

การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ ตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

CORPORATE GOVERNANCE, FIRM PERFORMANCE AND MARKET VALUE: LISTED FIRMS IN THAILAND (MAI)

Received: August 19, 2019

Revised: October 25, 2019

Accepted: October 31, 2019

เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ*

Penjan Seangarvut*

พัทธนันท์ เพชรเชิดชู**

Pattanant Prakobsaeng**

ศิริเดช คำสุพรหม***

Siridech Kumsuprom***

* นักศึกษาปริญญาเอก หลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (การบัญชี) วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

* Ph.D. Candidate, Doctor of Philosophy Program in Accountancy, College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University

* Email: penjan_tib@hotmail.com

** ปริญญาเอก รองอธิการบดีสาขานานาชาติสัมพันธ์ และ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

** Ph.D., Vice President for Strategic Alliances and CEO, College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University

** Email: pattanant.peo@dpu.ac.th

*** ปริญญาเอก คณบดี วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

*** Ph.D., Dean, College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University

*** Email: siridech.kum@dpu.ac.th

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI 2) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI 3) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ ผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยใช้วิธีการวิจัยแบบเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม MAI จำนวน 77 บริษัท วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model: SEM) ผลการวิจัย พบว่า 1) ผลการพัฒนาแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วยองค์ประกอบ โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี เป็นไปตามแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาด แบบจำลองสมการที่ผู้วิจัยพัฒนาขึ้นมีความเหมาะสมสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และ 2) การกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน และส่งผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน มูลค่ากิจการตามราคาตลาด

Abstract

The purposes of this research are 1) study the relationship between Corporate Governance (Shareholder structure, Board of Directors Structure, Directors' remuneration and Audit fee) and Firm Performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand in the MAI group, 2) study the relationship between the Firm Performance and Market Value of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand in the MAI group, and 3) study the relationship between results Impact of Corporate Governance (Shareholder structure, Board of Directors Structure, Directors' remuneration and Audit fees) on the Firm Performance and Market Value of listed companies in the Stock Exchange of Thailand in the MAI group using quantitative research. The sample group is the listed companies in the Stock Exchange of Thailand in the MAI group total 77 companies, analyzed by statistical analysis, Structural Equation Model (SEM). The research found that: 1) The development of the causal relationship model of Corporate Governance composed of Shareholder structure, Board of Directors Structure, Directors' remuneration and Audit fee follow the causal relationship model of Firm Performance and the Market Value to the market price. The structural equation model is appropriate in accordance with the empirical data, and 2) Corporate Governance by Board of Directors Structure, Directors' remuneration and Audit Fee, there are relationship with the operating results and affecting the Market value to the market price with statistical significance.

Keywords: Corporate Governance, Firm Performance, Market Value

บทนำ

การขยายตัวทางเศรษฐกิจ และสังคมประกอบกับการพัฒนาทางด้านเทคโนโลยี ส่งผลทำให้ธุรกิจจำเป็นต้องปรับตัวให้ทันต่อการเปลี่ยนแปลง และภาวะการแข่งขันที่เพิ่มมากขึ้น การนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการขยายการลงทุนในด้านโครงสร้างเงินทุน เพื่อเพิ่มความสามารถในการแข่งขันและลดความเสี่ยงทางธุรกิจ ปัจจุบันในตลาดหลักทรัพย์กำลังมุ่งเน้นในเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่อาจมีผลต่อผลการดำเนินงาน เพื่อไปเพิ่มมูลค่าทางการตลาดแบบยั่งยืน การกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นข้อกำหนดที่ตลาดหลักทรัพย์บังคับให้บริษัทจดทะเบียนต้องปฏิบัติในการสร้างความยั่งยืนต่อธุรกิจ โดยเฉพาะกลุ่มบริษัทในตลาด MAI ซึ่งปัจจุบันยังเป็นบริษัทที่มีขนาดเล็กและเพิ่งเข้าสู่ตลาดใหม่ ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงไม่สามารถทำได้ดีเท่ากับบริษัทในตลาดหลัก ที่จะมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีการกระจายตัวก็จะเป็นสาธารณะมากขึ้น ไม่ขึ้นอยู่กับตระกูลใดตระกูลหนึ่ง โดยที่บริษัทที่ไม่อยู่ในตระกูลใดตระกูลหนึ่ง จะได้ CG อันดับต้นๆ เช่น ปตท. (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR), 2018) การกำกับดูแลกิจการที่ดี มีส่วนเกี่ยวข้องกับผู้บริหารต้องดำเนินงานอย่างโปร่งใส เปิดเผยงบการเงินให้เป็นไปตามมาตรฐาน และหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้อง กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีทั้งกลไกจากภายใน และกลไกจากภายนอก เช่น โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี องค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีเหล่านี้อาจมีผลต่อผลการดำเนินงานที่สามารถเพิ่มมูลค่าทางการตลาดได้

ดังนั้นจากความสำคัญดังกล่าวผู้วิจัยจึงเห็นความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งเป็นกระบวนการในการติดตามตรวจสอบการบริหารงานได้ตรงตามวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้น ดังนั้นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากภายในและภายนอกมีส่วนเกี่ยวข้องที่เป็นประเด็นที่น่าสนใจกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI
3. เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ ผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

นิยามศัพท์

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) สำหรับงานวิจัยนี้ กล่าวถึง โครงสร้างผู้ถือหุ้น (สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ) โครงสร้างกรรมการบริษัท (สัดส่วนกรรมการบริหาร สัดส่วนกรรมการอิสระ สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ) ค่าตอบแทนกรรมการ (ค่าตอบแทนรายเดือน โบนัสรายปี เบี้ยประชุม ค่าตอบแทนอื่นๆ) และค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี (ขนาดของกิจการ ระดับความเสี่ยงของกิจการ ความซับซ้อนของกิจการ)

ผลการดำเนินงาน (Firm's Performance) หมายถึง การประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานที่สะท้อนถึงการเติบโตของยอดขายและการเติบโตของส่วนแบ่งการตลาดที่นำไปสู่การสร้างกำไรขององค์กร สำหรับงานวิจัยนี้มุ่งศึกษาเกี่ยวกับ EBIT Margin, EBITDA Margin และ EBT Margin

มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (Market Values) หมายถึง อัตราส่วนที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของกิจการในรูปแบบกำไรสุทธิต่อหุ้นและอัตรากำไรสุทธิโดยใช้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิหรือราคาตามบัญชีต่อหุ้นเพื่อประกอบการพิจารณาตัดสินการลงทุนในด้าน P/E Ratio, P/BV, และ Tobin's Q

แนวคิดและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) จากงานวิจัยของ Mouselli and Hussainey (2014) ได้กล่าวถึง ผลกระทบที่ทำให้คุณภาพกลไกการกำกับดูแลกิจการมีผลการดำเนินงานบริษัทที่ช่วยลดปัญหาด้านตัวแทนเนื่องจากสามารถติดตาม กำกับ ดูแล ผู้บริหารในการจัดการผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นคณะกรรมการบริษัทเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียในการควบคุม ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสนใจศึกษาใน 4 ชุดตัวแปร โดยตัวแปรชุดที่ 1 คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้น กล่าวถึง (1) สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ Tee et al. (2018) พบว่า แรงจูงใจของประธานกรรมการและผู้จัดการ ผลการดำเนินงาน โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผู้บริหารรายหลักเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีแรงจูงใจในการทำงานสูงกว่าและส่งผลต่อการดำเนินงานสูง (2) สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว Tee et al. (2018) การถือหุ้นของผู้บริหารจะทำให้มีแรงจูงใจ (Motivation) ในการทำงานสูงกว่าบริษัทที่ผู้บริหารรับเพียงเงินเดือนอย่างเดียว Cho and Sang (2017) พบว่า แรงจูงใจของ CEO ในการปกป้องความสำเร็จในระยะสั้นส่งผลต่อนวัตกรรมของบริษัท (3) สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน Celik and Isaksson (2014) กล่าวว่า นักลงทุนสถาบันเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่หรือกลุ่มบริษัทในเครือทำหน้าที่อิสระ พฤติกรรมการถือครองหุ้นของกองทุนรวมทั้งแตกต่างกันส่งผลให้ผลตอบแทนของกองทุนและการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นแตกต่างกัน (4) สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ Alsaeed, 2006 พบว่า การถือหุ้นต่างชาติช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายอื่น ตัวแปรชุดที่ 2 โครงสร้างกรรมการ กล่าวถึง (1) สัดส่วนกรรมการบริหาร Arora & Sharma (2016) พบว่า คณะกรรมการบริหารบริษัทส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถบรรลุผลทางการบัญชีและการตลาดที่สูงขึ้น (2) สัดส่วนกรรมการอิสระ จากผลงานวิจัยของ Gulzar & Wang (2011) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนของกรรมการอิสระ สัดส่วนของการถือหุ้นของกรรมการ การเข้าประชุมของคณะกรรมการ มีบทบาทสำคัญในการลดการจัดการรายได้และมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการจัดการรายได้กับผลการดำเนินงานและคุณลักษณะการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างกัน (3) สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ Johl et al (2015) พบว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ บริษัทด้วยประสิทธิภาพการทำงานของคณะกรรมการที่มั่นคง มีความขยันการประชุมคณะกรรมการมีผลกระทบต่อประสิทธิภาพการทำงานของบริษัท ความเชี่ยวชาญด้านการบัญชีและผลการดำเนินงานของบริษัท ตัวแปรชุดที่ 3 ค่าตอบแทนกรรมการ จากผลการวิจัยของ Tee et al. (2018) พบว่า แรงจูงใจของประธานกรรมการและผู้จัดการ ผลการดำเนินงาน โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผู้บริหารรายหลักเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีแรงจูงใจในการทำงานสูงกว่าและส่งผลต่อการดำเนินงานสูง การจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารจะประกอบไปด้วยค่าตอบแทนเป็นรายเดือนหรือเงินเดือน (CEO PAY) เงินชดเชย (CEO Abnormal Pay) รางวัลหุ้น (CEO Stock Awards) และ CEO Option Awards ตัวแปรชุดที่ 4 ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี จากงานวิจัยของ Che-Ahmad and Houghton (1996) กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี ขนาดของกิจการ ความซับซ้อนและระดับความเสี่ยงของกิจการลูกค้ามีอิทธิพลต่อราคาค่าตรวจสอบบัญชีอย่างมีสาระสำคัญของ 8 บริษัทผู้สอบบัญชีใหญ่ Niemi (2004) พบว่า ขนาดของผู้สอบบัญชี ราคาผู้สอบบัญชี และค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวก ซึ่งแสดงให้เห็นถึงค่าธรรมเนียมในการตรวจสอบบัญชีจะผันแปรตามคุณลักษณะของสำนักงานบัญชีและคุณลักษณะของลูกค้า Belle et al. (2008) ได้ศึกษาความสัมพันธ์การใช้แรงงาน ค่าธรรมเนียมและความเสี่ยงทางธุรกิจพบว่า ลูกค้ามีความเสี่ยงเป็นปกติโดยได้รับมอบหมายถึงความพยายามมากขึ้นแล้วนั้นส่งผลต่อค่าสอบที่สูงขึ้นด้วยกล่าวคือการกำหนดราคาค่าสอบในภายหลังและการเกิดความเสี่ยงของแนวทางการวางแผนการตรวจสอบมีความสำคัญกับราคาผู้สอบที่สูงขึ้น Martinez and Moraes (2014)

ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมกับผู้สอบบัญชีและประสิทธิภาพของบริษัทจดทะเบียนในบราซิล พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างเข้มแข็งระหว่างค่าสอบบัญชีกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ

ผลการดำเนินงาน (Firm Performance) การวัดผลการดำเนินงานของบริษัทตามคำนิยามของนักวิจัย Robert Luciano (2003) ได้เขียนบทความโดยกล่าวถึง รายได้ก่อนดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เป็นมาตรการทางการเงินที่ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางและนำไปใช้ในตลาดการเงินเพื่อวัตถุประสงค์มากมายรวมถึงการวิเคราะห์ทางการเงิน การวิเคราะห์สินเชื่อ และการประเมินมูลค่าการแพร่กระจายของการใช้ EBITDA Margin EBIT Margin และ EBT Margin เป็นตัวแทนในแบบจำลอง

มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (Market Value) Sechnackenberg and Tomlinson (2016) กล่าวถึงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนเงินปันผลต่อหุ้น มูลค่าตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น โดยอัตราส่วนทางการเงินในการวิเคราะห์ผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและความเชื่อถือได้ของผู้มีส่วนได้เสียตามมูลค่าตลาดของบริษัท Beiner et al (2004) กล่าวถึงขนาดของกรรมการ ผลการดำเนินงานและ มูลค่ากิจการ Tobin's Q พบว่าโครงสร้างการถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานจากมูลค่ากิจการ Tobin's Q Carvalhal and Pereira (2005) วัดผลการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานโดยมูลค่ากิจการ Tobins Q พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการระดับดีและมูลค่ากิจการ และความต่อเนื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้นจากการวัดค่าของTobin's Q จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทำให้สามารถพัฒนาสมมติฐานในการวิจัยได้ดังนี้

