

**ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการเป็นเจ้าของ แนวทางปฏิบัติ
ของคณะกรรมการและลักษณะกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน
ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**
**The Relationship between Ownership Structure, Board Composition
and Corporate Characteristics on Financial Performance of Listed
Companies in the Stock Exchange of Thailand**

*Muttanachai Suttipun**

บทคัดย่อ

วัตถุประสงค์หลักของการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ คือ การทดสอบอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของ แนวทางปฏิบัติของคณะกรรมการและลักษณะของกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง 2558 ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลการดำเนินงานระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง 2558 จำนวน 556 บริษัท การศึกษาใช้การสุ่มตัวอย่างแบบง่ายโดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามีจำนวนเท่ากับ 322 บริษัท การวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษาใช้การทดสอบความสัมพันธ์เชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากผู้บริหาร และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินเฉลี่ยวัดโดยผลตอบแทนที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

คำสำคัญ: โครงสร้างการเป็นเจ้าของ, แนวทางปฏิบัติของคณะกรรมการ, ลักษณะกิจการ, ผลการดำเนินงานทางการเงิน

* Ph.D. (Accounting and Finance), University of Newcastle, Australia. (2012), Currently a Lecturer in Accountancy School, Faculty of Management Sciences, Prince of Songkla University.

Abstract

The main objective of this study is to test the influence of ownership structure, board composition, and corporate characteristics on corporate financial performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand during 2012 to 2015. Population are listed companies in the Stock Exchange of Thailand during 2012 to 2015. By simple random sampling, 322 listed companies are used as the samples used in this study. Multiple regression is used to analyze the data of study. As the results, there is a significantly positive relationship between ownership status by management, size of company, and corporate financial performance represented by return on asset (ROA) at 0.05 and 0.01.

Keywords: Ownership Structure, Board Composition, Corporate Characteristics, and Financial Performance

บทนำ

การกำกับดูแลถูกนำมาใช้ในประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 จากการที่ประเทศประสบปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจ โดยการกำกับดูแลของกิจการจะสะท้อนความมีประสิทธิภาพในการบริหารองค์กร ความโปร่งใสและความสามารถในการตรวจสอบได้ซึ่งส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของผลการดำเนินงาน งบการเงินและหมายเหตุประกอบงบ และข้อมูลอื่นๆ รวมทั้งสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ เป้าหมายของการกำกับดูแลกิจการที่ดีนำไปสู่การสร้างการพัฒนาอย่างยั่งยืนในบริบทของผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตขององค์กร (Srijunpetch, 2008) นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยได้มีการปรับปรุงอีกครั้งเมื่อปี พ.ศ. 2549 เทียบเคียงจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่กำหนดโดยองค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (The Organization for Economic Co-operation and Development) ซึ่งเนื้อหาแบ่งออกเป็น 5 หมวด คือ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส และความรับผิดชอบของกรรมการ (The Stock Exchange of Thailand, 2012)

วัตถุประสงค์หลักของการกำกับดูแลกิจการคือความสามารถในการลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในด้านข้อมูลข่าวสาร (Information Asymmetric) และลดความขัดแย้งระหว่างเจ้าของ (ผู้ถือหุ้น) และผู้บริหารได้ (Jensen and Meckling, 1976) เนื่องจากผู้บริหาร

มักจะรับรู้ข้อมูลข่าวสารดีกว่าเจ้าของ (ผู้ถือหุ้น) ทำให้ผู้บริหารมีโอกาสที่จะตัดสินใจตามความต้องการของตนเอง โดยปัญหาดังกล่าวจะลดความเชื่อมั่นในตัวผู้บริหารจากมุมมองของผู้ถือหุ้น และทำให้เกิดการขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่าง 2 กลุ่ม แต่หลักการของการกำกับดูแลจะช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในด้านข้อมูลข่าวสาร อาทิ การเพิ่มความโปร่งใสในการทำงานของผู้บริหาร การสร้างความน่าเชื่อถือ การกำหนดความรับผิดชอบต่อนักวิเคราะห์และ ความรับผิดชอบในการตัดสินใจ (Chamnankij & Suttipun, 2016)

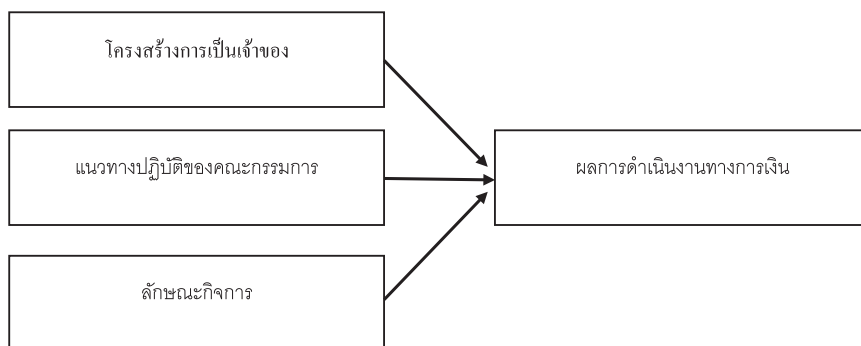
สององค์ประกอบที่สำคัญที่ทำให้การกำกับดูแลกิจการเกิดประสิทธิภาพสูงสุด คือ โครงสร้างการเป็นเจ้าของ และแนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการ (Shipper and Vincent, 2003) เนื่องจาก คณะกรรมการบริษัทมีหน้าที่ที่สำคัญในการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายและกลยุทธ์ที่สำคัญของบริษัท รวมทั้งถ่วงดุลอำนาจความขัดแย้งระหว่างตัวการ (ผู้ถือหุ้น) และตัวแทน (ผู้บริหาร) ส่วนโครงสร้างการเป็นเจ้าของก็มีส่วนสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากหากผู้ถือหุ้นบางกลุ่มมีการถือหุ้นแบบกระจุกตัวก็มีสิทธิที่ผู้ถือหุ้นกลุ่มนั้นจะใช้สิทธิเพื่อเอื้อประโยชน์กับกลุ่มตนเอง อาทิ การควบคุมการบริหารงาน การส่งตัวแทนทำการบริหารงานแทน การกำหนดนโยบายการบริหารงาน และผลการดำเนินงานที่เอื้อต่อความต้องการของกลุ่ม (Mokthaisong et al., 2014) อย่างไรก็ตาม การศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของและแนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินมีผลลัพธ์ที่แตกต่างกันตามบริบทต่างๆ อาทิ ประเทศที่ศึกษา (ประเทศที่พัฒนาแล้ว หรือ ประเทศที่กำลังพัฒนา) แนวทางการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแล (บังคับใช้ด้วยกฎหมาย หรือ สมควรใจปฏิบัติ) หรือกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา (บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ หรือ บริษัทที่อยู่นอกกลุ่มตลาดหลักทรัพย์) ตัวอย่างเช่น Li et al. (2008) และ Suttipun (2012) พบความมีอิทธิพลเชิงบวกของโครงสร้างการเป็นเจ้าของและแนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงาน เนื่องจากการมีหลักการ โครงสร้างการเป็นเจ้าของ และแนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการที่ดีทำให้เกิดความน่าเชื่อถือกับแก่ผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ ซึ่งมีผลเชิงบวกที่ทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น แต่ในทางกลับกัน Mak and Kusnadi (2005) พบว่าการเพิ่มขึ้นของหลักการปฏิบัติของคณะกรรมการทำให้กิจการมีภาระด้านค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นมีผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง ในประเทศไทย การศึกษาอิทธิพลดังกล่าวมักใช้เพียงกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 หรือ SET100 เท่านั้น (The Stock Exchange of Thailand, 2012) ซึ่งไม่ครอบคลุมบริษัทส่วนใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีจำนวนกว่า 500 บริษัท

โดยประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษาครั้งนี้จะนำไปสู่การพัฒนาเพื่อออกกฎหมายหรือข้อบังคับจากหน่วยงานกำกับดูแล อาทิ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สภาวิชาชีพการบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์เพื่อปรับปรุงหลักการค้ากับดูแลกิจการในประเทศไทยให้เหมาะสมกับบริบทของประเทศและพร้อมในการเปรียบเทียบหรือการแข่งขันกับต่างประเทศ นอกจากนี้ ผลการศึกษายังทำให้บริษัทได้ตระหนักและเห็นความสำคัญของการมีโครงสร้างการเป็นเจ้าของ และแนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการที่ดีที่อาจส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของตนเอง รวมทั้งประโยชน์อย่างยั่งยืนที่บริษัทและผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มจะได้รับด้วย

วัตถุประสงค์

เพื่อทดสอบอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของ แนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการและลักษณะกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง 2558

กรอบแนวคิดในการศึกษา



ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา

การศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างการเป็นเจ้าของ แนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการและลักษณะกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของการศึกษาในอดีตนั้น มีการใช้ทฤษฎีเพื่อเข้ามาอธิบายปรากฏการณ์ของความมีอิทธิพล จำนวน 3 ทฤษฎี คือ ทฤษฎีตัวการตัวแทน ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียและทฤษฎีความชอบธรรม โดยทฤษฎีตัวการตัวแทน

ได้รับความนิยมนในการอธิบายอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของแนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการและลักษณะกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินมากที่สุด (Suttipun, 2012; Chau and Gray, 2010; Balal, 2000; Haji and Ghazali, 2013; Li et al., 2008; Abeysekera, 2010; Srijunpetch, 2008; Intachaiwong, 2013) ส่วนทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียและทฤษฎีความชอบธรรมนั้น ผู้วิจัยส่วนใหญ่จะใช้เพื่ออธิบายปรากฏการณ์ของโครงสร้างการเป็นเจ้าของ แนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการต่อการเปิดเผยข้อมูลตามความสมัครใจของกิจการ อาทิ Chamnankij และ Suttipun (2016) Ho และ Wong (2001) และ Eng และ Mak (2003) ดังนั้นการศึกษาค้างนี้จะนำทฤษฎีตัวการตัวแทนมาใช้อธิบายอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของ แนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการและลักษณะกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทฤษฎีตัวการตัวแทนนี้กล่าวถึงความสัมพันธ์ของการเป็นตัวแทน โดยอธิบายว่าเป็นสัญญาณระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยฝ่ายหนึ่งเรียกว่า ตัวการหรือเจ้าของกิจการ และอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่า ตัวแทนหรือผู้บริหารกิจการ โดยตัวการจะมอบอำนาจในการตัดสินใจบริหารกิจการของพวกเขากับตัวแทน หากเป้าประสงค์ในความสัมพันธ์ของทั้งสองฝ่ายนี้คือการสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้แก่กันแล้ว ก็เป็นที่เชื่อได้ว่าตัวแทนจะไม่กระทำการใดๆ อันจะยังประโยชน์ให้แก่ตัวการเพียงฝ่ายเดียว (Jensen and Meckling, 1976) เพราะมนุษย์ทุกคนย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งนั้น ดังนั้น ผู้บริหารกิจการจึงพยายามที่หาหนทางที่จะสร้างมูลค่าสูงที่สุดให้กับกิจการ ก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าหนทางนั้นเอื้อประโยชน์ให้กับตนเอง ความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ซึ่งกันและกันจึงเกิดขึ้น โดยผู้บริหารกิจการจะสร้างประโยชน์สูงสุดให้กับตนเอง โดยไม่คำนึงว่าการกระทำนั้นจะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดให้แก่เจ้าของกิจการหรือไม่

จากการศึกษาของ McColgan (2001) สามารถแยกสาเหตุการเกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน (Agency Problems) ได้ดังนี้ คือ (1) ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากผู้บริหารที่เป็นตัวแทน บริหารงานโดยคำนึงถึงประโยชน์ส่วนตนมากกว่าประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (2) ปัญหาความขัดแย้งที่เกี่ยวข้องกับขนาดของกิจการซึ่งผู้บริหารจะใช้ประโยชน์จากกำไรสะสม (3) ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากระยะเวลาการลงทุน โดยผู้ถือหุ้นจะให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดของบริษัทในอนาคต แต่ผู้บริหารจะให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดของบริษัทในขณะที่ตนบริหารอยู่เท่านั้น และ (4) ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดขึ้นจากพฤติกรรมกรอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้บริหารเนื่องจากค่าตอบแทนที่ผู้บริหารส่วนใหญ่ได้รับขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัท

จากทฤษฎีตัวแทนข้างต้น อาจจะกล่าวได้ว่าเมื่อใดก็ตามที่อำนาจความเป็นเจ้าของถูกแยกออกจากอำนาจการควบคุมกิจการ ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ย่อมเกิดขึ้นได้ และเพื่อเป็นการลดปัญหาดังกล่าว แนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการจึงเกิดขึ้น และถือเป็นกลไกสำคัญอย่างหนึ่งในการควบคุมการทำงานของฝ่ายบริหารของกิจการให้นำไปสู่ความมีประสิทธิภาพสูงสุด นอกจากนี้การเพิ่มขึ้นของผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการสามารถลดปัญหาความขัดแย้งจากตัวการและตัวแทนได้เนื่องจากมีผลประโยชน์ในการจัดสรรอย่างสมเหตุสมผลทำให้ลดปัญหาระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหารได้ ดังนั้นทฤษฎีตัวการตัวแทนมาใช้อธิบายอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของ แนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการและลักษณะกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทในการศึกษาครั้งนี้

โครงสร้างการเป็นเจ้าของ และแนวทางการปฏิบัติของคณะกรรมการ

โครงสร้างการเป็นเจ้าของ และแนวทางการปฏิบัติของคณะกรรมการบริษัทถือเป็นส่วนหนึ่งของการกำกับดูแลซึ่งได้ถูกนำมาใช้ในประเทศไทยเพื่อแก้ไขและป้องกันการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ เนื่องจากในปี พ.ศ.2540 ประเทศไทยได้ประสบกับปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจต้มยำกุ้ง ซึ่งหลายประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในครั้งนี้เช่นกัน จากวิกฤตการณ์ดังกล่าวนี้จึงเป็นที่มาที่ทำให้คนไทยได้รู้จักกับคำว่ากำกับการดูแลเหตุการณ์ดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงการขาดประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งมีผลมาจากการละเลยในการตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหาร รวมถึงการทุจริตและประพฤติมิชอบและการโยกย้ายถ่ายเททรัพยากรของกิจการโดยผู้บริหารหรือคณะบุคคลใดบุคคลหนึ่งซึ่งมีอิทธิพลอย่างมีสาระสำคัญอย่างยิ่งต่อการบริหารของกิจการ หรือแม้กระทั่งการตกแต่งตัวเลขในงบการเงินที่หลอกลวงให้ผู้มีส่วนได้เสียตัดสินใจผิดพลาดจนเกิดผลขาดทุนอย่างมหาศาล (McColgan, 2001) ได้มีการปรับปรุงอีกครั้งเมื่อปี พ.ศ. 2549 เทียบเคียงจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่กำหนดโดยองค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (The Organization for Economic Co-operation and Development) (The Stock Exchange of Thailand, 2012) ซึ่งเป้าหมายของการกำกับดูแลกิจการที่ดีนำไปสู่การสร้างการพัฒนาย่างยั่งยืนในบริบทของผลการดำเนินงานและการเจริญเติบโตขององค์กร (Srijunpetch, 2008)

