

วารสารรัชต์ภาคย์ ปีที่ 11 ฉบับที่ 23 พฤษภาคม-สิงหาคม 2560

TCI กลุ่มที่ 2 มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์

บทบาทของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียน

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Impact of Committees on Financial Performance of The Listed Companies

in the Stock Exchange of Thailand.

ประภัสสร โปร่งวิทยากร¹ ผศ.ดร.สุรางค์ เห็นสว่าง, ผศ.ดร.ธนาวัฒน์ สิริวัฒนธกุล^{2,3}

¹นักศึกษาลัทธิบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, ^{2,3} ที่ปรึกษา, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

E-mail address: Praphassorn_p@hotmail.com

Abstract

The role of committees is corporate governance mechanism so the firm has a better financial performance. This research aimed to examine the impact of the role of committees on financial performance of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand during 2013 to 2015. The results indicated that the role of committees was measured by the proportion of independent director, board size and the number of board meetings negatively significantly related to the market value which was measured by Tobin's Q. Furthermore, firm size, debt to equity ratio and firm risk positively significantly related to the market value. Even though the relation between the role of committees and financial performance was different from agency theory, this result confirmed the important of the role of committees.

Keywords: Committee's Role, Financial performance

บทคัดย่อ

บทบาทของคณะกรรมการเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่งผลให้องค์กรมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น การวิจัยครั้งนี้จึงมุ่งศึกษาผลกระทบของบทบาทของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2556-2558 ผลการศึกษาพบว่า บทบาทของคณะกรรมการวัดจากสัดส่วนกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ และจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน ซึ่งวัดมูลค่าทางการตลาดด้วยอัตราส่วนคิว (Tobin's Q) และพบว่า ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และความเสี่ยงของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่าทางการตลาด แม้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างบทบาทของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานด้านการเงินจะไม่สอดคล้องกับแนวคิดทฤษฎีตัวแทน แต่ผลการวิจัยครั้งนี้ก็สนับสนุนความสำคัญของบทบาทคณะกรรมการบริษัท

คำสำคัญ: บทบาทของคณะกรรมการบริษัท, ผลการดำเนินงานด้านการเงิน

บทนำ



เป้าหมายหลักของกิจการ คือ การสร้างผลตอบแทนสูงสุดแก่กิจการและผู้ถือหุ้น โดยทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ของ Jensen and Meckling (1976) อธิบายว่า ตัวการ (Principal) หรือผู้ถือหุ้นจะมอบอำนาจการบริหารงานแก่ตัวแทน (Agent) หรือผู้บริหาร และผู้บริหารจะบริหารงานเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้น แต่เนื่องจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล กล่าวคือ ผู้บริหารมีข้อมูลและอำนาจในการควบคุมมากกว่าผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้บริหารอาจบริหารงานเพื่อประโยชน์ส่วนตนมากกว่าประโยชน์ของผู้ถือหุ้น จึงเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) หรือปัญหาตัวแทน (Agency Problem) โดยสามารถแก้ปัญหาตัวแทนด้วย 2 วิธี คือ การให้ค่าตอบแทนแก่ผู้บริหาร (Incentives) เพื่อสร้างมาตรการจูงใจผู้บริหาร และการสอดส่องดูแล (Monitoring) หรือการกำกับดูแลกิจการ โดยการแต่งตั้งคณะกรรมการเป็นตัวแทนในการอนุมัติธุรกรรมที่สำคัญของผู้ถือหุ้นและตรวจสอบการบริหารของผู้บริหาร ดังนั้นคณะกรรมการจึงมีบทบาทสำคัญในการแก้ปัญหาตัวแทนและผลักดันให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ความรับผิดชอบของคณะกรรมการเป็นหมวดที่ 5 ของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 คณะกรรมการควรประกอบด้วยบุคคลที่มีความรู้ ความสามารถ และประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจ โดยตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้บทบาทของคณะกรรมการบริษัท แบ่งเป็น 2 ด้าน คือ ด้านการกำหนดทิศทางและนโยบายของบริษัท และด้านการควบคุมและติดตามการบริหารงานของผู้บริหาร (สำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2547) ขณะที่บทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบ คือ การสอบทานให้บริษัทมีระบบการควบคุมภายในที่มีประสิทธิภาพเพื่อลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (สำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2553)

การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีวัตถุประสงค์ คือ การกำกับและควบคุมการปฏิบัติงานให้เกิดความเป็นธรรม เปิดเผย และโปร่งใส โดยการกำหนดบทบาทของคณะกรรมการที่เหมาะสม ทำให้ผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทดีขึ้น ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจึงเพิ่มขึ้น และเกิดผลตอบแทนที่ดีแก่ผู้ถือหุ้น โดยผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัท แบ่งเป็น 2 ด้าน ได้แก่ ด้านมูลค่าทางตลาดของหลักทรัพย์ (Market Value) สามารถวัดด้วยมูลค่ากิจการ และด้านมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ (Book Value) สามารถวัดด้วยอัตราส่วนทางการเงิน

จากการตรวจเอกสาร พบว่า มีงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาเรื่อง บทบาทของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานด้านการเงิน เช่น งานวิจัยของศิลปพร ศรีจันทะพร (2551) ปัทมา กัลยาณิติ (2552) นันทวัน กิจอิทธิโชติ (2557) Yermack

(1996) Vefas (1999) Qi, Wu and Zhang (2000) Connelly and Limpaphayom (2004) Henry (2010) Priebjivat and Jiamsagul (2010) และ Aslam, et al. (2012) เป็นต้น แต่ผลลัพธ์ของการวิจัยในอดีตยังไม่พบทิศทางของความสัมพันธ์ที่ชัดเจน ดังนั้นผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาเรื่อง บทบาทของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเพิ่มองค์ความรู้เรื่องกลไกการกำกับดูแลและเพื่อให้ผู้ที่เกี่ยวข้องสามารถนำผลการศึกษามาประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์อย่างเหมาะสม

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาบทบาทของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การทบทวนวรรณกรรม

การกำกับดูแลกิจการ

Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่า ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) หมายถึง ความสัมพันธ์ในรูปแบบสัญญาระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย ได้แก่ ตัวการ (Principal) คือ ผู้ถือหุ้น และตัวแทน (Agent) คือ ผู้บริหาร โดยฝ่ายตัวการจะมอบอำนาจการบริหารงานแก่ตัวแทน และฝ่ายตัวแทนจะบริหารงานเพื่อประโยชน์ของตัวการ แต่เนื่องจากผู้บริหารมีข้อมูลและอำนาจในการควบคุมมากกว่าผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้บริหารอาจบริหารงานเพื่อประโยชน์ส่วนตนมากกว่า

ประโยชน์ของผู้ถือหุ้น จึงเกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) (ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร, 2551) ได้แก่

1. ความขัดแย้งด้านประโยชน์ คือ กรณีที่ผู้บริหารหรือตัวแทนให้ความสำคัญกับประโยชน์ส่วนตนมากกว่าประโยชน์ของกิจการ

2. ปัญหา Moral Hazard คือ กรณีที่เจ้าของกิจการไม่สามารถมั่นใจได้ว่าผู้บริหารจะบริหารงานอย่างเต็มความสามารถหรือไม่

3. ปัญหา Adverse Selection คือ กรณีที่เจ้าของกิจการไม่มั่นใจว่าความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารจะเหมาะสมกับผลตอบแทนที่ได้รับ

การแก้ปัญหาตัวแทนแบ่งเป็น 2 วิธี คือ

1. การให้ค่าตอบแทน (Incentives) เป็นวิธีการสร้างมาตรการจูงใจผู้บริหาร

2. การสอดส่องดูแล (Monitoring) โดยการแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัท เพื่อเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการบริหารงานและถ่วงดุลอำนาจของผู้บริหาร

ดังนั้น การกำกับดูแลกิจการจึงเป็นแนวทางการสอดส่องดูแลที่สำคัญในการแก้ปัญหาตัวแทน เนื่องจากมีกระบวนการที่เปิดเผย โปร่งใส และช่วยสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ถือหุ้น โดย Gompers, Ishii and Metrick (2003) กล่าวว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้กำไรและยอดขายเพิ่มขึ้น ค่าใช้จ่ายในการลงทุนลดลง และมีความสัมพันธ์ทางบวกอัตราผลตอบแทน