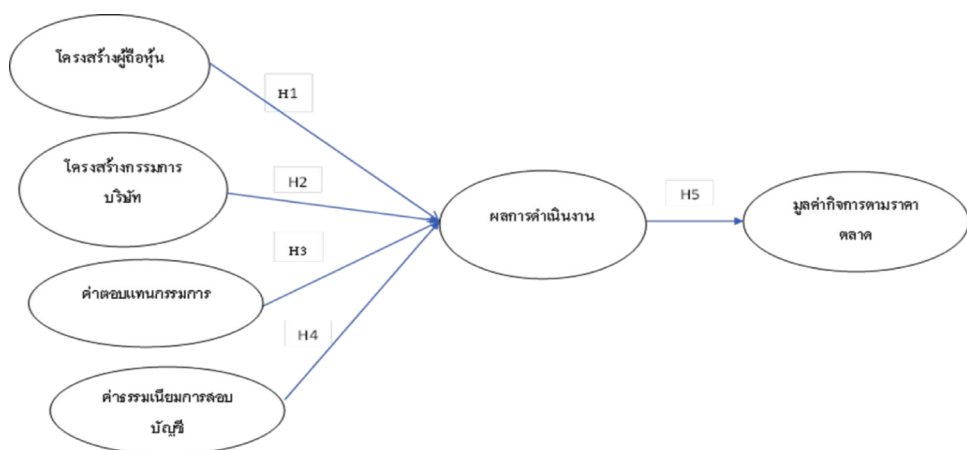
สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

สมมติฐานที่ 2 โครงสร้างกรรมการมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

สมมติฐานที่ 3 ค่าตอบแทนกรรมการมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

สมมติฐานที่ 4 ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

สมมติฐานที่ 5 ผลการดำเนินงานมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI เป็นการวิจัยแบบเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ที่ผู้วิจัยได้ใช้การทบทวนวรรณกรรม แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อนำไปสู่กระบวนการสร้างและพัฒนากรอบแนวคิดการวิจัยที่ประกอบไปด้วยตัวแปรแฝงภายในและภายนอก การระบุเส้นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ตลอดจนการกำหนดองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องและทำการศึกษาเพื่อนำไปสู่การพัฒนาเครื่องมือการวิจัยได้แก่ แบบบันทึกข้อมูลก่อนที่จะดำเนินการเก็บข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างเพื่อมาทำการวิเคราะห์หาค่าความสัมพันธ์ (Structural Equation Model: SEM) เพื่ออธิบายผลความสัมพันธ์หรืออิทธิพลต่างๆ ที่เกิดขึ้น กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI จำนวนตัวอย่างที่ศึกษา 77 บริษัท โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี (Annual Report) แบบ 56-1 ฐานข้อมูลจาก SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ที่มีผลการดำเนินงานติดต่อกันระหว่างปี 2557-2561 รวมระยะเวลาในการศึกษา 5 ปี ซึ่งไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูผลการดำเนินงาน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทุนสัดเพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่แจ้งว่าไม่ประสงค์จะให้เปิดเผยข้อมูลและบริษัทที่ไม่มีความสมบูรณ์ของข้อมูลหรือบริษัทที่ได้มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในระหว่างปีที่มีผลการประเมินติดต่อกัน 5 ปี โดยเก็บรวบรวมข้อมูลเชิงปริมาณเพื่อมาทำการบันทึกข้อมูลเป็นรหัส ก่อนเข้าสู่กระบวนการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยได้มีการใช้ สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าความเบ้ ค่าความโด่ง และใช้สถิติการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) สำหรับการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง ของการสร้างตัวแบบที่ผู้วิจัยทำการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อกำหนดเป็นกรอบแนวคิดและใช้โปรแกรมทางสถิติเพื่อตรวจสอบความกลมกลืนของแบบจำลองการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (Model Fit) โดยผู้วิจัยทำการตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดลเชิงประจักษ์ (Assessment of Model Fit) โดยดัชนีที่ใช้ในการตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดล (Measurement Model) กับข้อมูลเชิงประจักษ์ ประกอบด้วยดัชนีค่า Chi-Square, χ^2/df , CFI, GFI, AGFI, RMSEA และ SRMR โดยเกณฑ์ในการตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ สามารถอธิบาย ได้ดังนี้ (สุภมาส อังคุโชติ, 2554)

ดัชนีความกลมกลืน

เกณฑ์

χ^2 -test	ไม่มีนัยสำคัญ ($P>0.05$)
χ^2/df	< 2.00 สอดคล้องกลมกลืนดี
CFI	≥ 0.95 สอดคล้องกลมกลืนดี, 0.90-0.95 สอดคล้องกลมกลืนยอมรับได้
GFI	≥ 0.95 สอดคล้องกลมกลืนดี, 0.90-0.95 สอดคล้องกลมกลืนยอมรับได้
AGFI	≥ 0.95 สอดคล้องกลมกลืนดี, 0.90-0.95 สอดคล้องกลมกลืนยอมรับได้
RMSEA	< 0.05 สอดคล้องกลมกลืนดี
SRMR	< 0.05 สอดคล้องกลมกลืนดี

สัญลักษณ์แทนค่าที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

N	กลุ่มประชากรเป้าหมาย
Mean	ค่าเฉลี่ย
MIN	คะแนนต่ำสุด (Minimum)
MAX	คะแนนสูงสุด (Maximum)
S.D.	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
SK	ค่าความเบ้ (Skewness)
KU	ค่าความโด่ง (Kurtosis)

P	ระดับนัยสำคัญทางสถิติ
χ^2 / DF หรือ CM/ DF	ค่าสัดส่วนเปรียบเทียบระหว่างค่า Chi-squareและองศาอิสระ
RMSEA	ค่ารากที่สองของค่าเฉลี่ยความคาดเคลื่อนกำลังสองการประมาณค่า
GFI	ค่าดัชนีวัดระดับความสอดคล้องหรือความกลมกลืน
AGFI	ดัชนีวัดระดับความสอดคล้องหรือความกลมกลืนที่ปรับแก้
CFI	ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องเปรียบเทียบ
PGFI	ค่าปริมาณความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วมที่อธิบายได้ด้วยโมเดลที่ปรับแก้ด้วยความซับซ้อนของโมเดล
GAMMA	เมทริกซ์อิทธิพลเชิงสาเหตุจากตัวแปรแฝงภายนอก (Exogenous Variable) ไปตัวแปรภายใน (Endogenous Variable)
BETA	เมทริกซ์อิทธิพลเชิงสาเหตุจากตัวแปรภายใน
LAMDA X	เมทริกซ์สัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรสังเกตได้ภายนอกบนตัวแปรแฝงภายนอก
LAMDA Y	เมทริกซ์สัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรสังเกตได้ภายในบนตัวแปรแฝงภายใน
TE	อิทธิพลรวม (Total Effect)
DE	อิทธิทางตรง (Direct Effect)
IE	อิทธิทางอ้อม (Indirect Effect)