เนื่องด้วยการดำเนินงานของธุรกิจในปัจจุบันมีความซับซ้อนเพิ่มมากขึ้น มีการระดมทุนจากภายนอกเพิ่มขึ้น มีความต้องการผู้ถือหุ้นและนักลงทุนที่ต้องการให้ธุรกิจเจริญเติบโตและมีกำไรสูงสุด เพื่อจะเป็นผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นและการลงทุนเพิ่มขึ้นจากนักลงทุน ดังนั้นฝ่ายบริหารจึงได้มีการดำเนินงานต่างๆเพื่อให้ตนเองบรรลุเป้าหมาย

อย่างการแสดงรายงานทางการเงินที่ไม่ได้สะท้อนถึงความเป็นจริง เช่น การตกแต่งบัญชี ซึ่งในความเป็นจริงแล้วการที่กิจการมีกำไรสูงสุดไม่ได้หมายความว่ากิจการจะสามารถดำรงอยู่ได้อย่างยั่งยืน ด้วยเหตุดังกล่าวนี้จึงทำให้หลักการกำกับดูแลกิจการยังมีความสำคัญเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย เพราะหากกิจการให้ความสนใจเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการเป้าหมายของกิจการก็จะเปลี่ยนเป็นความมั่งคั่งอย่างยั่งยืนที่จะทำให้การดำเนินงานของกิจการจะมีประสิทธิภาพ อีกทั้งยังเป็นการสร้างความเชื่อมั่นซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการระดมทุนของบริษัท

จากการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลปี พ.ศ. 2549 โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น เนื้อหาของการกำกับดูแลถูกแบ่งออกเป็น 5 ด้าน คือ 1. สิทธิและความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย ผู้ถือหุ้นตามโครงสร้างการเป็นเจ้าของต้องได้รับความเป็นธรรมและเท่าเทียมกัน ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่หรือส่วนน้อย ผู้ถือหุ้นสัญชาติไทยหรือต่างชาติ ล้วนมีสิทธิเท่าเทียมกัน นอกจากนี้ผู้มีส่วนได้เสีย เช่น พนักงาน เจ้าหนี้ รัฐบาล ผู้สื่อข่าว คู่ค้า เป็นต้น จะต้องได้รับการปฏิบัติและคุ้มครองสิทธิเป็นอย่างดี 2. บทบาทและแนวทางปฏิบัติของคณะกรรมการ คณะกรรมการควรมีการถ่วงดุลอำนาจกัน มีบทบาทและหน้าที่ที่เป็นอิสระ 3. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ข้อมูลที่จัดทำขึ้นจะต้องมีความรอบคอบในการจัดทำ ใช้ภาษาที่เข้าใจง่าย โปร่งใส ชัดเจน และทันเวลา เพื่อนำเสนอแก่ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย 4. การควบคุมและบริหารความเสี่ยง การควบคุมเป็นจัดการดูแลระบบของกิจการทั้งด้านการบริหาร การเงิน และการปฏิบัติงาน เพื่อให้กิจการมีการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้การบริหารความเสี่ยงยังเป็นส่วนช่วยในการจัดการความเสี่ยงที่เกิดขึ้น และเป็นการป้องกันการเกิดขึ้นของความเสี่ยงต่างๆ และ 5. จริยธรรมธุรกิจ เป็นข้อกำหนดทั้งที่เป็นลายลักษณ์อักษรและไม่เป็นลายลักษณ์อักษรที่ช่วยในการจัดการให้บุคคลที่เกี่ยวข้องกับกิจการมีแนวทางในการปฏิบัติอย่างถูกต้องตามที่กิจการคาดหวัง

ผลการดำเนินงานทางการเงิน

ผลการดำเนินงานทางการเงิน หมายถึง ผลลัพธ์ที่เกิดจากการดำเนินงานตามวัตถุประสงค์ขององค์กร ซึ่งจะเป็นตัวชี้วัดที่สำคัญที่สุด สำหรับกิจการที่แสวงหาผลกำไรจากการประกอบธุรกิจ เพราะผู้ถือหุ้นจะต้องการผลตอบแทนที่สูงที่สุดจากการลงทุน และการบรรลุเป้าหมายทางการเงินก็เป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดที่ทำให้กิจการอยู่รอดและเติบโตได้ในระยะยาว โดยกิจการที่ประสบความสำเร็จมักจะสามารถทำกำไรได้อย่างต่อเนื่อง คือ สามารถสร้างรายได้ได้สูงขึ้น และควบคุมค่าใช้จ่ายให้อยู่ในระดับที่ต่ำที่สุดได้ โดยยังคงสามารถผลิตสินค้าและบริการที่ลูกค้าพอใจ

ผลการดำเนินงานทางการเงินสามารถแบ่งได้ 3 ประเภท คือ (1) การเพิ่มขึ้นของกำไร คือ แนวทางการทำให้กำไรเพิ่มขึ้น เช่น การเพิ่มขึ้นของรายได้ การลดลงของต้นทุน (2) การเพิ่มขึ้นของรายได้ คือ การมียอดขายโดยรวมที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เมื่อเทียบกับผลการดำเนินงานในปีที่ผ่านมา หรือผลการดำเนินงานในอดีต และ (3) การลดลงของต้นทุน คือ การกำจัดค่าใช้จ่ายที่ไม่จำเป็นออก เช่น การทำงานซ้ำซ้อน การเก็บสินค้าคงคลังมากเกินไป การผลิตเกิน การประหยัคพลังงาน แรงงาน และทรัพยากร รวมถึงการปรับปรุงงานอย่างสม่ำเสมอ เป็นต้น

การศึกษาค้างนี้เลือกใช้ผลตอบแทนต่อการลงทุนในสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการเงิน เนื่องจากการศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องส่วนใหญ่ใช้ผลตอบแทนต่อการลงทุนในสินทรัพย์รวมแทนผลการดำเนินงานของบริษัท โดยผลตอบแทนต่อการลงทุนในสินทรัพย์รวม วัดจาก กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม นอกจากนี้การศึกษายังใช้วิธีการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของตัวแปร โดยใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (กำไรจากการดำเนินงาน – ต้นทุนของเงินลงทุน)

การพัฒนาสมมุติฐานการศึกษา

การศึกษาค้างนี้ได้กำหนดสมมุติฐานจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องในอดีตจำนวน 10 สมมุติฐาน (ตัวแปรอิสระ) จาก 3 องค์ประกอบ คือ โครงสร้างการเป็นเจ้าของ (4 สมมุติฐาน ประกอบด้วย โครงสร้างการเป็นเจ้าของจากครอบครัว โครงสร้างการเป็นเจ้าของจากภาครัฐ โครงสร้างการเป็นเจ้าของจากผู้บริหาร และโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากต่างประเทศ) แนวทางปฏิบัติของคณะกรรมการ (4 สมมุติฐาน ประกอบด้วย ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ การควบคุมตำแหน่ง และความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบ) และลักษณะกิจการ (2 สมมุติฐาน ประกอบด้วย ขนาดของกิจการ และลักษณะผู้สอบบัญชีของกิจการ) การพัฒนาสมมุติฐานเป็นดังนี้

โครงสร้างการเป็นเจ้าของ

Sathitmanwivat (2005) พบว่าโครงสร้างการเป็นเจ้าของแบบเครือญาติมีอิทธิพลเชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Chobpichien (2009) และ Siritanan (2007) เหตุผลคือบริษัทแบบครอบครัวส่วนใหญ่กลัวความลับของธุรกิจถูกเปิดเผยสู่สาธารณะจึงจะไม่ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการหรือถ้าปฏิบัติตามก็จะเลือกใช้เกณฑ์ที่ต่ำที่สุดทำให้ขาดความเชื่อมั่นจากผู้ลงทุน และผู้ถือหุ้นรายย่อย อย่างไรก็ตาม Suttipun (2012) กลับพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโครงสร้างการเป็นเจ้าของ