การกำกับดูแลกิจการเกี่ยวข้องกับบุคคล 3 ฝ่าย ได้แก่ ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย ฝ่ายจัดการ

คณะกรรมการบริษัท โดยแบ่งเป็น 1) กรรมการบริหาร 2) กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร โดยอาจเป็นหรือไม่เป็นกรรมการอิสระก็ได้ 3) กรรมการอิสระ หมายถึง กรรมการที่ถือหุ้นไม่เกิน 5% และไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งไม่เกี่ยวข้องกับผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่

เพื่อให้เกิดการปฏิบัติงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี จึงควรมีการแต่งตั้งคณะกรรมการชุดย่อย ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ, คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน และคณะกรรมการสรรหา

บทบาทของคณะกรรมการ โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2547) อธิบายว่า หน้าที่หลักของคณะกรรมการ แบ่งเป็น 2 ด้าน ดังนี้

1. การกำหนดทิศทางและนโยบายของบริษัท ได้แก่

1) สรรหาผู้มีคุณสมบัติเหมาะสมมาดำรงตำแหน่งผู้บริหารระดับสูง

2) กำหนดวิสัยทัศน์ พันธกิจ นโยบาย และงบประมาณในการดำเนินงาน

3) มอบหมายอำนาจให้ผู้บริหารบริหารงานตามเป้าหมายของบริษัท

4) กำหนดมาตรฐานหรือเครื่องชี้วัดผลการดำเนินงาน เพื่อควบคุมให้ผู้บริหารบริหารงานตามเป้าหมายของบริษัท

5) กำหนดระบบการบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม

2. การควบคุมและติดตามการบริหารงานของฝ่ายจัดการ

1) จัดให้มีการทำบัญชีและระบบจัดเก็บเอกสารให้ถูกต้องและครบถ้วน

2) จัดให้มีระบบการรายงานผลการดำเนินงานว่าเป็นไปตามเป้าหมายที่ตั้งไว้หรือไม่

3) จัดระบบควบคุมภายในที่เหมาะสม

4) การอนุมัติรายการและการเสนอความเห็นต่อผู้ถือหุ้น ควรกระทำด้วยความซื่อสัตย์

ผลการดำเนินงานด้านการเงิน ซึ่งสามารถวัดด้วยตัวชี้วัดหลายประเภท โดยแบ่งเป็น 2 ด้าน ได้แก่

1. ด้านมูลค่าทางบัญชี (Book Value) ของหลักทรัพย์ สามารถวัดด้วยอัตราส่วนทางการเงิน

2. ด้านมูลค่าทางตลาด (Market Value) ของหลักทรัพย์ สามารถวัดด้วยมูลค่ากิจการ ประกอบด้วย มูลค่าของส่วนของเจ้าของและมูลค่าของหนี้สิน โดยสามารถใช้แนวคิดของ Tobin's Q เป็นดัชนีชี้วัดมูลค่ากิจการ

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตที่ศึกษาเรื่องบทบาทของคณะกรรมการที่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงิน สรุปทิศทางความสัมพันธ์ได้ดังตารางที่ 1 และตารางที่ 2 ดังนี้

ตารางที่ 1 สรุปบทบาทของคณะกรรมการที่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงิน

บทบาทของคณะกรรมการ	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	ความสัมพันธ์
ความมีอิสระอย่างเต็มที่ของ ประธานคณะกรรมการ	ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร (2551)	บวก
	Henry (2010)	บวก
	Priebjrivat and Jiamsagul (2010)	ไม่พบความสัมพันธ์
สัดส่วนกรรมการอิสระ	ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร (2551)	ไม่พบความสัมพันธ์
	Henry (2010)	ไม่พบความสัมพันธ์
	Priebjrivat and Jiamsagul (2010)	บวก
	Aslam <i>et al.</i> (2012)	บวก
บทบาทของคณะกรรมการ	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	ความสัมพันธ์
ขนาดของคณะกรรมการ	นันทวัน กิจอิทธิโชติ (2557)	บวก
	Yermack (1996)	ลบ
	Connelly and Limpaphayom (2004)	ไม่พบความสัมพันธ์
	Aslam <i>et al.</i> (2012)	บวก
จำนวนครั้งของการประชุม คณะกรรมการ	นันทวัน กิจอิทธิโชติ (2557)	ลบ
	Vefas (1999)	ลบ
	Aslam <i>et al.</i> (2012)	บวก
จำนวนครั้งของการประชุม คณะกรรมการตรวจสอบ	ปัทมา กัลยะกิติ (2552)	ลบ
	Priebjrivat and Jiamsagul (2010)	ไม่พบความสัมพันธ์
การมีคณะกรรมการสรรหาหรือ คณะกรรมการพิจารณา คำตอบแทน	ปัทมา กัลยะกิติ (2552)	ไม่พบความสัมพันธ์
	Priebjrivat and Jiamsagul (2010)	บวก
	Puni, Osei and Ofei (2014)	ลบ