สัญลักษณ์ที่ใช้แทนตัวแปร

SHS	โครงสร้างผู้ถือหุ้น
SBP	สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่
SFP	สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว
SIO	ผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน
SOV	สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ
CBS	โครงสร้างกรรมการบริษัท
BEP	สัดส่วนกรรมการบริหาร
BIP	สัดส่วนกรรมการอิสระ
BFP	สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ
DRT	ค่าตอบแทนกรรมการ
MON	รายได้เงิน
BON	โบนัสรายปี
MAL	เบี้ยประชุม
CMS	ผลประโยชน์อื่น หุ้นหรือหลักทรัพย์
ADF	ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี
CFS	ขนาดของกิจการลูกค้า
CUR	ระดับความเสี่ยงของกิจการลูกค้า
COP	ความซับซ้อนของกิจการลูกค้า
FPM	ผลการดำเนินงาน
EBIT	EBIT Margin อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี
EBITDA	EBITDA Margin อัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

EBT	EBT Margin อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี
MKV	มูลค่ากิจการตามราคาตลาด
PER	มูลค่าตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (Price-Earnings Ratio: P/E Ratio)
PBV	มูลค่าหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio) หรือ P/BV
TBQ	มูลค่ากิจการ Tobin's Q

ผลการวิจัย

1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของตัวแปรสังเกตได้

ตาราง 1 แสดงค่าสถิติพรรณนาลักษณะของตัวแปร (N = 385)

ตัวแปร	$\bar{X}$	S.D.	MIN	MAX	แปลผล	SK	KU
SBP	4.3662	.61101	1.00	5.00	มาก	-.820	2.164
SFP	4.4078	.57504	1.00	5.00	มาก	-.832	2.982
SIO	4.4753	.59515	1.00	5.00	มาก	-.947	1.953
SOS	4.3818	.58824	1.00	5.00	มาก	-.497	.237
BEP	4.4649	.60763	1.00	5.00	มาก	-1.020	2.211
BIP	4.2883	.60595	1.00	5.00	มาก	-.590	1.251
BFP	4.3974	.61703	1.00	5.00	มาก	-1.309	5.400
MON	4.1584	.69473	1.00	5.00	มาก	-.505	.154
BON	4.3455	.61461	1.00	5.00	มาก	-.780	2.042
MAL	4.4260	.54995	1.00	5.00	มาก	-.223	-.969
OTH	4.4623	.55833	1.00	5.00	มาก	-.392	-.870
CFS	4.2597	.62921	1.00	5.00	มาก	-.706	1.913
CUR	4.2182	.69160	1.00	5.00	มาก	-.841	1.848
COP	4.3818	.64322	1.00	5.00	มาก	-1.086	3.041
EBIT	4.2416	.68567	1.00	5.00	มาก	-1.082	3.190
EBITDA	4.1377	.74600	1.00	5.00	มาก	-.947	1.924
EBT	4.1221	.73821	1.00	5.00	มาก	-1.017	2.504
PER	4.1403	.80433	1.00	5.00	มาก	-1.135	2.317
PBV	4.2416	.67031	1.00	5.00	มาก	-1.160	4.186
TBQ	4.1766	.76033	1.00	5.00	มาก	-1.166	2.631

จากตาราง 1 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพรรณนาของตัวแปรสังเกตได้ พบว่า ตัวแปรสังเกตได้ส่วนใหญ่ มีค่าเฉลี่ยอยู่ในระดับมาก ($\bar{X}$ อยู่ระหว่าง 4.1221 ถึง 4.4753) โดยพบว่า ตัวแปรสังเกตได้ ผู้ถือหุ้น นักลงทุนสถาบัน (SIO) มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุด ($\bar{X} = 4.4753$) และตัวแปรสังเกตได้ อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี (EBT) มีค่าเฉลี่ยน้อยที่สุด ($\bar{X} = 4.1221$) และตัวแปรสังเกตได้ มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) อยู่ระหว่าง 0.54995-0.80433 แสดงให้เห็นว่าข้อมูลมีการกระจายตัวอยู่ใกล้กับค่าเฉลี่ย เนื่องจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานดังกล่าวมีค่าไม่เกินไป

เมื่อพิจารณาค่าความเบ้ (Skewness) หรือความไม่สมมาตรของการแจกแจงในภาพรวม พบว่า ตัวแปรสังเกตได้ ที่อยู่ในแบบจำลองมีความเบ้อยู่ระหว่าง -0.223 ถึง -1.309 โดยพบว่า ตัวแปรสังเกตได้ มีการแจกแจงในลักษณะเบ้ซ้าย (ค่าความเบ้เป็นลบ) แสดงว่าข้อมูลของตัวแปรสังเกตได้ส่วนใหญ่มีค่าคะแนนสูงกว่าค่าเฉลี่ยทุกตัวแปร เมื่อพิจารณาค่าความโด่ง (Kurtosis) หรือความสูงของการแจกแจง

พบว่า ตัวแปรสังเกตได้ที่อยู่ในแบบจำลองมีค่าความโค้งอยู่ระหว่าง -0.969 ถึง 5.4 โดยพบว่า ตัวแปรสังเกตได้ส่วนใหญ่มีค่าความโค้งสูงกว่าปกติ ซึ่งค่าความโค้งของตัวแปรที่คำนวณได้ส่วนใหญ่มีมากกว่าศูนย์ แสดงว่า ข้อมูลของตัวแปรสังเกตได้ดังกล่าวมีการกระจายข้อมูลน้อย แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาค่าความเบ้ และความโค้งโดยรวม พบว่า ค่าความเบ้และความโค้งส่วนใหญ่มีความแตกต่างจากศูนย์เพียงเล็กน้อย จึงถือว่าตัวแปรสังเกตได้มีการแจกแจงแบบปกติ จึงเหมาะสมที่จะนำไปวิเคราะห์แบบจำลองสมการเชิงโครงสร้าง

2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ โดยพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Product Moment Correlation) ทำให้ได้เมทริกซ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์แบบจำลองสมการเชิงโครงสร้าง เนื่องจากข้อตกลงเบื้องต้นที่สำคัญของการวิเคราะห์องค์ประกอบ คือ ตัวแปรต้องมีความสัมพันธ์กัน และเพื่อตรวจสอบว่าข้อมูลตัวแปรสังเกตได้สามารถนำมาวิเคราะห์องค์ประกอบในการรวมกลุ่มของตัวแปรที่สัมพันธ์กัน เพื่อตรวจสอบว่าข้อมูลตัวแปรสังเกตได้สามารถนำมาวิเคราะห์องค์ประกอบในการรวมกลุ่มของตัวแปรที่สัมพันธ์กัน ผู้วิจัยใช้ค่าสถิติทดสอบ 2 ตัว คือ Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy (KMO) และสถิติ Bartlett's test of sphericity เพื่อทดสอบว่าตัวแปรสังเกตได้ทั้งหมดเป็นเมทริกซ์เอกลักษณ์ (Identity Matrix) หรือไม่ (สุภมาส อังศุโชติ, 2554) ผลการวิเคราะห์สามารถนำเสนอได้ดังนี้