แบบครอบครัวและผลการดำเนินงานทางการเงิน ดังนั้นการศึกษาคั้งนี้ทดสอบสมมุติฐาน
คือ

H1: มีอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากครอบครัวต่อผลการดำเนินงาน
ทางการเงิน

การศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องส่วนใหญ่ (Eng and Mak, 2003; Siritanan, 2007) พบ
อิทธิพลเชิงลบของโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากผู้บริหารต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน
ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Ratchatawan (2006) ในทางกลับกัน Suttipun (2012) และ
Chau and Gray (2010) พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในทิศทางบวก Wiwattanakantang (2001)
ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากผู้บริหารต่อผลการดำเนินงาน
ทางการเงิน ดังนั้นการศึกษาคั้งนี้จะทำการทดสอบสมมุติฐาน คือ

H2: มีอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากผู้บริหารต่อผลการดำเนินงาน
ทางการเงิน

Siritanan (2007) และ Wiwattanakantang (2001) พบความสัมพันธ์ในเชิงลบ
ระหว่างโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากต่างชาติและผลการดำเนินงานทางการเงิน เนื่องจาก
เจ้าของกิจการเป็นชาวต่างชาติหรือบริษัทต่างชาติที่ไม่ได้อยู่ในประเทศไทย การตรวจสอบ
การทำงานของผู้บริหารจึงไม่มีประสิทธิภาพมากเมื่อเทียบกับเจ้าของกิจการที่มาจาก
ประเทศไทย นอกจากนี้เจ้าของกิจการต่างชาติจะจ้างตัวแทน (ผู้บริหาร) มาทำงานแทน
ตนเอง ซึ่งตัวแทนดังกล่าวมักไม่มีส่วนได้เสียกับมูลค่าของบริษัท อาจทำให้เกิดปัญหาความ
ไม่เท่าเทียมกันในด้านข่าวสารข้อมูลและลดความขัดแย้งระหว่างเจ้าของ (ผู้ถือหุ้น) และ
ผู้บริหาร อย่างไรก็ตามในประเทศไทย บริษัทที่มีการถือหุ้นส่วนใหญ่โดยต่างชาติมักจะ
ได้รับประโยชน์ในการลงทุนจากนโยบายการสนับสนุนการลงทุนของรัฐบาล ซึ่งส่งผล
ให้ต้นทุนและค่าใช้จ่ายของบริษัทดังกล่าวต่ำกว่าบริษัทที่มีการถือหุ้นส่วนใหญ่จากเงินทุน
ในประเทศไทย ดังนั้นการศึกษาคั้งนี้จะทำการทดสอบสมมุติฐาน คือ

H3: มีอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากต่างชาติต่อผลการดำเนินงาน
ทางการเงิน

ผลการศึกษาของ Eng and Mak (2003) และ Balal (2000) พบความสัมพันธ์
เชิงลบระหว่างโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากภาครัฐต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน
เนื่องจากบริษัทที่จัดตั้งโดยภาคเอกชนต้องทำตามกฎระเบียบที่มากกว่าบริษัทที่จัดตั้ง

โดยภาครัฐ ในทางกลับกัน Brammer and Pavelin (2006) พบอิทธิพลเชิงบวกของโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากภาครัฐต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน เหตุผลเพราะกิจการภาครัฐถูกคาดหวังจากผู้มีส่วนได้เสียถึงเป้าหมายที่ไม่ได้มองเพียงกำไรสูงสุด แต่มองถึงประโยชน์สูงสุดที่คนในชาติได้รับ ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงตั้งสมมุติฐาน ดังนี้

H4: มีอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากภาครัฐต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

แนวทางปฏิบัติของคณะกรรมการ

The Stock Exchange of Thailand (2012) มีการระบุขนาดของคณะกรรมการที่เหมาะสมต้องไม่น้อยกว่า 5 คนและไม่ควรเกิน 12 คน การศึกษาในอดีตส่วนใหญ่ (Haji and Ghazali, 2013, Li et al., 2008, Abeysekera, 2010) พบอิทธิพลเชิงบวกของขนาดของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน เนื่องจากการมีคณะกรรมการขนาดใหญ่ทำให้บริษัทมีโอกาสจากความรู้ความสามารถเฉพาะตัวที่หลากหลายของคณะกรรมการ รวมทั้งประสบการณ์ของกรรมการแต่ละท่านที่แตกต่างกันเพื่อสร้างความมั่นคงสูงสุดต่อบริษัท อย่างไรก็ตาม Mak and Kusnadi (2005) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดของกรรมการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท เนื่องจากการมีจำนวนกรรมการมากเกินไปจะเกิดปัญหาการประสานงานและการให้ความร่วมมือเพื่อก่อให้เกิดประสิทธิภาพ ส่งผลให้การพิจารณาประเด็นสำคัญเกี่ยวกับนโยบายการบริหารจัดการเป็นไปอย่างยากลำบากและล่าช้า ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ตั้งสมมุติฐาน คือ

H5: มีอิทธิพลเชิงบวกของขนาดของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

Intachaiwong (2013) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงานทางการเงิน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Srijunpetch (2008) Bhagat and Black (2003) และ Bauer et al. (2003) เนื่องจากคณะกรรมการดังกล่าวมีอิสระเหนือแรงกดดันจากผู้บริหารและผู้ถือหุ้นทำให้กรรมการอิสระสามารถทำหน้าที่ที่ตนเองรับผิดชอบได้อย่างเต็มความสามารถ อย่างไรก็ตามการศึกษาของ Bonna (2012) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระและผลการดำเนินงานทางการเงิน ส่วน Plam et al. (2007) ไม่พบความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าว เนื่องจากคณะกรรมการอิสระอาจไม่ทุ่มเทในการทำงานเท่าที่ควรเนื่องจากไม่มีส่วนได้เสียในผลการดำเนินงานของบริษัท ทำให้การปฏิบัติงานไม่ก่อให้เกิดประสิทธิภาพ ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ตั้งสมมุติฐาน คือ

H6: มีอิทธิพลเชิงบวกของสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

ตามหลักการของการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้น ประชานกรรมการบริษัทและประชานกรรมการบริหารไม่ควรเป็นบุคคลคนเดียวกัน (The Stock Exchange of Thailand, 2012) เนื่องจากการควรรวมตำแหน่งอาจทำให้เกิดความไม่โปร่งใส และลดความเชื่อมั่นในผู้ถือหุ้น รายย่อย นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ การศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องพบว่าบริษัทจะมีผลการดำเนินงานทางการเงินสูงขึ้นเมื่อบริษัทแยกหน้าที่และบุคคลที่ความรับผิดชอบระหว่างประชานกรรมการบริษัทและประชานกรรมการบริหารออกจากกัน (Yermack, 1996, Coleman, 2007) อย่างไรก็ตาม Taliyang and Jusop (2011) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าว ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จะตั้งสมมุติฐานการศึกษา คือ

H7: มีอิทธิพลของการควรรวมตำแหน่งต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

