรรมการ ชุดย่อยซึ่งอยู่ในรูปแบบคณะกรรมการที่ปรึกษา ให้มาจากรวมกรรมการอิสระซึ่งเป็นกรรมการที่ไม่ใช่ ผู้บริหาร และการดำรงอยู่ของคณะกรรมการเหล่านี้ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

แบบจำลองที่ 2: คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดและผลการดำเนินงานของกิจการ

ตารางที่ 4.10

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics	
					R Square Change	F Change
1	.297 ^a	.088	.072	1.5197440	.088	5.447

a. Predictors: (Constant), Listing, Lev, CEOD, SGrowth, CEOT, FS, CEOA

b. Dependent Variable: TobinsQ

จากตารางข้างต้น พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ซึ่งตัวแปรอิสระสามารถพยากรณ์ตัวแปรตามได้ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (R) เท่ากับ .297 และจากค่า Adjusted R Square พบว่าตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันพยากรณ์ตัวแปรตาม ได้ .072 แสดงว่าตัวแปรคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด และตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน (Tobin's Q) ได้ร้อยละ 7.2 โดยมีค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานเท่ากับ±1.52

ตารางที่ 4.11

ผลของระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระทุกตัวโดยใช้สถิติ F

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	88.062	7	12.580	5.447	.000 ^b
	Residual	909.991	394	2.310		
	Total	998.053	401			

a. Dependent Variable: TobinsQ

b. Predictors: (Constant), Listing, Lev, CEOD, SGrowth, CEOT, FS, CEOA

จากตารางที่ 4.11 ได้ค่า $F = 5.447$ และ $sig. = 0.000$ ซึ่งน้อยกว่า 0.05 (กำหนดระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95) นั่นคือมีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน (Tobin's Q)

ตารางที่ 4.12

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระ

Model	Coefficients ^a						
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.912	.639		-1.427	.154		
CEOD	.271	.203	.067	1.336	.182	.920	1.087
CEOA	.042	.009	.238	4.514	.000	.835	1.198
CEOT	-.013	.011	-.057	-1.120	.263	.880	1.136
FS	.316	.120	.133	2.642	.009	.916	1.091
Lev	-.652	.359	-.090	-1.815	.070	.950	1.052
SGrowth	-.001	.001	-.024	-.488	.626	.973	1.028
Listing	-.012	.010	-.061	-1.214	.226	.902	1.109

a. Dependent Variable: TobinsQ

จากค่าสถิติในตารางที่ 4.12 สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อีกทั้งสามารถตรวจสอบปัญหา Multicollinearity ได้จากค่า Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่งเป็นค่าที่วัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวว่าอยู่ในระดับใด โดยค่า VIF ที่มีค่ามาก แสดงว่าตัวแปรนั้นๆ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวอื่นๆค่อนข้างมาก โดยถ้าค่า VIF มากกว่า 10 แสดงว่าอาจจะมีปัญหา Multicollinearity หรือสามารถดูได้จากค่า tolerance ของตัวแปรอิสระโดยถ้าค่า tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรอิสระนั้นๆไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวอื่นๆ ซึ่งจากตารางที่ 4.12 จะเห็นได้ว่าค่า VIF นั้นมีค่าต่ำกว่า 10 และค่า tolerance มีค่าตั้งแต่ 0.835 – 0.973 สามารถตีความได้ว่า สมการถดถอยที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ไม่มีปัญหา Multicollinearity

ค่า t ซึ่งเป็นค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับสัมประสิทธิ์ความถดถอย เพื่อพิจารณาว่าจะยอมรับหรือปฏิเสธความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดและผลการ

ดำเนินงานของบริษัท โดยจะยอมรับเมื่อ ค่า sig. ของสมมติฐานนั้นๆมีค่าต่ำกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และจะปฏิเสธสมมติฐานเมื่อ ค่า sig. มีค่าสูงกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งจากตารางข้างต้นจะเห็นได้ว่ามีตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดโดย Tobin's Q สองตัวแปร นั้นคือ