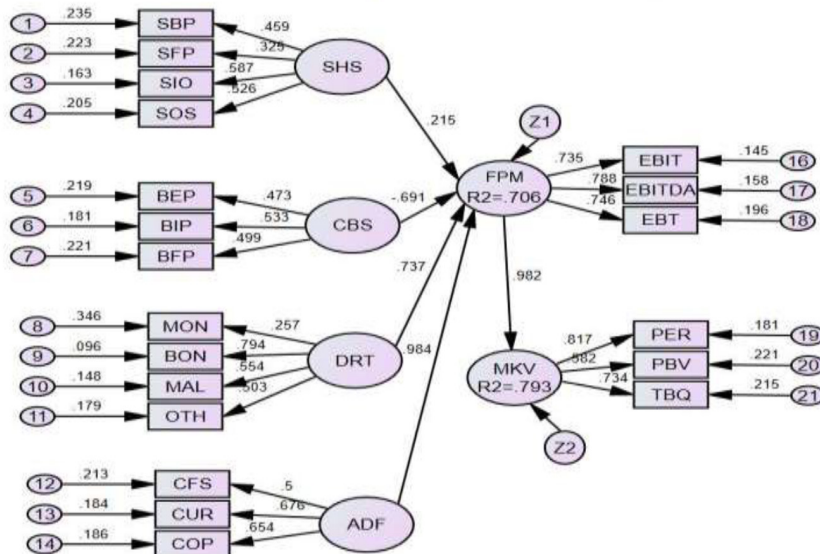
3. ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างตามสมมติฐาน

3.1 ผลการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลไกของแบบจำลองโดยรวมหลังปรับโมเดล

ดังนี้

Chi-square = 137.440, Chi-square/df = 1.227, df = 112, p = 0.052, GFI = 0.964

CFI = 0.960, RMR = 0.100, RMSEA = 0.024, SRMR=.0352



ภาพที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์อิทธิพลของตัวแปรในแบบจำลองการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ตาราง 2 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลองหลังปรับโมเดล

ดัชนีความกลมกลืน	เกณฑ์	ก่อนปรับแบบจำลอง		หลังปรับแบบจำลอง	
		ค่าดัชนีที่ได้	ผลการพิจารณา	ค่าดัชนีที่ได้	ผลการพิจารณา
χ^2/df	< 2.00	11.086	ไม่ผ่านเกณฑ์	1.227	ผ่านเกณฑ์
CFI	≥ 0.95	0.636	ไม่ผ่านเกณฑ์	0.960	ผ่านเกณฑ์
GFI	≥ 0.95	0.732	ไม่ผ่านเกณฑ์	0.964	ผ่านเกณฑ์
AGFI	≥ 0.90	0.659	ไม่ผ่านเกณฑ์	0.933	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.05	0.162	ไม่ผ่านเกณฑ์	0.024	ผ่านเกณฑ์
SRMR	< 0.05	2.694	ไม่ผ่านเกณฑ์	0.035	ผ่านเกณฑ์

ตาราง 3 แสดงผลการวิเคราะห์การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ปัจจัยเหตุ	ปัจจัยผล					
	FPM			MKV		
	TE	IE	DE	TE	IE	DE
SHS	0.215	0.00	0.215	0.211	0.211	0.00
CBS	-0.691**	0.00	-0.691**	-0.678	-0.678	0.00
DRT	0.737**	0.00	0.737**	0.724	0.724	0.00
ADF	0.984*	0.00	0.984**	0.966	0.966	0.00
FPM	-	-	-	0.982**	0.00	0.982**
ค่าสถิติไคว์-สแควร์ = 137.440, df = 112 P = 0.052, GFI = 0.964, AGFI = 0.933, SRMR = 0.0352						

ตัวแปร SBP SFP SIO SOS BEP BIP BFP MON BON MAL OTH CFS CUR COP
 R^2 0.211 0.105 0.344 0.277 0.224 0.284 0.249 0.066 0.630 0.307 0.253 0.250 0.457 0.427
 ตัวแปร EBIT EBITDA EBT PER PBV TBO
 R^2 0.557 0.621 0.540 0.668 0.339 0.538
 สมการโครงสร้างของตัวแปร FPM MKV
 R^2 0.706 0.793

ตาราง 4 แสดงผลการวิเคราะห์เมตริกซ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝง

เมตริกซ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝง						
ตัวแปรแฝง	SHS	CBS	DRT	ADF	FPM	MKV
SHS	1.00					
CBS	0.686	1.00				
DRT	0.588	0.614	1.00			
ADF	0.430	0.533	0.594	1.00		
FPM	0.457	0.505	0.703	0.691	1.00	
MKV	0.382	0.485	0.587	0.673	0.753	1.00
ค่าสถิติไคว์-สแควร์ = 1375.583, df = 15, P = 0.000, KMO = 0.850						

หมายเหตุ: ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากตาราง 3 และ 4 แสดงการทดสอบความสอดคล้องของแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ตามสมมติฐานกับข้อมูลเชิงประจักษ์ พบว่า แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจากค่าสถิติที่ใช้ตรวจสอบความสอดคล้องระหว่างแบบจำลองกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ได้แก่ ค่าไคว-สแควร์ มีค่าเท่ากับ 137.440 องศาเสรีเท่ากับ 112 ค่านัยสำคัญความน่าจะเป็น (P-value) เท่ากับ 0.052 แสดงว่ายอมรับสมมติฐานหลักที่ว่าแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุตามกรอบสมมติฐานดังกล่าวสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ค่าดัชนีวัดความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.964 ค่าดัชนีวัดความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) มีค่าเท่ากับ 0.933 ซึ่งมีค่าใกล้ 1 และค่าดัชนีรากกำลังสองเฉลี่ยของส่วนที่เหลือ (SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.032 ซึ่งมีค่าใกล้ศูนย์ โดยรายละเอียดดังกล่าวผู้วิจัยได้กล่าวไว้แล้วอย่างละเอียดในส่วนของการวิเคราะห์ค่าดัชนีความกลมกลืนของแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่มีผลต่อความสัมพันธ์เชิงสาเหตุการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI สำหรับค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (R^2) ของสมการโครงสร้างตัวแปรแฝงภายใน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ของผลการดำเนินงาน (FPM) มีค่าเท่ากับ 0.706 มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV) มีค่าเท่ากับ 0.793 เมทริกซ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝง พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงมีค่าอยู่ระหว่าง 0.382 ถึง 0.753 โดยพบว่า มีความสัมพันธ์แบบมีทิศทางเดียวกันทุกคู่เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ พบว่า ตัวแปรแฝง มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV) กับ ผลการดำเนินงาน (FPM) มีความสัมพันธ์สูงที่สุดเท่ากับ 0.753 รองลงมาเป็นตัวแปรแฝง ค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) กับ ผลการดำเนินงาน (FPM) ค่าความสัมพันธ์เท่ากับ 0.703 และค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี (ADF) กับ ผลการดำเนินงาน (FPM) 0.691