ผลการศึกษาในอดีตของ Ho and Wong (2001) และ Chansaporn (2003) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบและผลการดำเนินงานทางการเงิน เนื่องจากหลักการทำงานของคณะกรรมการตรวจสอบมักจะสะท้อนความถูกต้องของกฎระเบียบและทำตามความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียส่วนใหญ่ของบริษัท เมื่อบริษัทตอบสนองความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มก็ทำให้เกิดผลตอบรับที่ดีทั้งผลการดำเนินงานทางการเงิน (กำไรสูงขึ้น ยอดขายสูงขึ้น) และผลการดำเนินงานที่ไม่เป็นตัวเงิน (ความพึงพอใจของลูกค้าประสิทธิภาพการทำงานของพนักงาน) อย่างไรก็ตาม Onlutee (2013) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าว ดังนั้นการศึกษาคงทำการทดสอบสมมุติฐาน ดังนี้

H8: มีอิทธิพลเชิงบวกของความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

ลักษณะกิจการ

ขนาดของกิจการบริษัทและลักษณะของผู้สอบบัญชีมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน (Li et al., 2008, Mangena and Pike, 2005) เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่ประกอบด้วยผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียจำนวนมากและหลากหลาย ดังนั้นบริษัทต้องตอบสนองความต้องการของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มตามหลักการ

ต่อรองของแต่ละกลุ่ม นอกจากนี้บริษัทขนาดใหญ่จะมีความพร้อมและศักยภาพที่มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ในทางกลับกัน Eisenberg et al. (1998) พบอิทธิพลเชิงลบระหว่างขนาดของกิจการและลักษณะของผู้สอบบัญชีภายนอกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดเล็กส่วนใหญ่เจ้าของกิจการและผู้บริหารจะเป็นคนเดียวหรือกลุ่มเดียวกัน จึงไม่เกิดความขัดแย้งระหว่างกลุ่มเนื่องจากผลประโยชน์ของผู้บริหารและเจ้าของกิจการเป็นสิ่งเดียวกัน ดังนั้นการศึกษาค้างนี้จะเลือกใช้ขนาดของกิจการและลักษณะของผู้สอบบัญชีเป็นสมมุติฐานดังนี้

H9: มีอิทธิพลเชิงบวกของขนาดกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

H10: มีอิทธิพลเชิงบวกของลักษณะผู้สอบบัญชีภายนอกต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

ระเบียบวิธีการวิจัย

วิธีการศึกษาวิจัยในการศึกษาค้างนี้ประกอบด้วย 3 ส่วนที่สำคัญ คือ ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง การวัดค่าตัวแปรที่ใช้การศึกษา และการวิเคราะห์ข้อมูล โดยประชากรที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้คือ บริษัททั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีผลการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 ถึง 2558 จำนวน 556 บริษัท การศึกษาใช้การสุ่มตัวอย่างแบบง่ายโดยการศึกษาค้างนี้มีบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างจำนวน 322 บริษัท (Yamane, 1973)

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามีจำนวน 12 ตัวแปร ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรอิสระ 3 กลุ่มจำนวน 10 ตัวแปร คือ กลุ่มที่ 1 คือ โครงสร้างการเป็นเจ้าของ ประกอบด้วย 4 ตัวแปร คือ โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากครอบครัว โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากผู้บริหาร โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากชาวต่างชาติ และโครงสร้างความเป็นเจ้าของจากภาครัฐ และกลุ่มที่ 2 คือ แนวทางปฏิบัติของคณะกรรมการ ประกอบด้วย 4 ตัวแปร คือ ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ การควบคุมตำแหน่ง และความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบ กลุ่มที่ 3 คือ ลักษณะกิจการ 2 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดของกิจการ และลักษณะผู้สอบบัญชีของบริษัท นอกจากนี้การศึกษามีตัวแปรตาม 1 ตัว คือ ผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทโดยวัดค่าจากผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ (กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม) และมีการทดสอบความอ่อนไหวของการใช้ตัวแปรตามอีก 1 ตัวโดยใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (กำไรจากการดำเนินงาน – ต้นทุนของเงินลงทุน) การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1: การวัดค่าตัวแปรในการศึกษาครั้งนี้

ตัวแปร	คำย่อ	การวัดค่า
ตัวแปรตาม		
ผลการดำเนินงานทางการเงิน 1	Y1	ผลตอบแทนการลงทุนในสินทรัพย์ (ROA)
ผลการดำเนินงานทางการเงิน 2	Y2	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA)
เพื่อการวิเคราะห์ความอ่อนไหว		
ตัวแปรอิสระ: โครงสร้างความเป็นเจ้าของ		
โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากครอบครัว	X1	1 = บริษัทที่ถือหุ้นจากบุคคลในครอบครัว/เครือญาติเกินร้อยละ 35, 0 = อื่นๆ
โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากผู้บริหาร	X2	1 = บริษัทที่ถือหุ้นจากผู้บริหารเกินร้อยละ 35, 0 = อื่นๆ
โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากต่างชาติ	X3	1 = บริษัทที่ถือหุ้นจากต่างชาติเกินร้อยละ 35, 0 = อื่นๆ
โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากภาครัฐ	X4	1 = บริษัทที่ถือหุ้นจากภาครัฐเกินร้อยละ 35, 0 = อื่นๆ
ตัวแปรอิสระ: แนวทางปฏิบัติของคณะกรรมการ		
ขนาดของคณะกรรมการ	X5	จำนวนคณะกรรมการของบริษัท
สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ	X6	อัตราส่วนของคณะกรรมการอิสระต่อคณะกรรมการของบริษัท
การควมรวมตำแหน่ง	X7	1 = มีการควมรวมตำแหน่ง, 0 = อื่นๆ
ความอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบ	X8	1 = ความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบเกินร้อยละ 50 เป็นคนนอกองค์กร, 0 = อื่นๆ
ตัวแปรอิสระ: ลักษณะกิจการ		
ขนาดของบริษัท	X9	1 = บริษัทในกลุ่ม SET100, 0 = อื่นๆ
ลักษณะผู้สอบบัญชีของบริษัท	X10	1 = ผู้สอบบัญชีในกลุ่ม Big4, 0 = อื่นๆ

การวิเคราะห์ข้อมูลการทดสอบอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของ แนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการและลักษณะกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2556 ถึง 2558 การศึกษาใช้การวิเคราะห์เชิงพหุ โดยสมการจำนวน 2 สมการ ดังนี้

(โมเดลที่ 1)	Y1	=	a + b1X1 + b2X2 + b3X3 + b4X4 + b5X5 + b6X6 + b7X7 + b8X8 + b9X9 + b10X10 + error และ
(โมเดลที่ 2)	Y2	=	a + b1X1 + b2X2 + b3X3 + b4X4 + b5X5 + b6X6 + b7X7 + b8X8 + b9X9 + b10X10 + error (สมการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของตัวแปรตาม)
	Y1	=	ผลการดำเนินงานทางการเงิน (วัดจากผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์)
	Y2	=	ผลการดำเนินงานทางการเงิน (วัดจากผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ)
	X1	=	โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากครอบครัว
	X2	=	โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากผู้บริหาร
	X3	=	โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากต่างชาติ
	X4	=	โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากภาครัฐ
	X5	=	ขนาดของคณะกรรมการ
	X6	=	สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
	X7	=	การควบคุมตำแหน่ง
	X8	=	ความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบ
	X9	=	ขนาดของบริษัท
	X10	=	ลักษณะผู้สอบบัญชีของบริษัท