อายุของผู้บริหารสูงสุด (CEO) และ ขนาดของบริษัท (FS) ซึ่งจากค่า sig. ของตารางข้างต้นของสองตัวแปร (CEO, FS) นั้นจะเห็นว่ามีความน้อยกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่า อายุของผู้บริหารสูงสุด (CEO) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งวัดโดย Tobin's Q ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ดังนั้นจึงยอมรับ H8 นั่นคือ ผู้บริหารสูงสุดที่มีอายุมาก จะส่งผลให้มีผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดย Tobin's Q มีค่าที่สูง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Brandon H. D'Ewart (2014) พบว่าอายุของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของบริษัท ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่อายุน้อยที่สุดมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน ในขณะที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่อายุมากกว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเนื่องจากประสบการณ์ที่สั่งสมมา

นอกจากปัจจัยเกี่ยวกับคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดข้างต้นแล้ว ผู้วิจัยได้พบว่ามีตัวแปรควบคุม ซึ่งได้แก่ ขนาดของบริษัท (FS) ที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 ซึ่งจากค่า sig. ของตารางข้างต้นของตัวแปร FS นั้นจะเห็นได้ว่ามีค่า 0.009 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) คือ บริษัทที่มีขนาดใหญ่ (จำนวนพนักงานที่มาก) จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่เล็กกว่า (จำนวนพนักงานน้อยกว่า) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Short and Keasey (1999) ซึ่งได้กล่าวว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อประสิทธิภาพของบริษัท เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่สามารถหาแหล่งเงินทุนได้ง่ายจากทั้งภายในและภายนอก ในทำนองเดียวกันบริษัทขนาดใหญ่สามารถสร้างความได้เปรียบจาก economies of scale อีกด้วย

โดยปัจจัยที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) มากที่สุด คือ อายุของผู้บริหารสูงสุด (CEO) ถัดมาคือ ขนาดของบริษัท (FS) ตามลำดับ ซึ่งสังเกตได้จากค่า Beta (Standardized Coefficients) ซึ่งเป็นค่าที่บอกว่าตัวแปรอิสระใดมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามมากที่สุด โดยไม่ต้องสนใจเครื่องหมาย

โดยเขียนเป็นสมการทำนายได้ ดังนี้

$$\text{Tobin's } Q = -.912 + .271\text{CEOD} + .042\text{CEOA} - .013\text{CEOT} + .316\text{FS} - .652\text{Lev} \\ - .0015\text{SGrowth} - .012\text{Listing}$$

ตารางที่ 4.13

ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง

		Correlations							
		Q	CEOD	CEOA	CEOT	FS	Lev	SGrowth	Listing
Q	Pearson	1	.116(*)	.244(*)	0.023	.118(*)	-.089	-.016	0.002
	Correlation								
	Sig. (2-tailed)		0.02	0	0.648	0.018	0.076	0.757	0.973
	N	402	402	402	402	402	402	402	402
CEOD	Pearson	.116(*)	1	.256(*)	.163(*)	-0.055	-.080	-.012	.046
	Correlation								
	Sig. (2-tailed)	0.02		0	0.001	0.267	0.111	0.813	0.355
	N	402	402	402	402	402	402	402	402
CEOA	Pearson	.244(*)	.256(*)	1	.314(*)	.071	-0.089	-.003	.170(*)
	Correlation								
	Sig. (2-tailed)	0	0		0	0.155	0.075	0.958	0.001
	N	402	402	402	402	402	402	402	402
CEOT	Pearson	0.023	.163(*)	.314(*)	1	.002	-.037	-.045	0.162(*)
	Correlation								
	Sig. (2-tailed)	0.648	0.001	0		0.96	0.46	0.366	0.001
	N	402	402	402	402	402	402	402	402
FS	Pearson	.118(*)	-0.055	0.071	0.002	1	0.19(*)	-0.045	0.2(*)
	Correlation								
	Sig. (2-tailed)	0.018	0.267	0.155	0.96		0	0.366	0
	N	402	402	402	402	402	402	402	402
Lev	Pearson	-0.089	-0.08	-0.089	-0.037	0.19(*)	1	-0.04	0.013
	Correlation								
	Sig. (2-tailed)	0.076	0.111	0.075	0.46	0		0.425	0.791
	N	402	402	402	402	402	402	402	402
SGrowth	Pearson	-0.016	-0.012	-0.003	-0.045	-0.045	-0.04	1	-0.155(*)
	Correlation								
	Sig. (2-tailed)	0.757	0.813	0.958	0.366	0.366	0.425		0.002
	N	402	402	402	402	402	402	402	402
Listing	Pearson	0.002	0.046	.170(*)	.162(*)	0.2(*)	.013	-.155(*)	1
	Correlation								
	Sig. (2-tailed)	0.973	0.355	0.001	0.001	0	0.791	0.002	
	N	402	402	402	402	402	402	402	402