เมื่อพิจารณาอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมของตัวแปร พบว่ามูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV) ได้รับอิทธิพลทางตรงจาก ผลการดำเนินงาน (FPM) มีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.982 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และมีอิทธิพลทางอ้อมกับตัวแปร ค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี (ADF) โครงสร้างกรรมการบริษัท (CBS) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.724 0.966 และ -0.678

เมื่อพิจารณาอิทธิพลทางตรงของตัวแปรจาก ผลการดำเนินงาน (FPM) พบว่า ตัวแปรดังกล่าวได้รับอิทธิพลทางตรงจากค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี (ADF) โครงสร้างกรรมการบริษัท (CBS) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.737 0.984 และ -0.691 ตามลำดับ

4. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย สรุปผลการวิเคราะห์อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI จากผลการวิเคราะห์แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ตามสมมติฐานการวิจัยมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ค่อนข้างสูง เมื่อวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้เป็นรายข้อ สรุปได้ดังนี้

สมมติฐานข้อที่ 1: โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้น ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI จึงปฏิเสธสมมติฐาน

สมมติฐานข้อที่ 2: โครงสร้างกรรมการบริษัทมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า โครงสร้างกรรมการบริษัท มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ -0.691 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงยอมรับสมมติฐาน

สมมติฐานข้อที่ 3: ค่าตอบแทนกรรมการมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ค่าตอบแทนกรรมการ มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.737 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงยอมรับสมมติฐาน

สมมติฐานข้อที่ 4: ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.984 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงยอมรับสมมติฐาน

สมมติฐานข้อที่ 5: ผลการดำเนินงานมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ผลการดำเนินงาน มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.982 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงยอมรับสมมติฐาน

สรุปและอภิปรายผล

ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างกรรมการบริษัท มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ทั้งนี้โครงสร้างกรรมการบริษัท (Corporate Board Structure) หมายถึง คณะกรรมการบริษัทที่แต่ละบริษัทสามารถกำหนดจำนวนกรรมการไว้ในข้อบังคับของบริษัทขึ้นต่ำต้องไม่น้อยกว่า 5 คนตามที่กฎหมายกำหนดไว้ บริษัทควรกำหนดจำนวนกรรมการตามความเหมาะสมในขนาดและความซับซ้อนของธุรกิจโดยพิจารณาจากปัจจัยที่สำคัญหลาย ๆ ด้าน โครงสร้างกรรมการเป็นหนึ่งในกลไกของการกำกับการดูแลกิจการที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน กล่าวคือ คุณภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อผลการดำเนินงานและมีความสำคัญในการผลักดันมูลค่าทางการตลาดสู่ความมั่งคั่งสูงสุด ทั้งนี้จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า Mouselli and Hussainey (2014) ได้กล่าวถึง ผลกระทบที่ทำให้คุณภาพกลไกการกำกับดูแลกิจการมีผลการดำเนินงานบริษัทที่ช่วยลดปัญหาด้านตัวแทนเนื่องจากสามารถติดตาม กำกับ ดูแล ผู้บริหารในการจัดการผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัทเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียโดยมีบทบาทในการควบคุม สอดคล้องกับงานวิจัยของ Arora and Sharma (2016) พบว่า คณะกรรมการที่ขนาดใหญ่จะเกี่ยวข้องกับความรู้ทางปัญญามากขึ้นซึ่งจะช่วยให้การตัดสินใจมากขึ้น แต่การศึกษาของ Orazalin et al (2016) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ขนาดกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ขณะที่การศึกษาผู้วิจัยประเด็นสอดคล้องแรกคือ โครงสร้างกรรมการบริษัท มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI แต่ทั้งนี้ก็เป็นอิทธิพลเชิงลบ สามารถอธิบายได้ว่าในตลาด MAI ยิ่งโครงสร้างกรรมการบริษัทมีขนาดใหญ่มากขึ้นจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานลดน้อยลง ซึ่งมีความเป็นไปได้ในเรื่องของความคล่องตัวในการบริหารจัดการ เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนในตลาด MAI จะเป็นกิจการที่มีขนาดเล็กกว่าในตลาด SET ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการตรวจสอบกับคุณภาพรายงานทางการเงิน เช่น งานวิจัยของ Klein (2002) พบว่า คณะกรรมการตรวจสอบที่มีความเป็นอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับรายการคงค้างเกินปกติ Johl et al. (2015) พบว่า ความเป็นอิสระของกรรมการมีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

มาเลเซียเนื่องด้วยประสิทธิภาพการทำงานของคณะกรรมการที่มีความขยัน การเข้าประชุมสม่ำเสมอ และ ความเชี่ยวชาญด้านการบัญชี มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทและอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ตามราคาตลาดด้วย Monika (2017) พบว่า ในส่วนของข้อบังคับโควต้าสำหรับผู้หญิงในคณะกรรมการ ในสหภาพยุโรปไม่เป็นผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทโดยการประเมินผลกระทบจากองค์ประกอบ ที่สำคัญของโปรแกรมการควบคุม IA ของคณะกรรมการบริหารยุโรปที่เสนอการเป็นตัวแทนหญิงร้อยละ 40 ในคณะกรรมการบริษัทมหาชนในยุโรป ด้วยเหตุผลหากคณะกรรมการบริษัทที่มีความหลากหลายทางเพศ มากเท่าไรก็จะยิ่งแสดงออกได้ดีเท่านั้น ผลการศึกษาภาคสนามและห้องปฏิบัติการ พบว่า โควต้าที่ บังคับใช้มีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทแสดงให้เห็นว่าความหลากหลายทางเพศไม่มีมี อิทธิพลต่อการมีส่วนร่วมในการตัดสินใจทางเศรษฐกิจซึ่งอาจรวมถึงผลการดำเนินงานของกิจการและ มูลค่ากิจการตามราคาตลาดด้วย