ผลการศึกษาและการอภิปรายผลการศึกษา

จากการเก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างจำนวน 322 บริษัท โดยรายงานประจำปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 ถึง 2558 ตารางที่ 2 แสดงผลการศึกษาพบว่าผลการดำเนินงานทางการเงินวัดด้วยวิธีผลตอบแทนต่อการลงทุนในสินทรัพย์เฉลี่ยเท่ากับ 8.3738 ขนาดคณะกรรมการเฉลี่ยเท่ากับ 11 คน และสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระเฉลี่ย เท่ากับ 0.3643 เท่า นอกจากนี้ผลการศึกษาแบ่งตัวแปรหุ่นตามความถี่และร้อยละดังนี้ โครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบครอบครัว จำนวน 124 บริษัท (ร้อยละ 38.51) และไม่ใช่ครอบครัว จำนวน 198 บริษัท (ร้อยละ 61.49) โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากผู้บริหาร จำนวน 155 บริษัท (ร้อยละ 48.14) และไม่ได้มาจากการบริหาร จำนวน 167 บริษัท (ร้อยละ 51.86) โครงสร้างความเป็นเจ้าของเป็นต่างชาติ จำนวน 30 บริษัท

(ร้อยละ 9.32) และเป็นเจ้าของในประเทศ จำนวน 292 บริษัท (ร้อยละ 90.68) โครงสร้างความเป็นเจ้าของเป็นภาครัฐจำนวน 6 บริษัท (ร้อยละ 1.86) และเป็นภาคเอกชนจำนวน 316 บริษัท (ร้อยละ 98.14) การควบรวมตำแหน่งมีจำนวน 300 บริษัท (ร้อยละ 93.17) ไม่มีการควบรวมตำแหน่งจำนวน 22 บริษัท (ร้อยละ 6.83) ขนาดของกิจการขนาดใหญ่ (SET100) มีจำนวน 61 บริษัท (ร้อยละ 18.94) และกิจการขนาดเล็ก (Non-Set100) จำนวน 261 บริษัท (ร้อยละ 81.06) และบริษัทที่ใช้ผู้สอบบัญชีจาก Big-4 มีจำนวน 190 บริษัท (ร้อยละ 59.01) และบริษัทที่ไม่ใช้ผู้สอบบัญชีจาก Big-4 จำนวน 132 บริษัท (ร้อยละ 40.99)

ตารางที่ 2: การวิเคราะห์เชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	SD	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
ผลการดำเนินงานทางการเงิน – ROA	8.3738	8.2951	48.46	-28.41
ขนาดคณะกรรมการ	11.0342	10.8432	218	1
สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ	.3643	.1275	1	0
ตัวแปรหุ่นกับผลตอบแทนจากการลงทุน	ค่าเฉลี่ย	SD	จำนวน	
โครงสร้าง - ครอบครั้ว	9.4709	7.92899	124	
ครอบครั้ว - ไม่ใช่ครอบครั้ว	7.6867	9.09445	198	
โครงสร้าง - เจ้าของจากผู้บริหาร	9.3984	8.14254	155	
ผู้บริหาร - เจ้าของไม่ใช่ผู้บริหาร	7.4228	9.09957	167	
โครงสร้าง - เจ้าของเป็นต่างชาติ	7.7587	5.86370	30	
ชาวต่างชาติ - เจ้าของในประเทศ	8.4370	8.94036	292	
โครงสร้าง - เจ้าของเป็นภาครัฐ	7.4917	6.47347	6	
ภาครัฐ - เจ้าของเป็นภาคเอกชน	8.3905	8.73871	316	
การรวม - ควบรวมตำแหน่ง	8.4136	8.81133	100	
ตำแหน่ง - ไม่ควบรวมตำแหน่ง	7.8305	7.06454	222	
ความเป็น - มีความเป็นอิสระ	8.1208	8.64869	284	
อิสระ - ไม่มีความเป็นอิสระ	10.2642	8.92451	38	
ขนาดของ - บริษัทขนาดใหญ่	12.2646	9.17569	61	
บริษัท - บริษัทขนาดเล็ก	7.4644	8.33860	261	
ลักษณะ - ผู้สอบบัญชี Big-4	8.9336	7.3243	190	
ผู้สอบบัญชี - ผู้สอบบัญชี Non-big-4	7.5680	10.33229	132	

ตารางที่ 3 ใช้ทดสอบ Multicollinearity โดยใช้ Variance Inflation Factor (VIF) เพื่อทดสอบความเกี่ยวพันและความสอดคล้องของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาทุกตัวว่าเป็นตัวแปรเดียวกันหรือไม่ ซึ่งผลจากการทดสอบโดยใช้สหสัมพันธ์พบค่า VIF สูงสุด

เท่ากับ 1.876 (โดยค่า VIF ไม่ควรเกิน 10 อ้างอิงจาก Silpcharu, (2010) และค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (t) ที่ใช้แต่ละตัวก็ไม่เกิน 0.750 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าตัวแปรทุกตัวที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้สามารถนำไปใช้ทดสอบความสัมพันธ์ด้วยวิธี Multiple regression model ได้นอกจากนี้เมื่อทดสอบสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรจากโครงสร้างการเป็นเจ้าของแนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการ ลักษณะของกิจการและผลการดำเนินงานทางการเงินแล้วพบความสัมพันธ์อย่างเป็นนัยสำคัญของผลการดำเนินงานการเงินเฉลี่ยวัดโดยผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ (ROA) และ โครงสร้างการเป็นเจ้าของจากผู้บริหาร

ตารางที่ 3: การทดสอบสหสัมพันธ์

ตัวแปร	ครอบครัว	ผู้บริหาร	ต่างชาติ	ภาครัฐ	ขนาด กรรมการ	สัดส่วน อิสระ	การควบคุม รวม	ความ อิสระ	ขนาด กิจการ	ผู้สอบ บัญชี
ROA	.100	.114*	-.023	-.014	-.020	.030	-.017	.080	.217**	.077
ครอบครัว	1	.438	-.188*	-.062	-.076	.005	.063	-.086	-.106	-.041
ผู้บริหาร		1	-.138*	-.041	-.032	.145**	.162**	-.168*	-.101	-.069
ต่างชาติ			1	-.044	.024	.069	-.083	-.015	.009	.202**
ภาครัฐ				1	-.011	-.183*	-.145*	-.021	.109	-.072
ขนาด กรรมการ					1	-.049	-.016	.164**	-.149*	-.060
สัดส่วนอิสระ						1	.071	-.045	-.070	.055
การควบคุมรวม							1	.015	.037	.025
ความอิสระ								1	.005	.028
ขนาดกิจการ									1	.177**
ผู้สอบบัญชี										1
VIF	1.236	1.758	0.765	0.644	0.725	0.845	0.684	1.197	1.876	1.064

** นัยสำคัญที่ระดับ 0.01, * นัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4 ใช้ทดสอบตามวัตถุประสงค์หลักของการศึกษาครั้งนี้ โดยสมการที่ 1 แสดงการทดสอบอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของ แนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการ และลักษณะของกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินวัดโดยผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากผู้บริหารและขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์อย่างเป็นนัยสำคัญเชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินเฉลี่ยวัดโดยผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