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

จากตาราง Correlation ข้างต้น จะเห็นได้ว่า ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุด (CEOT) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของกิจการ (Tobin's Q) ในขณะที่ตัวแปร อายุของผู้บริหารสูงสุด (CEOA) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของกิจการ (Tobin's Q) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และอายุของผู้บริหารสูงสุด (CEOA) ก็มีความสัมพันธ์กับการควมตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการบริษัท (CEOD) ระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุด (CEOT) ระยะเวลาที่บริษัทอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Listing) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 เช่นกันกับ การควมตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการบริษัท (CEOD) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของกิจการ (Tobin's Q) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 สอดคล้องกับงานวิจัยของ John and Senbet (1998) ซึ่งได้กล่าวว่าคณะกรรมการที่เป็นผู้บริหาร นั้นใช้เวลาส่วนใหญ่ไปกับการดำเนินงานของบริษัท ทำให้มีความเข้าใจในผลการดำเนินงานของบริษัทดีกว่ากรรมการอิสระ อีกทั้งการควมตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการบริษัท (CEOD) มีความสัมพันธ์เชื่อมโยงกับระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุด (CEOT) และอายุของผู้บริหารสูงสุด (CEOA) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 นอกจากนี้ ขนาดของบริษัท (FS) ก็มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) ระยะเวลาที่บริษัทอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Listing) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่าตัวแปร (CEOA, CEOD) ซึ่งเป็นคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดนั้น มีผลเชิงบวกต่อการจัดการบนพื้นฐานของขนาดของกิจการ (FS) นั้นๆ ให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ โดยใช้ประสบการณ์ที่สั่งสมและความรู้ความเข้าใจในข้อมูลขององค์กรเพื่อใช้ปฏิบัติหน้าที่ตามอำนาจที่ได้รับ ได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ (Tobin's Q)

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

จากการวิจัยในครั้งนี้ ให้ผลการทดลองเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ของโครงสร้างของคณะกรรมการและคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสำหรับปี พ.ศ.2553-2557 จำนวน 402 กลุ่มตัวอย่าง โดยสรุปผลตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการประกอบด้วย 1. ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BS) 2. สัดส่วนของกรรมการอิสระ (IND) 3. สัดส่วนของกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (NED) 4. การแต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบ (AC) 5. การแต่งตั้งคณะกรรมการสรรหา (NC) 6. การแต่งตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (RC) และตัวแปรคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดประกอบด้วย 1. ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งควบคู่กับประธานกรรมการบริษัท (CEOD) 2. อายุของผู้บริหารสูงสุด (CEOA) 3. ระยะเวลาดำรงตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุด (CEOT) โดยมีตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดของบริษัท (FS) การเติบโตของยอดขาย (SGrowth) ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) ระยะเวลาที่บริษัทอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Listing) เพื่อหาความสัมพันธ์ที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q)

จากการใช้ตัวแปรหลายรูปแบบแฝงข้อมูล พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BS) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) จากการตรวจสอบระดับของความเป็นอิสระของคณะกรรมการขององค์กร จะเห็นได้ว่าโดยส่วนใหญ่สัดส่วนคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท (IND) จะมีค่าประมาณ 42.77% เป็นไปตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่กำหนดให้อย่างน้อย 1 ใน 3 และพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างของ IND ในคณะกรรมการบริษัทและผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่าง สัดส่วนของกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหาร (NED) และผลการดำเนินงานของบริษัท จากการที่บริษัทจดทะเบียนใน SET นั้น มีจำนวนสมาชิกในคณะกรรมการบริษัทค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับหลักการกำกับดูแลกิจการและค่าเฉลี่ยขนาดของคณะกรรมการบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา และอังกฤษในปัจจุบัน สอดคล้องกับการพิจารณาขนาดของคณะกรรมการของบริษัท (BS) ซึ่งพบผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อ Tobin's Q นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทจดทะเบียนใน SET เป็นจำนวนมากที่จัดตั้งคณะกรรมการชุดย่อย ซึ่งดำเนินการโดยกรรมการที่มาจากคณะกรรมการบริษัท