คำตอบแทนกรรมการ มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI สอดคล้องกับแนวคิดของ Andreas et al., (2012) ที่ อธิบายในทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งพิจารณาว่ากรรมการบริษัทจัดเป็นกลไกหนึ่ง ในการลด ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างฝ่ายบริหารกับเจ้าของบริษัท (Kumer & Sivaramakrishnan, 2008) ดังนั้นเจ้าของบริษัทซึ่งเป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มสุดท้ายของบริษัทที่มีอำนาจในการต่อรองจะกำหนด โครงสร้างรวมทั้ง คำตอบแทนกรรมการบริษัทให้เป็นไปเพื่อประโยชน์ของตนโดยมุ่งเน้นให้ลดต้นทุนของ ปัญหาตัวแทน จึงกล่าวได้ว่ากรจ่ายคำตอบแทนให้แก่กรรมการบริษัทเป็นไปเพื่อให้ติดตามและกำกับ ดูแลการทำงานของผู้บริหาร เพื่อไม่ให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์แก่เจ้าของบริษัทจดทะเบียนเป็น จำนวนมาก มีกระบวนการสร้างความโปร่งใสในเรื่องการจ่ายคำตอบแทนกรรมการ ด้านการแต่งตั้งคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทนที่มีบุคคลซึ่งมีความเป็นกลางและมีความเป็นอิสระ คือ มีกรรมการอิสระเป็น ประธานและเป็นสมาชิกส่วนใหญ่ทำหน้าที่กลั่นกรองและพิจารณารูปแบบ หลักเกณฑ์ และความเหมาะสม ของคำตอบแทน ก่อนที่จะนำเสนอคณะกรรมการพิจารณา เพื่อเสนอผู้ถือหุ้นอนุมัติ เพราะฉะนั้นความเห็นของ กรรมการการพิจารณาคำตอบแทนจึงเป็นสิ่งที่ไม่ควรละเลย ทั้งนี้จากการทบทวนวรรณกรรม Brick et al., (2006) กล่าวว่ารูปแบบการจ่ายคำตอบแทนที่แตกต่างกันย่อมสร้างแรงจูงใจที่แตกต่างกันด้วย บริษัทที่มี ความซับซ้อนในการดำเนินงานสูงหรือมีความเสี่ยงในการดำเนินงานสูง บริษัทจะต้องการทักษะ ประสบการณ์ เวลาจากกรรมการและ ผู้บริหารที่สูงขึ้น ดังนั้น บริษัทที่กรรมการและผู้บริหารต้องเผชิญกับความซับซ้อน ทำให้มีความยากในการติดตามมากกว่า ซึ่งได้แก่ บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูง (หรือโอกาสการลงทุนสูง) บริษัทที่มีขนาดใหญ่ หรือบริษัทที่มีระดับหนี้สินสูง เป็นต้น รูปแบบการจ่ายคำตอบแทนที่กำหนดควรสร้าง แรงจูงใจให้กรรมการบริษัทและผู้บริหารทุ่มเททักษะความสามารถและเวลาในการกำกับดูแล และบริหารจัดการบริษัทเพื่อให้สอดคล้องกับ มูลค่าเพิ่มที่จะสามารถสร้างได้จากบทบาทของตน และสร้างแรงจูงใจให้ กรรมการและผู้บริหารตัดสินใจสอดคล้องกับ ผลตอบแทนของเจ้าของ (Duong & Evans, 2015; Prendergast, 2000 and 2002) นั่นคือจะจ่ายในรูปแบบที่อิงกับหุ้นสามัญ (Equity Based Compensation) หรือจ่ายใน รูปแบบที่แปรผันตามผลการดำเนินงานหรือมูลค่าเพิ่มของบริษัทเพื่อ สร้างแรงจูงใจในการปฏิบัติหน้าที่ เช่น บำเหน็จหรือโบนัส Smith and Watts (1992) พบว่า บริษัทที่ต้องการเจริญเติบโตมีความจำเป็นที่ ต้องดึงดูดผู้บริหารที่มีคุณภาพ และมีแนวโน้มของการจ่ายคำตอบแทน เงินชดเชย เช่น ค่าเบี้ยประกันภัย สำหรับผู้บริหารที่สูงขึ้น Kato and Long (2005) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคำตอบแทนผู้บริหารบริษัท ความมี ประสิทธิภาพขององค์กร และความสามารถในการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทในประเทศจีน แสดงให้เห็นว่าคำตอบแทนกรรมการ มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน และเป็นอิทธิพลทางบวก

ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI สอดคล้องกับ Niemi (2004) กล่าวว่า ขนาดของสำนักงาน สอบบัญชีและค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวก ซึ่งแสดงให้เห็นถึงค่าธรรมเนียมใน การตรวจสอบบัญชีจะผันแปรตามคุณลักษณะของสำนักงานบัญชีและคุณลักษณะของลูกค้า Bell et al. (2008) ได้สรุปไว้ว่า ลูกค้ามีความเสี่ยงเป็นปกติโดยได้รับมอบหมายถึงความพยายามมากขึ้นแล้วนั้นส่งผลต่อ

ค่าสอบที่สูงขึ้นด้วยกล่าวคือการกำหนดราคาค่าสอบในภายหลังและการเกิดความเสี่ยงของแนวทางการวางแผนการตรวจสอบมีความสำคัญกับราคาผู้สอบที่สูงขึ้น ดังนั้นมุมมองของ Stanley (2011) คาดว่าค่าธรรมเนียมการตรวจสอบจะเป็นสัญญาณของผลการดำเนินงานในปัจจุบันและอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับผู้วิจัยที่พบว่าค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับ Martinez and Moraes (2014) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมกับผู้สอบบัญชีและประสิทธิภาพของบริษัทจดทะเบียนในบราซิลพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างเข้มแข็งระหว่างค่าสอบบัญชีกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ

ผลการดำเนินงาน มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI สอดคล้องกับ Haniffa and Hudaib (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทโดยใช้ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ขนาดคณะกรรมการและสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ตรวจสอบพบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกต่อผลการดำเนินงาน เช่นเดียวกับ Maheshwari (2007) กล่าวถึงลักษณะของโครงสร้างบริษัทขนาดกิจการและโครงสร้างมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการ ด้าน เช่นเดียวกันกับการศึกษาอื่นๆ เช่น Pham et al. (2007) พบว่าการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยมูลค่า Tobin's Q โดยพบว่ามูลค่ากิจการได้รับอิทธิพลมาจากผลการดำเนินงาน หากพิจารณาแนวคิดทางการเงินและการบัญชีจะพบว่าในตลาดหลักทรัพย์ได้มีการนำผลการดำเนินงานมาใช้ในการคำนวณมูลค่ากิจการในรูปแบบและสมการต่างๆ ทำให้ผลการดำเนินงานเป็นหนึ่งในกลไกที่จะสะท้อนมูลค่าของกิจการนั่นเอง

ข้อเสนอแนะ

1 ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

1.1 โครงสร้างกรรมการบริษัทควรปรับให้มีขนาดที่เหมาะสม ใช้ความกระชับและความคล่องตัวเนื่องจากธุรกิจในตลาด MAI ต้องการความคล่องตัวในการบริหารจัดการและปรับปรุงกลยุทธ์เพื่อให้ทันต่อสถานการณ์ของการแข่งขันทางธุรกิจ