และ 0.01 ตามลำดับ ผลการศึกษาสอดคล้องกับผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีตของ Suttipun (2012) Chau and Gray (2010) Li et al. (2008) และ Mangena and Pike (2005) เนื่องจาก (1) กรณีโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากผู้บริหารจะไม่ก่อให้เกิด/ลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในด้านข่าวสารข้อมูล (Information Asymmetric) และไม่มี/ลดความขัดแย้งระหว่างเจ้าของและผู้บริหารได้เพราะเจ้าของบริษัทและผู้บริหารเป็นคนเดียวกัน หรือบุคคลกลุ่มเดียวกัน ทำให้ทิศทางการบริหารจัดการไม่มีความขัดแย้งสามารถตัดสินใจในนโยบายและการดำเนินงานที่สำคัญได้อย่างรวดเร็วและทันเวลาส่งผลให้ผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการสูงกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของจากผู้บริหาร และ (2) กรณีขนาดของกิจการเนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่ประกอบด้วยผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียจำนวนมากและหลากหลาย ดังนั้นบริษัทต้องตอบสนองความต้องการของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มตามพลังการต่อรองของแต่ละกลุ่ม นอกจากนี้บริษัทขนาดใหญ่จะมีความพร้อมและศักยภาพที่มากกว่าบริษัทขนาดเล็กส่งผลให้กิจการที่มีขนาดใหญ่กว่ามีผลการดำเนินงานทางการเงินสูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กกว่าอย่างไรก็ตามการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ ลักษณะของกิจการและผลการดำเนินงานทางการเงินวัดโดยผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ดังกล่าว ไม่พบความสัมพันธ์อย่างเป็นนัยสำคัญระหว่าง โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากครอบครัว โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากต่างประเทศ โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากภาครัฐ การควบรวมตำแหน่งความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบ ลักษณะของผู้สอบบัญชี และผลการดำเนินงานทางการเงินเฉลี่ยวัดโดยผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ ดังนั้นจากการทดสอบสมมติฐานในการศึกษาครั้งนี้ยอมรับ 2 สมมติฐาน คือ สมมติฐานที่ 3 โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากผู้บริหาร และสมมติฐานที่ 9 ขนาดของกิจการ แต่ปฏิเสธสมมติฐาน 8 สมมติฐาน

ตารางที่ 4: การทดสอบความสัมพันธ์เชิงพหุ

ตัวแปร	สมการที่ 1 (ROA)		สมการที่ 2 (EVA)	
	t	sig.	t	sig.
Constant	2.669	.046*	2.578	.056
โครงสร้างการเป็นเจ้าของแบบครอบครัว	1.291	.198	.493	.622
โครงสร้างการเป็นเจ้าของจากผู้บริหาร	2.622	.046*	.727	.468
โครงสร้างการเป็นเจ้าของจากต่างชาติ	-.177	.859	-.066	.947
โครงสร้างการเป็นเจ้าของจากภาครัฐ	-.661	.509	-.080	.936
ขนาดของคณะกรรมการ	-1.394	.164	-.027	.979
สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ	.635	.526	.465	.642
การควบคุมตำแหน่ง	-.285	.776	-2.894	.004**
ความอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบ	-1.314	.190	-.264	.792
ขนาดของบริษัท	4.229	.000**	4.809	.000**
ลักษณะผู้สอบบัญชี	.944	.346	.786	.432
R Square	.185		.106	
Adjusted R Square	.155		.078	
F-value	2.876 (.002**)		2.700 (.004**)	

** นัยสำคัญที่ระดับ 0.01, * นัยสำคัญที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4 สมการที่ 2 แสดงการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของตัวแปรโดยการเปลี่ยนตัวแปรตามจากผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดโดยผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์มาเป็นการวัดมูลค่าจากมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ โดยผลการศึกษาพบว่า การควบคุมตำแหน่งและขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์อย่างเป็นนัยสำคัญเชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินเฉลี่ยโดยจากมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ผลการศึกษาสอดคล้องกับผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องในอดีตของ Yermack (1996) Coleman (2007) Li et al. (2008) และ Mangena and Pike (2005) ทั้งนี้เพราะ (1) การควบคุมกิจการอาจเป็นการส่งสัญญาณความไม่โปร่งใสเกี่ยวกับการปกปิดข้อมูลและสร้างปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในด้านข่าวสารข้อมูลเพิ่มขึ้นระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหารที่ควบคุมตำแหน่ง นอกจากนี้การควบคุมตำแหน่งอาจทำให้เกิดความไม่โปร่งใส และลดความเชื่อมั่นในผู้ถือหุ้นรายย่อย นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ โดย Coleman (2007) พบว่าบริษัทจะมีผลการดำเนินงานทางการเงินสูงขึ้นเมื่อบริษัทแยกหน้าที่และบุคคลที่ความรับผิดชอบ

ระหว่างประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหารออกจากกัน และ (2) กรณีขนาดของกิจการเนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่ประกอบด้วยผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียจำนวนมากและหลากหลาย ดังนั้นบริษัทต้องตอบสนองความต้องการของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มตามพลังการต่อรองของแต่ละกลุ่ม นอกจากนี้บริษัทขนาดใหญ่จะมีความพร้อมและศักยภาพที่มากกว่าบริษัทขนาดเล็กส่งผลให้กิจการที่มีขนาดใหญ่กว่ามีผลการดำเนินงานทางการเงินสูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กกว่า อย่างไรก็ตามการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ ลักษณะของกิจการและผลการดำเนินงานทางการเงินวัดจากมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจดังกล่าว ไม่พบความสัมพันธ์อย่างเป็นนัยสำคัญระหว่าง โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากครอบครัว โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากผู้บริหาร โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากต่างประเทศ โครงสร้างความเป็นเจ้าของจากภาครัฐ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบ ลักษณะของผู้สอบบัญชี และผลการดำเนินงานทางการเงินเฉลี่ยวัดจากมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ

ผลการศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของ แนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการ และลักษณะของกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของตัวแปรตามที่แตกต่างกันระหว่างผลตอบแทนต่อการลงทุน และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจให้ผลการศึกษาที่แตกต่างกันอาจเป็นเพราะเครื่องมือวัดผลการดำเนินงานทั้ง 2 ประเภทเป็นเครื่องมือวัดข้อมูลที่แตกต่างกัน โดยอัตราผลตอบแทนต่อการลงทุนในสินทรัพย์เป็นเครื่องมือทางการเงิน ส่วนมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจเป็นเครื่องมือทางเศรษฐศาสตร์จึงทำให้อิทธิพลในส่วนของการสร้างการเป็นเจ้าของ และแนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินมีความแตกต่างกัน

สรุปผลและข้อเสนอแนะ

จากวัตถุประสงค์หลักของการศึกษาค้างนี้ คือ การทดสอบอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของ แนวทางในการปฏิบัติของคณะกรรมการ และลักษณะของกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง 2558 ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างการเป็นเจ้าของจากผู้บริหาร และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์อย่างเป็นนัยสำคัญเชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินเฉลี่ยวัดโดยผลตอบแทนต่อการลงทุนในสินทรัพย์

ประโยชน์ที่ได้รับจากผลการศึกษาครั้งนี้ คือ (1) ประโยชน์เชิงทฤษฎี ได้แก่ การนำผลของการศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของแนวทางในการปฏิบัติของ

คณะกรรมการ และลักษณะของกิจการต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไปอธิบายความขัดแย้งของเจ้าของกิจการ และผู้บริหารด้วยการใช้ทฤษฎีตัวการตัวแทนได้เหมือนกับผลการศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้อง ทั้งในต่างประเทศและในประเทศ นอกจากนี้ผลการศึกษายังสามารถใช้เป็นฐานข้อมูล ให้แก่นักศึกษา อาจารย์ นักวิจัย และผู้สนใจเพื่อการขยายขอบเขตการศึกษาที่เกี่ยวข้องนี้ ในอนาคต และ (2) ประโยชน์เชิงปฏิบัติ ได้แก่ การนำผลจากการศึกษาครั้งนี้ไปเพื่อพัฒนา การออกกฎหมายหรือข้อบังคับจากหน่วยงานกำกับดูแล อาทิ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย สภาวิชาชีพการบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์เพื่อปรับปรุงการกำกับดูแล กิจการในประเทศไทยให้เหมาะสมกับบริบทของประเทศและพร้อมในการเปรียบเทียบ หรือการแข่งขันกับต่างประเทศด้วย อีกทั้งทำให้บริษัทได้ตระหนักและเห็นความสำคัญ ของการมีการกำกับดูแลกิจการและประโยชน์อย่างยั่งยืนที่บริษัทและผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม จะได้รับ