เป็นส่วนใหญ่ พบว่าทุกบริษัทใน SET มีการจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบ (AC) ตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ต้องจัดให้มีคณะกรรมการตรวจสอบเพื่อกำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัทให้ได้มาตรฐานและเป็นไปในแนวทางที่ถูกต้อง และพบความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างตัวแปรหุ่นแสดงการแต่งตั้งคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน (RC) แต่พบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติของการแต่งตั้งคณะกรรมการสรรหา (NC) ที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) และจากการศึกษาความสัมพันธ์ของคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดและผลการดำเนินงานของบริษัท ไม่พบความสัมพันธ์ใดๆอย่างมีนัยสำคัญใน ระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุด (CEOT) และการควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการบริษัท (CEOD) แต่พบว่าตัวแปร อายุของผู้บริหารสูงสุด (CEOA) และตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (FS) นั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 แต่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญของตัวแปรควบคุม ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) การเติบโตของยอดขาย (SGrowth) ระยะเวลาที่บริษัทอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Listing) ที่มีผลโดยตรงต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's Q) แต่อย่างไร

สุดท้ายนี้การศึกษาของเรามีผลกระทบกับหลายนโยบายของบริษัท จึงควรคำนึงถึงกฎหมาย เพื่อเป็นทางเลือกในโควตาการจัดเก็บภาษี นอกจากนี้ตระหนักถึงสถาบันดูแลกิจการที่ดี การกำกับดูแลควรเสริมสร้างความแข็งแกร่งระหว่างผู้เข้าร่วมการตลาด การส่งเสริมวัฒนธรรมการบริหารจัดการของประเทศไทยกับมาตรฐานสากลและสนับสนุนให้บริษัทปฏิบัติให้สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการ

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

5.2.1 ข้อจำกัดเกี่ยวกับตัวแปรที่ผู้วิจัยเลือกเฉพาะที่คาดว่าเป็นตัวแทนโครงสร้างบรรษัทภิบาลที่จะส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการ คุณลักษณะของผู้บริหาร กับผลการดำเนินงานของกิจการ

5.2.2 ข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน (Non-financial data) กลุ่มตัวอย่างที่นำมาวิจัยจะเป็นข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยต่อสาธารณชนเท่านั้น บางบริษัทเปิดเผยไม่ครบถ้วนในข้อมูลที่ใช้การศึกษา และมีการเปลี่ยนรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลโดยไม่ได้เปิดเผยข้อมูลย้อนหลัง

5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัยในอนาคต

5.3.1 เพื่อให้เกิดผลในทางปฏิบัติ การศึกษาครั้งต่อไปที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างของคณะกรรมการและคุณลักษณะของผู้บริหาร กลุ่มตัวอย่างควรจะกระจายให้ครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด เพื่อให้กลุ่มตัวอย่างที่ได้เป็นตัวแทนที่ดีของประชากรบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของข้อมูลจะมีความชัดเจน เปรียบเทียบความแตกต่างได้ และนำไปใช้ในทางปฏิบัติจริง

5.3.2 จากการปรับปรุงหลักเกณฑ์ทางกำกับดูแลในอนาคต ย่อมส่งผลกระทบต่อระบบการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน ผลการดำเนินงาน โครงสร้างของคณะกรรมการ และคุณลักษณะของผู้บริหาร ดังนั้น ผู้ที่มีความสนใจอาจจะหาความสัมพันธ์ระหว่างเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการก่อนและหลังการปรับปรุง เพื่อศึกษาผลกระทบต่อความสามารถในการยกระดับผลการดำเนินงาน

รายการอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549.
ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ไทย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555.
ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ไทย.
- ศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. วารสารบริหารธุรกิจ ปีที่ 31 ฉบับที่ 21 ตุลาคม-
ธันวาคม, 1-4.
- สังเวียน อินทวิชัย. (2545). รวมบทความ “การกำกับดูแลกิจการที่ดี” พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพฯ:
อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- Agrawal, Anup and Charles R Knoeber. (1996). Firm performance and mechanisms to
control agency problems between managers and shareholders.
Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31(3):377–398.
- Bai, C., Liu, Q., Lu, J., Song, F.M. and Zhang, J.X. (2004). Corporate governance and
market valuation in China. *Journal of Comparative Economics*, 32 (4),
599-612.
- Baliga, B., Moyer, N., & Rao, R. 1996. CEO duality and firm performance: What’s the
fuss. *Strategic Management Journal*, 17: 41–53.
- Balasubramanian, N., B. S. Black, and V. Khanna. (2010). The relation between firm-
level corporate governance and market value: A case study of India.
Emerging Markets Review 11 (4):319–40.
doi:10.1016/j.ememar.2010.05.001.
- Beiner, W. Drobetz, F. Schmid, H. Zimmermann. (2004). Is board size an independent
corporate governance mechanism?, 57, 327–356.
- Bennedsen, M., H. C. Kongsted, and K. M. Nielsen. (2008). The causal effect of board
size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of
Banking & Finance* 32 (6):1098–109. doi:10.1016/j.jbankfin.2007.09.016.

- Black, B. S., H. Jang, and W. Kim. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics & Organization* 22 (2):366–413. doi:10.1093/jleo/ewj018.
- Boyd, B. 1995. CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16: 301–312.
- Brandon H. D'Ewart. (2014). The Effect of CEO Gender, Age, and Salary On Firm Value. Claremont McKenna College Theses.
- Cadbury, A. (1992), Report on the Financial Aspects of Corporate Governance, The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, London.
- Chan, K. C., and J. Li. (2008). Audit committee and firm value: Evidence on outside top executives as expert-independent directors. *Corporate Governance: An International Review* 16 (1):16–31. doi:10.1111/corg.2008.16.issue-1.
- Chung, K.H., & Pruitt, S.W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3): 70-74.
- Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A., & Johnson, J. 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19: 269–290.
- Donaldson, L., and J. H. Davis. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management* 16 (1):49–64. doi:10.1177/031289629101600103.
- Erickson, J., Park, Y., Reising, J., Shin, H. (2005). Board composition and firm value under concentrated ownership: the Canadian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 387-410.
- Peng, M. W., Zhang, S., & Li, X. (2007). CEO duality and firm performance during China's institutional transitions. *Management and Organization Review*, 3: 205–225.

- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88 (2):288–307. doi:10.1086/jpe.1980.88.issue-2.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (2):301–25. doi:10.1086/jle.1983.26.issue-2.
- Gormley, T. A., and D. A. Matsa. (2014). Common errors: How to (and not to) control for unobserved heterogeneity. *Review of Financial Studies* 27 (2):617–61. doi:10.1093/rfs/hht047.
- Gupta, A.K. (1984). Contingency linkages between strategy and general manager characteristics: A conceptual examination. *Academy of management Review*, 9, 399-412.
- Jensen, M. C., and W.H. Macking. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-60.
- Hambrick, D.C., & Fukutomi (1991). The Seasons of a CEO's tenure. *Academy of Management Review*, 16, 719-742.
- Hambrick, D.C., & Mason, P.A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management*, 20, 101-12.
- Higgs, D. (2003), *Review of the Role and Effectiveness of Non-executive Directors*, Department of Trade and Industry, London.
- Huson, M.R., Malatesta, P.H., & Parrino, R. (2004). Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 237-275.
- Jackling, B., and S. Johl. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review* 17 (4), 492–509. doi:10.1111/corg.2009.17.issue-4.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76(2), 323–39.

- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control "systems." *Journal of Finance* 48(3), 831–80. doi:10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x.
- John, K., Senbet (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, 22, 371-403.
- Schuler, R.S. and MacMillan, I. (1984). Gaining competitive advantage through human resource practices. *Human Resource Management*, 23, 241-256.
- Shivdasani, A. and Yermack, D. (1999), "CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis", *Journal of Finance*, Vol. 54 No. 5, pp. 1829-53.
- Short, H. & Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 5, 79-101.
- Tin-yan, L., Shu-kam, L. (2012) Family ownership, board committees and firm performance: evidence from Hong Kong.
- Klein, A., (1998). Firm performance and board committee structure. *J. Law Econ.*, 41, 275-303.
- Kodongo, Odongo and Mokoaleli-Mokoteli, Thabang and Maina (2014). Capital structure, profitability and firm value: Panel evidence of listed firms in Kenya. *Journal of Finance*. From <https://www.researchgate.net/publication/263655553>.
- Kren, L. and Kerr, J.K. (1997). The effect of outside directors and board shareholdings on the relation between chief executive compensation and firm performance, *Accounting and Business Research*, 27, (4), 297-309.
- Kyereboach, Coleman A., & Beikpe, N. (2002). The Relationship between Board size, Board composition, CEO Duality and Firm Performance. University of Stellenbosch Business School. Cape Town, South Africa.
- Limpaphayom, P. and Connelly, J. T. (2004) Corporate governance in Thailand : Chulalongkorn University.

- Lipton, M., and J. W. Lorsch. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer* 48 (1), 59–77.
- Meyers, L.A., J. J. Schmidt, and M. S. Wilkins. (2013). An investigation of recent changes in going concern reporting decisions among Big N and non-Big N auditors. *Review of Quantitative Finance and Accounting*.
- Miller, D. (1991). Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment. *Management Science*, 37, 34-52.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (1–2), 293–315. doi:10.1016/0304-405X(88)90048-7.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5 (2), 147–75. doi:10.1016/0304-405X(77)90015-0.
- Nelson, J. (2005). Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 197-228.
- Rechner, P.L. & D.R. Dalton (1991). CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis, *Strategic Management Journal*, 155-160.
- Roberts S.B, Rosenberg. (2006). Nutrition and aging: changes in the regulation of energy metabolism with aging. *Physiol. Rev.* 86, 651–667. doi:10.1152/physrev.00019.2005.
- Vintila, Georgeta; Onofrei, Mihaela; Gherghina, Stefan Cristian (2011). The Effects of Corporate Board and CEO Characteristics on Firm Value: Empirical Evidence from Listed Companies on the Bucharest Stock Exchange. *Journal of Emerging Markets Finance and Trade*. 51(6), 1244-1260.
- Wright, P. M., & McMahan, G. C. (1992). Theoretical perspectives for strategic human resource management. *Journal of Management*, 18(2), 295.
- Yermack, David (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185-212.



ภาคผนวก

ภาคผนวก ก
รายชื่อกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียน

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	AAV	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)
2	ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
3	AJ	บริษัท เอ.เจ.พลาสติก จำกัด (มหาชน)
4	AMATA	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
5	AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)
6	AP	บริษัท เอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
7	BANPU	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)
8	BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
9	BEC	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)
10	BECL	บริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
11	BGH	บริษัท กรุงเทพคูสิตเวชการ จำกัด(มหาชน)
12	BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)
13	BIGC	บริษัท บีจีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
14	BJC	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)
15	BLAND	บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)
16	BMCL	บริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
17	BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
18	CCET	บริษัท แคล-คอมพ์ อีเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
19	CENTEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)
20	CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)
21	CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)
22	CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)
23	CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)

รายชื่อกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียน (ต่อ)

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
24	DCC	บริษัท ไคนาสตีเซรามิก จำกัด (มหาชน)
25	DELTA	บริษัท เอลต้า อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
26	DEMCO	บริษัท เต็ม โก้ จำกัด (มหาชน)
27	DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
28	EARTH	บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ จำกัด (มหาชน)
29	EE	บริษัท อีเทอเนล เอนเนอจี จำกัด (มหาชน)
30	EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
31	ERW	บริษัท ดี เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
32	ESSO	บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
33	GFPT	บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)
34	GJS	บริษัท จี เจ สตีล จำกัด (มหาชน)
35	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
36	GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)
37	GOLD	บริษัท แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
38	GSTEEL	บริษัท จี สตีล จำกัด (มหาชน)
39	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
40	HANA	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
41	HEMRAJ	บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน)
42	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
43	INTUCH	บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
44	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)
45	ITD	บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
46	IVL	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)
47	JAS	บริษัท จัสมิน อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
48	KBS	บริษัท น้ำตาลครบุรี จำกัด (มหาชน)