1.2 ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี ควรพิจารณาถึงความสอดคล้องของศักยภาพทีมสอบบัญชีบุคลากร และการให้บริการต่างๆ เพื่อกำหนดราคาให้เหมาะสมตามราคาตลาด เพื่อให้แน่ใจว่าจะได้รับการบริการสอบบัญชีที่มีคุณภาพ ตลอดจนข้อเสนอแนะในการพัฒนาและปรับปรุงทางการบัญชีและผลสะท้อนต่อกระบวนการทางธุรกิจอื่น

1.3 ค่าตอบแทนกรรมการ พบว่า กรรมการมีส่วนสำคัญต่อผลการดำเนินงาน ดังนั้นการรักษากรมการที่มีความรู้ความสามารถให้ดำรงอยู่และใช้ศักยภาพอย่างเต็มประสิทธิภาพ ผลของค่าตอบแทนจึงสำคัญและควรกำหนดโดยให้ตามความสามารถของกรรมการและพิจารณาราคาตลาดประกอบด้วย

2. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

2.1 การวิจัยครั้งต่อไปควรมุ่งเน้นการสัมภาษณ์เชิงลึกแบบการวิจัยเชิงคุณภาพเพื่อให้ได้ข้อมูลเชิงลึกมาผสมผสานการศึกษาครั้งนี้ให้ได้รับประโยชน์สูงสุด

2.2 การศึกษาครั้งต่อไปควรพัฒนาเป็นเครื่องมือแบบสอบถามและดำเนินการเก็บข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างที่เป็นธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์เพื่อพัฒนาต่อยอดจากการศึกษาครั้งนี้

บรรณานุกรม

- สุภมาศ อังค์โชติ. (2554). *สถิติวิเคราะห์สำหรับวิจัยทางสังคมศาสตร์และพฤติกรรมศาสตร์ : เทคนิคการใช้โปรแกรม LISREL*. สุภมาศ อังค์โชติ, สมถวิล วิจิตรวรรณ, รัชนิกุล ภิญโญภาณุวัฒน์. (พิมพ์ครั้งที่ 3 (ฉบับปรับปรุง)) กรุงเทพมหานคร: เจริญดีมั่นคงการพิมพ์.
- Alsaeed, K. (2006). The Association between Firm-Specific Characteristics and Disclosure: The Case of Saudi Arabia. *Managerial Auditing Journal*, 21(5), 476-496.
- Andreas, J.M., Rapp, M.S. & Wolff, M. (2012) Determinants of director compensation in two-tier systems: Evidence from German panel data. *Review of Managerial Science*, 6(1), 33-79.
- Arora, A. & Sharma, C. (2016). Corporate Governance and Firm Performance in Developing Countries: Evidence from India. *Emerald Insight, Corporate Governance*, 16(2), 420-436.
- Bell, T.B., Doogar, R. & Solomon, I. (2008). Audit Labor Usage and Fees under Business Risk Auditing. *Journal of Accounting Research*, 46(4), 729-760.
- Bellesta, J.P.S. & Meca, E.G. (2007). Ownership Structure, Discretionary Accruals & the Informativeness of Earnings, *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 677-691.
- Brick, I.E., Palmon, O. & Wald, J. K. (2006). CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism ?. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.
- Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR). (2018). Thai Institute of Directors. (IOD) from <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=447>.
- Duong L. & Evans J. (2015). CFO Compensation: Evidence from Australia. *Pacific basin Finance Journal*, 35, 425-443.
- Freedman, M. & Jaggi, B. (1983). Pollution Disclosures, Pollution Performance and Economic Performance: Omega. *The International Journal of Management Science*, 10, 167-176.
- Haniffa, R. & Hudaib, M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysia Listed Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7-8), 1034-1062.
- Jensen, M.C. & Meekling W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance Economics*, 3(4), 305-360.
- Johl, S.K., Kaur, S. & Copper, B.J. (2015). Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Malaysian Public Listed Firms. *Journal of Economic, Business and Management*, 3(2), 239-243.
- Kato, T. & Long, C. (2005). Executive Compensation, Firm Performance, and Corporate Governance in China: Evidence from Firms Listed in the Shanghai and ShenZhen Stock Exchanges. *IZA Institute of Labor Economics Initiated by Deutsche Post Foundation*, 54(4), 945-983.
- Klein, A (2002). Audit Committee, Board of Director Characteristics and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375-400
- Kumer, P. & Sivaramakrishnan, K. (2008). Who Monitors the Monitors? The effect of Board Independence on Executive Compensation and Firm Value. *The Review of Financial Studies*, 21(3), 1371-1401.
- Leszczryiska, M. (2017). Mandatory Quotas for Women on Boards of Directors in the European Union: Harmful to of Good for Company Performance?. *European Business Organization Law Review: March 2018*, 19(1), 35-61.

- Lopo, A.M. & Moraes, A.J. (2014). Association Between Independent Auditor Fees and Firm Value: A Study of Brazilian Public Companies. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 10(4), 442-450.
- Maheshwarl, G.C. (2007). Corporate Characteristics & Social Responsibility Reporting. *Asian Review of Accounting*, 1(1), 31-42.
- Ming, T.C., Foo, Y.B., Gul, F.A. & Majid, A. (2018). Institutional Investor and CEO pay Performance in Malaysian Firms. *Journal of international accounting research*, 17(1), 87-102.
- Mouselli, S. & Hussainey, K. (2014). Corporate governance, analyst following and firm value. Corporate Governance: *The International Journal of Business in Society*, 14(4), 453-466.
- Niemi, L. (2004). Auditor Size and Audit Pricing: Evidence from Small Audit Firms. *Journal European Accounting Review*, 3(3), 541-560.
- Orazalin, N., Makarov, R. & Ospanova, M. (2016). Corporate Governance and Firm Performance in The Oil and Gas Industry of Russia. *Journal of Business Economics & Finance*, 4(4), 710-722.
- Peter, K.P., Jason, Z. & Suchard, J.A. (2007). Corporate Governance, Cost of Capital and Performance: Evidence from Australian Firms. *SSRN Electronic Journal*, 24(3).
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 237-265.
- Prendergast, C. (2002). The Tenuous Trade-off between Risk and Incentives. *Journal of Political Economy*, 110(5), 1071-1102.
- Smith, C.W. & Watts, R.L. (1992). The Investment Opportunity set and Corporate Financing Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 32, 263-292.
- Stanley, J.D. (2011). Is the Audit Fee Disclosure a Leading Indicator of Client's Business Risk?. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory: August 2011*, 30(3), 157-179.
- Trejo-Pech C.O., Weldon R., House L. & Salas-Gutierrez T. (2006). Accruals, Free Cash Flows, and EBITDA for Agribusiness Firms. *Selected Paper prepared for presentation at the American Agricultural Economics Association Annual Meeting, Long Beach, California, (July 23-26, 2006)*.
- Uyer A., Kilic M. and Bayyurt N. (2013). Association between Firm Characteristics and Corporate Voluntary Disclosure: Evidence from Turkish Listed Companies. *Intangible Capital*, 9(4), 1080-1112.