จากตารางที่ 1 พบว่า บทบาทของคณะกรรมการที่มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน ได้แก่ ความมีอิสระอย่างเต็มที่ของประธานคณะกรรมการ และสัดส่วน

กรรมการอิสระ ขณะที่บทบาทของคณะกรรมการที่มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน ได้แก่ จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ และบทบาทของ

คณะกรรมการที่มีความสัมพันธ์ทั้งทางบวกและ
ทางลบกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน ได้แก่
ขนาดของคณะกรรมการ จำนวนครั้งของการ

ประชุมคณะกรรมการ และการมีคณะกรรมการ
สรรหาหรือคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทน

ตารางที่ 2 สรุปตัวแปรควบคุมที่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงิน

ตัวแปรควบคุม	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	ความสัมพันธ์
ขนาดของบริษัท	Qi, Wu and Zhang (2000)	บวก
	Connelly and Limpaphayom (2004)	บวก
	Henry (2010)	บวก
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	นันทวัน กิจอิทธิโชติ (2557)	ลบ
	วรัญญา พรเลิศกชกร (2559)	บวก
	Qi, Wu and Zhang (2000)	ลบ
	Priebjivat and Jiamsagul (2010)	ลบ
ความเสี่ยงของบริษัท	Henry (2010)	ไม่พบความสัมพันธ์
	Priebjivat and Jiamsagul (2010)	ลบ

จากตารางที่ 2 พบว่า ตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน ได้แก่ ขนาดของบริษัท ขณะที่ตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน ได้แก่ ความเสี่ยงของบริษัท และตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์ทั้งทางบวกและทางลบกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

แบบจำลองในการวิจัย แบ่งเป็น 2 แบบจำลอง ดังนี้

1. แบบจำลองกรณีผลการดำเนินงานด้านการเงิน วัดด้วยอัตราส่วนคิว (Q)

$$Q_{it} = \alpha + b_1 INDC_{it} + b_2 INDD_{it} + b_3 BSIZE_{it} + b_4 BMEET_{it} + b_5 AMEET_{it} + b_6 ETNC_{it} + b_7 SIZE_{it} + b_8 DE_{it} + b_9 RISK_{it} + \varepsilon_{it}$$

2. แบบจำลองกรณีการตรวจสอบความแข็งแกร่ง (Robustness check) ด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพื่อทดสอบความเชื่อถือได้ของงานวิจัย ดังนี้

$$ROE_{it} = \alpha + b_1 INDC_{it} + b_2 INDD_{it} + b_3 BSIZE_{it} + b_4 BMEET_{it} + b_5 AMEET_{it} + b_6 ETNC_{it} + b_7 SIZE_{it} + b_8 DE_{it} + b_9 RISK_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่ α คือ ค่าคงที่ (Constant) $b_1, b_2, \dots, b_n$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ 1, 2, ..., n

i คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 366 บริษัท ยกเว้นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน

t คือ ปี พ.ศ. 2556, 2557 และ 2558

ε_{it} คือ ค่าคลาดเคลื่อนของบริษัท i ปีที่ t

ตารางที่ 3 ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	อักษรย่อ	วิธีการวัดค่า	ความสัมพันธ์ ที่คาดหวัง
ตัวแปรอิสระ: บทบาทของคณะกรรมการ			
1. ความมีอิสระอย่างเต็มที่ของประธานคณะกรรมการ	$INDC_{it}$	1 = ประธานคณะกรรมการของบริษัท i ไม่เป็นกรรมการผู้จัดการในปีที่ t (อิสระเต็มที่) 0 = ประธานคณะกรรมการของบริษัท i เป็นกรรมการผู้จัดการในปีที่ t (อิสระไม่เต็มที่)	บวก*
2. สัดส่วนกรรมการอิสระ (%)	$INDD_{it}$	จำนวนกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท i ปีที่ t	
3. ขนาดของคณะกรรมการ (คน)	$BSIZE_{it}$	จำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท i ปีที่ t	
4. จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการ	$BMEET_{it}$	จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการต่อปีของบริษัท i ปีที่ t	
5. จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ	$AMEET_{it}$	จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบต่อปีของบริษัท i ปีที่ t	
6. การมีคณะกรรมการสรรหาหรือคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน	$ETNC_{it}$	1 = บริษัท i มีคณะกรรมการสรรหาหรือคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนในปีที่ t 0 = บริษัท i ไม่มีคณะกรรมการสรรหาหรือคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนในปีที่ t	
ตัวแปรควบคุม			
1. ขนาดของบริษัท	$SIZE_{it}$	ค่าลอการิทึมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัท i ปีที่ t	บวก**

2. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)	DE_{it}	สัดส่วนของหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ปีที่ t	บวก***
3 ความเสี่ยงของบริษัท (%)	$RISK_{it}$	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนแบบรายวันของบริษัท i ปีที่ t	บวก****

หมายเหตุ: * หมายถึง เนื่องจากเมื่อคณะกรรมการปฏิบัติหน้าที่อย่างเหมาะสม ทำให้เกิดการกำกับ

ดูแลกิจการที่ดี ผลการดำเนินงานด้านการเงินจึงเพิ่มขึ้น

** หมายถึง บริษัทขนาดใหญ่มีเงินทุนจำนวนมากจึงมีข้อได้เปรียบในการลงทุน ทำให้มี

ผลการดำเนินงานด้านการเงินสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก

*** หมายถึง เนื่องจากทฤษฎีของ Modigliani & Miller (1958-1963) อธิบายว่า หากก่อนหนี้

สูงจะได้รับประโยชน์ทางภาษี ผลการดำเนินงานด้านการเงินจึงเพิ่มขึ้น

**** หมายถึง เนื่องจากทฤษฎีอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง อธิบายว่า เมื่อการลงทุนมี

ความเสี่ยงสูง ผู้ลงทุนย่อมคาดหวังผลตอบแทนที่สูงเพื่อชดเชยความเสี่ยงนั้น

ตารางที่ 4 ตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	อักษรย่อ	วิธีการวัดค่า
ตัวแปรตาม: ผลการดำเนินงานด้านการเงิน		
อัตราส่วนคิว (เท่า)	Q_{it}	อัตราส่วนคิวของบริษัท i ปีที่ t ซึ่งใช้วัดผลการดำเนินงานด้านมูลค่าทางตลาด $Q_{it} = \frac{MV_{Eit} + MV_{PSit} + MV_{Dit}}{\text{Book Value of Asset}_{it}}$ โดยที่ MV_E คือ Market Value of Equity MV_{PS} คือ Market Value of Preferred Stock MV_D คือ Market Value of Debt
ตัวแปรตามที่ใช้ตรวจสอบความแข็งแกร่ง (Robustness check)		
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (%)	ROE_{it}	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ปีที่ t ใช้วัดผลการดำเนินงาน ด้านมูลค่าทางบัญชี $ROE_{it} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}_{it}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}_{it}} \times 100$

วิธีดำเนินการวิจัย

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง โดยประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ส่วนกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ทำให้มีจำนวน 366 บริษัท ระยะเวลาการศึกษา 3 ปี คือ ปี พ.ศ. 2556-2558 จึงมีตัวอย่างจำนวน 1,098 ตัวอย่าง

2. การเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี และ www.setsmart.com

3. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่

3.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา โดยการแจกแจงความถี่ ร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

3.2 การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณด้วย 5 เงื่อนไข

3.3 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01, 0.05 และ 0.10

สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล

1. สถิติเชิงพรรณนา โดยการแจกแจงความถี่ ร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน แสดงดังตารางที่ 5 ดังนี้

ตารางที่ 5 การแจกแจงความถี่ ร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของบทบาทของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานด้านการเงิน