ข้อจำกัดที่เกิดขึ้นจากการศึกษาครั้งนี้ คือ (1) ระยะเวลาของการศึกษาวิจัยทำได้ แบบระยะกลางไม่สามารถทำได้แบบระยะยาว เช่น 5-10 ปี เนื่องจากข้อจำกัดของเวลาและ การศึกษาครั้งนี้พยายามที่จะใช้กลุ่มตัวอย่างให้เยอะที่สุดกว้างงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต (2) ปัจจัยและตัวชี้วัดด้านโครงสร้างการเป็นเจ้าของและแนวทางปฏิบัติของคณะกรรมการ มีอยู่มากมายแต่การศึกษานี้พบว่าตัวแปรด้านโครงสร้างการเป็นเจ้าของและแนวทาง ปฏิบัติของคณะกรรมการที่ใช้จำนวน 8 ตัวแปรก็มีอิทธิพลกับผลการดำเนินงานทางการเงิน ของกิจการในประเทศกำลังพัฒนา และ (3) การศึกษาไม่มีการเปรียบเทียบกับบริษัท ในตลาดหลักทรัพย์อื่นๆที่มีลักษณะใกล้เคียงหรือใช้มาตรฐานใกล้เคียงกับประเทศไทย เช่น ประเทศมาเลเซีย หรือประเทศอินโดนีเซีย เป็นต้น ดังนั้นข้อเสนอแนะสำหรับการ ศึกษาต่อไปในอนาคตจะทำการศึกษาข้อมูลแบบระยะยาวโดยใช้การเปรียบเทียบ ระหว่างประเทศสมาชิกประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน และใช้ปัจจัยด้านการกำกับดูแลอื่นๆ เพื่อทดสอบผลการดำเนินงานของกิจการ

References

- Abeysekera, I. (2010). The influence of board size on intellectual capital disclosures by Kenyan listed firms. *Journal of Intellectual Capital*, 11(4), 504-518.
- Balal, A.R. (2000). Environmental reporting in developing countries: empirical evidence from Bangladesh. *Eco-Management and Auditing*, 7(3), 114-121.
- Bauer, R., Guenster, N. & Otten, R. (2003). *The effect on stock returns, firm value and performance: empirical evidence on corporate governance in Europe*. EPMA 2004 Basel Meetings Paper. <http://www.ssrn.com>.
- Bhagat, S. & Black, B. (2001). *The non-correlation between board independence and long term firm performance*. <http://www.ssrn.com/abstract=133808>, searching in 2016, October 10.
- Bonna, A.K. (2012). The impact of corporate governance on corporate financial performance. Doctoral Thesis, Walden University, the United State of America.
- Brammer, S. & Pavelin, S. (2006). Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 17, 120-136.
- Chamnankij, O. & Suttipun, M. (2016). The relationship between corporate governance and triple bottom line reporting: a case study of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Business Administration*, 39(149), 23-43. (in Thai)
- Chansaporn, S. (2003). *Factors associated with audit committee effectiveness in corporate governance: an internal auditor's perspective*. Master Degree: Chulalongkorn University. (in Thai)
- Chau, G. & Gray, S.J. (2010). Family ownership, board independence and voluntary disclosure: evidence from Hong Kong. *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, 19(2), 93-109.
- Chobpichien, J. (2009). The effect of scope of business operations as conglomerate on the relationship between corporate governance characteristics and voluntary disclosures in the annual report about social responsibility of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Management Science*, 1(1), 85-107. (in Thai)

- Coleman, K.A. (2007). Corporate governance and shareholder value maximization: an African perspective. *Journal Compilation African Development Bank*.
- Eisenberg, N., Cumberland, A. & Spinrad, T.L. (1998). Parental socialization of emotion. *Psychological Inquiry*, 9, 241-273.
- Eng, L.L. & Mak, Y.T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Finance*, 46, 1325-1360.
- Haji, A.A. & Ghazali, N.A.M. (2013). A longitudinal examination of intellectual capital disclosures and corporate governance attributes in Malaysia. *Asian Review of Accounting*, 21(1), 27-52.
- Ho, S. & Wong. (2001). A study of the relationship between corporate governance structure and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10(2), 139-156.
- Intachaiwong, N. (2013). *The impact of corporate governance and firm performance: a case study of listed companies in the Stock Exchange of Thailand*. Master Degree: Bangkok University. (in Thai)
- Jensen, M.C. & Mecking, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Li, H.X., Wang, Z.J. & Deng, X.L. (2008). Ownership, independence directors, agency cost and financial distress: evidence from *Chinese listed companies*. *Corporate Governance*, 8(5), 22-36.
- Mak, Y. & Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 301-318.
- Mangena, M. & Pike, R. (2005). The effect of audit committee shareholding, financial expertise and size on interim financial disclosures. *Accounting & Business Research*, 35(4), 327-349.
- McColgan, P. (2001). *Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective*. Department of Accounting and Finance, University of Strathclyde, Glasgow.

- Mokthaisong, P., Buasook, S., Jampachisri, K. and Lonkani, R. (2014). The relationship between corporate governance mechanisms, ownership structure, agency cost and earning quality in Thai listed companies. *Journal of Modern Management Science*, 7(1), 1-10. (in Thai)
- Onlutee, M. (2013). *The relationship between corporate governance and environmental disclosures in annual reports: a case study of listed companies in the Market for Alternative Investment*. Master Degree: Prince of Songkla University. (in Thai)
- Pham, P., Suchard, J. & Zein, J. (2007). *Corporate governance and alternative performance measures: evidence from Australian firms*. <http://www.ssrn.com/abstract=105985>, searching in 2016, October 10.
- Ratchatawan, J. (2006). *A comparison of factors that affect the quality of environmental disclosure in manufacturing industry and that in service industry: an empirical research of companies listed in the Stock Exchange of Thailand*. Doctoral Degree: Chulalongkorn University. (in Thai)
- Sathitmanwiwat, K. (2005). *The relationship between control mechanisms in corporate governance and corporate performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand other than financial institutions*. Master Degree: Chulalongkorn University. (in Thai)
- Schipper, K. & Vincent, L. (2003). Earning quality. *Accounting Horizon*, 17, 97-110.
- Siritanan N. (2007). Factors effecting on disclosure level of the listed company in the Stock Exchange of Thailand. *Kasetsart Applied Business Journal*, 1(1), 9-16. (in Thai)
- Silpcharu, T. (2010). *Research and statistical analysis by SPSS (Edition 11)*. Bangkok: S.R. Printing Mass Product. (in Thai)
- Srijunpetch, S. (2008). Corporate governance theory. *Journal of Business Administration*, 31(120), 2-3. (in Thai)
- Suttipun, M. (2012). Environmental disclosures in corporate annual reports: a case study of SET50 listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Chulalongkorn Business Review*, 34(132), 47-67. (in Thai)

- Suttipun, M. (2012). Triple Bottom Line reporting in annual reports: a case study of companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). *Asian Journal of Finance & Accounting*, 4(1), 69-92.
- Taliyang, S.M. & Jusop, M. (2011). Intellectual capital disclosure and corporate governance structure: evidence in Malaysia. *International Journal of Business and Management*, 6(12).
- The Stock Exchange of Thailand (SET). (2012). Company Listed in the Stock Exchange of Thailand. Retrieved May 10, 2016, www.set.or.th/th/regulations/cg/roles_p1.html. (in Thai)
- Wiwattanakantang, Y. (2000). *The ownership structure, capital structure and performance of Thai firms*. Doctoral Thesis, Hitotsubashi University, Tokyo.
- Yamane, T. (1973). *Statistics: an introductory analysis 3rd edition*. New York: Harper & Row.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 85-211.