รายชื่อกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียน (ต่อ)

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
49	KCE	บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
50	KKC	บริษัท กุศลนครคอร์ป จำกัด (มหาชน)
51	KSL	บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)
52	KYE	บริษัท กันยงอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
53	LANNA	บริษัท ลานนาริชชอร์สเชส จำกัด (มหาชน)
54	LH	บริษัท แลนด์เอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
55	LOXLEY	บริษัท ล็อกซ์เลย์ จำกัด (มหาชน)
56	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
57	M	บริษัท เอ็มเค เรสโตรองต์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
58	MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
59	MAKRO	บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)
60	MALEE	บริษัท มาลีสามพราน จำกัด (มหาชน)
61	MBK	บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน)
62	MC	บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
63	MCOT	บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)
64	MCS	บริษัท เอ็ม.ซี.เอส.สตีล จำกัด (มหาชน)
65	MDX	บริษัท เอ็ม ดี เอ็กซ์ จำกัด (มหาชน)
66	MEGA	บริษัท เมก้า ไลฟ์ไซแอนซ์ จำกัด (มหาชน)
67	MILL	บริษัท มิลล์คอนสตรัคชันอินดัสทรีส์ จำกัด (มหาชน)
68	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
69	NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด (มหาชน)
70	NYT	บริษัท นามยง เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)
71	PDI	บริษัท ผาแดงอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
72	PF	บริษัท ฟร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟค จำกัด (มหาชน)
73	PS	บริษัท พุกกะา เรียวเอสเตท จำกัด (มหาชน)

รายชื่อกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียน (ต่อ)

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
74	PSL	บริษัท พีริเชียส ชิฟปี้ง จำกัด (มหาชน)
75	PTL	บริษัท โพลีเพลิกซ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
76	PTT	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)
77	PTTAR	บริษัท ปตท. อะโรเมติกส์และการกลั่น จำกัด (มหาชน)
78	PTTCH	บริษัท ปตท.เคมีคอล จำกัด (มหาชน)
79	PTTEP	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
80	PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)
81	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน)
82	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
83	RCL	บริษัท อาร์ ซี แอล จำกัด (มหาชน)
84	RML	บริษัท ไรมอน แลนด์ จำกัด (มหาชน)
85	ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)
86	ROJNA	บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน)
87	RS	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)
88	SAMART	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
89	SAMTEL	บริษัท สามารถเทลคอม จำกัด (มหาชน)
90	SAT	บริษัท สมบูรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
91	SC	บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
92	SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)
93	SCCC	บริษัท ปูนซิเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)
94	SF	บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)
95	SGP	บริษัท สยามแก๊ส แอนด์ ปิโตรเคมีคัลส์ จำกัด (มหาชน)
96	SIRI	บริษัท แสตนลิริ จำกัด (มหาชน)
97	SMT	บริษัท สตาร์ส ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
98	SPALI	บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)

รายชื่อกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียน (ต่อ)

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
99	SPCG	บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)
100	SRICHA	บริษัท ศรีราชาคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
101	SSI	บริษัท สหวิริยาสตีลอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
102	STA	บริษัท ศรีตรังแอโกรอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
103	STEC	บริษัท ซิโน-ไทย เอ็นจีเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด(มหาชน)
104	STPI	บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)
105	SVI	บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน)
106	TASCO	บริษัท ทีปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)
107	THAI	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)
108	THCOM	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)
109	TICON	บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น จำกัด (มหาชน)
110	TOP	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)
111	TPIPL	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)
112	TRUE	บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
113	TTA	บริษัท โทริเซนไทย เอเยนซีส์ จำกัด (มหาชน)
114	TTCL	บริษัท โตโย-ไทย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
115	TVO	บริษัท น้ำมันพืชไทย จำกัด (มหาชน)
116	UV	บริษัท ยูนิเวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)
117	VGI	บริษัท วีจี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)
118	VNG	บริษัท วนชัย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
119	WHA	บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาวฉันทพร จำเริญดารารัมย์

ประสบการณ์ทำงาน

สอบบัญชี

บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิภาคเอเชีย สอบบัญชี จำกัด