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
บทบาทของคณะกรรมการ					
INDD (%)	366	16.67	84.62	41.0101	9.60051
BSIZE (คน)	366	5.00	21.00	10.3634	2.49749
BMEET (ครั้ง)	366	2.00	24.00	7.8962	3.83640
AMEET (ครั้ง)	366	2.00	23.00	5.9126	3.09538
ตัวแปรควบคุม					
SIZE*	366	15.19	27.27	22.3303	1.62550
DE (เท่า)	366	0.00	28.87	1.1510	1.85080
RISK (%)	366	0.58	12.38	2.5961	1.50901
ผลการดำเนินงานด้านการเงิน					

Q (เท่า)	366	0.35	11.79	1.5254	1.14637
ROE (%)	366	-149.20	119.04	7.4510	20.07139

หมายเหตุ: * หมายถึง SIZE วัดจาก $\ln(\text{Market Capitalization})$

จากตารางที่ 5 แสดงผลการรวบรวมข้อมูลพบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระ (INDD) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 41.01 เปอร์เซ็นต์ ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 10 คน จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการ (BMEET) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 8 ครั้งต่อปี จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ (AMEET) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 6 ครั้งต่อปี ขนาดของบริษัท (SIZE) ซึ่งวัดด้วยค่าลอการิทึมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด มีค่าเฉลี่ยประมาณ 22.33 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 1.15 เท่า ความเสี่ยงของบริษัท (RISK) ซึ่งวัดด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน มีค่าเฉลี่ยประมาณ 2.596 เปอร์เซ็นต์ ส่วนผลการดำเนินงาน ด้านมูลค่าทางตลาดซึ่งวัดด้วย Tobin's Q (Q) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 1.525 เท่า และด้านมูลค่าทางบัญชี ซึ่งวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 7.45 เปอร์เซ็นต์

2. ผลการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ แบ่งเป็น 5 เงื่อนไขดังนี้

2.1 ค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ โดยพิจารณาจาก Histogram และ Normal Probability Plot พบว่า ทั้งสองแบบจำลองมีค่าความคลาดเคลื่อนที่แจกแจงไม่ปกติ ผู้วิจัยจึงแปลงข้อมูลของตัวแปรตาม โดยใช้ค่า Logarithm ให้กับตัวแปรตาม ทำให้ค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงใกล้เคียงการแจกแจงปกติ

2.2 ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ เนื่องจากการประมาณค่า β_0 และ β_1 ทำให้ผลบวกกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมีค่าต่ำที่สุด เงื่อนไขนี้จึงเป็นจริงในทุกกรณี

2.3 การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) พบว่า ทั้งสองแบบจำลองไม่เกิดปัญหา Multicollinearity เนื่องจากทุกตัวแปรมีค่า Variance Inflation Factor (VIF) < 10 หรือค่า Tolerance เข้าใกล้ 1

2.4 การตรวจสอบความไม่คงที่ของความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน (Heteroskedasticity) ด้วยวิธี Breusch-Pagan-Godfrey แสดงผลดังตารางที่ 6

ตารางที่ 6 ผลการตรวจสอบความไม่คงที่ของความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน (Heteroskedasticity) โดยใช้วิธี Breusch-Pagan-Godfrey

	Q	ROE		Q	ROE
F-statistic	7.904428	14.5740	Prob. F(9,1088)	0.00	0.00
Obs*R-squared	67.38752	118.1338	Prob.Chi-Square(9)	0.00	0.00

จากตารางที่ 6 พบว่า ทั้งสองแบบจำลอง มีค่า Prob. ของ Obs*R-squared เท่ากับ 0 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 จึงเกิดปัญหานี้

2.5 การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ด้วยวิธี Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test แสดงผลดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 ผลการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) โดยใช้วิธี Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

	Q	ROE		Q	ROE
F-statistic	321.7397	23.16623	Prob. F(2,1086)	0.00	0.00
Obs*R-squared	408.5278	44.92766	Prob.Chi-Square(2)	0.00	0.00

จากตารางที่ 7 พบว่า ทั้งสองแบบจำลอง มีค่า Prob. ของ Obs*R-squared เท่ากับ 0 ซึ่งต่ำกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 จึงเกิดปัญหานี้

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงบรรเทาปัญหาความไม่คงที่ของความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน (Heteroskedasticity) ด้วยวิธี White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance และบรรเทาปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างค่าความ

คลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ด้วยวิธี The Cochrane-Orcutt Iterative Method

3. การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01, 0.05 และ 0.10 โดยสมการถดถอยภายหลังการแก้ไขปัญหาค่าความคลาดเคลื่อน Heteroskedasticity และ Autocorrelation สรุปได้ดังตารางที่ 8 ดังนี้

ตารางที่ 8 สมการถดถอยหลังการบรรเทาปัญหา
Heteroskedasticity และ Autocorrelation

ตัวแปรอิสระ	ผลการดำเนินงานด้านการเงิน	
	Tobin's Q	Robustness check: ROE
Constant	-1.418521 (0.0000)	-0.827838 (0.0033)
บทบาทของคณะกรรมการ		
INDC	0.020424 (0.2954)	-0.017294 (0.7166)
INDD	- 0.220000 (0.0032)*	-0.153006 (0.4257)
BSIZE	- 0.021513 (0.0000)*	-0.017713 (0.0282)**
BMEET	- 0.004561 (0.0111)**	0.008773 (0.1037)

ตารางที่ 8 (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	ผลการดำเนินงานด้านการเงิน	
	Tobin's Q	Robustness check: ROE
AMEET	- 0.003606 (0.1892)	-0.002176 (0.7110)

ETNC	-0.025761 (0.1314)	-0.078953 (0.0554)***
------	-----------------------	--------------------------

ตัวแปรควบคุม

SIZE	0.084874 (0.0000)*	0.010214 (0.4290)
DE	0.000204 (0.0000)*	0.000735 (0.0004)*
RISK	1.153761 (0.0056)*	2.920100 (0.0079)*
R-squared	0.532134	0.066923

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ คือ P-value (sig)

*, **, *** หมายถึง ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามที่ระดับนัยสำคัญ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จากผลการศึกษาในตารางที่ 8 พบว่า โดยภาพรวม บทบาทของคณะกรรมการมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งผลการดำเนินงานตามมูลค่าทางตลาด (วัดด้วย Tobin's Q) และมูลค่าทางบัญชี (วัดด้วย ROE) อย่างไรก็ตาม บทบาทของคณะกรรมการมีผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานด้านการเงิน โดยบทบาทของคณะกรรมการที่มีผลต่อผลการดำเนินงานตามมูลค่าทางตลาด ได้แก่ สัดส่วนกรรมการอิสระ (INDD) ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) และจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการ (BMEET) ผลการศึกษาข้างต้นไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ สมมติฐานที่ตั้งไว้ คือ ความสัมพันธ์ทางบวก แต่ผลการศึกษาพบ

ความสัมพันธ์ทางลบและไม่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ของ Jensen and Meckling (1976) ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้

สัดส่วนกรรมการอิสระ (INDD) มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานตามมูลค่าทางตลาด ซึ่งอาจเกิดจากกรรมการอิสระไม่ได้เป็นอิสระอย่างแท้จริง เนื่องจากผู้บริหารอาจมีส่วนในการแต่งตั้ง หรือกรรมการอิสระไม่ได้มีส่วนได้เสียกับผลประโยชน์ของบริษัท จึงไม่เกิดแรงจูงใจในการปฏิบัติหน้าที่

ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานตามมูลค่าทางตลาด สอดคล้องกับงานวิจัยของวรัญญา พรเลิศกษกร (2559) Yermack (1996) และ Henry (2010) เนื่องจากบริษัทที่มีคณะกรรมการจำนวนมากอาจพบปัญหาในการสื่อสาร การประสานงาน และการตัดสินใจ ทำให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานลดลง

จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการ (BMEET) มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานตามมูลค่าทางตลาด สอดคล้องกับงานวิจัยของนันทวัน กิจอิทธิโชติ (2557) และ Vefcas (1999) กล่าวคือ จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการที่มากเกินไป แสดงถึงปัญหาที่เพิ่มขึ้นหรือมีประเด็นที่ไม่สามารถหาข้อสรุปได้ ทำให้เกิดความล่าช้าในการปฏิบัติงานและประสิทธิภาพการดำเนินงานลดลง

ส่วนตัวแปรควบคุมที่มีผลต่อผลการดำเนินงานตามมูลค่าทางตลาด ได้แก่ ขนาดของบริษัท (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

(DE) และความเสี่ยงของบริษัท (RISK) ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้

ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานตามมูลค่าทางตลาด สอดคล้องกับงานวิจัยของนันทวัน กิจอิทธิโชติ (2557) Qi, Wu and Zhang (2000) และ Connolly and Limpaphayom (2004) เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีสินทรัพย์รวมและเงินลงทุนจำนวนมาก ทำให้มีข้อได้เปรียบในการลงทุนและเกิดการประหยัดต่อขนาด ผลการดำเนินงานด้านการเงินจึงสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานตามมูลค่าทางตลาด สอดคล้องกับงานวิจัยของวรัญญา พรเลิศกษกร (2559) และ Priebjivat and Jiamsagul (2010) และทฤษฎีของ Modigliani & Miller (1958-1963) หรือทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ MM อธิบายว่า การก่อหนี้เพิ่มขึ้นจะเพิ่มประโยชน์ทางภาษีและทำให้ผู้บริหารลดการใช้กระแสเงินสดในกิจกรรมที่ไม่จำเป็น ผู้ลงทุนจึงได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้น

ความเสี่ยงของบริษัท (RISK) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานตามมูลค่าทางตลาด สอดคล้องกับทฤษฎีผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทฤษฎี กล่าวคือ หากการลงทุนมีความเสี่ยงสูง ผู้ลงทุนย่อมคาดหวังจะได้รับผลตอบแทนสูงเช่นกัน เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น

และจากการตรวจสอบความแข็งแกร่ง (Robustness check) โดยวัดผลการดำเนินงานตาม

มูลค่าทางบัญชีด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่า มีผลการศึกษาเหมือนกัน กล่าวคือ บทบาทของคณะกรรมการมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินทั้ง 2 ด้านและมีทิศทางความสัมพันธ์ตรงกัน ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) หรือ บทบาทของคณะกรรมการมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินเพียงด้านเดียว แต่มีทิศทางความสัมพันธ์ตรงกัน ได้แก่ สัดส่วนกรรมการอิสระ (INDD) และการมีคณะกรรมการสรรหาหรือคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน (ETNC) จึงสามารถยืนยันความแข็งแกร่งของการวิจัยได้

จากผลการวิจัย บริษัทจึงควรให้ความสำคัญกับการกำหนดบทบาทของคณะกรรมการที่เหมาะสมเพื่อเพิ่มผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัท

ข้อเสนอแนะจากการวิจัยและข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. บริษัทจดทะเบียนควรกำหนดขนาดของคณะกรรมการ และจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการให้มีความเหมาะสม เนื่องจากผลการศึกษาพบว่า ขนาดของคณะกรรมการและจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน กล่าวคือ หากมีคณะกรรมการจำนวนมาก

เกินไปอาจเกิดปัญหาด้านการสื่อสารและการตัดสินใจ และหากมีจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการมากเกินไปอาจบ่งบอกถึงปัญหาที่เพิ่มขึ้นหรือมีประเด็นที่ไม่สามารถหาข้อสรุปได้

2. บริษัทจดทะเบียนควรพิจารณาเรื่องการก่อหนี้และการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงเนื่องจากผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและความเสี่ยงมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน แต่ก็ควรระมัดระวังในการก่อหนี้ เนื่องจากหากก่อหนี้มากเกินไปอาจเสี่ยงต่อการล้มละลาย

3. การวิจัยครั้งต่อไปควรมุ่งศึกษาถึงการปฏิบัติหน้าที่ของกรรมการอิสระว่าเป็นอิสระอย่างแท้จริงหรือไม่ และคณะกรรมการสรรหาและคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนปฏิบัติหน้าที่อย่างโปร่งใสหรือไม่ เนื่องจากผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระ และการมีคณะกรรมการสรรหาหรือคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน

4. การวิจัยครั้งต่อไปอาจวัดผลการดำเนินงานด้านการเงินด้วยตัวแปรอื่น เช่น อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added: MVA) และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

นันทวัน กิจอิทธิโชติ. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับผลประกอบการเชิงการเงินและมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.



- ปัทมา กัลยาณิติ. (2552). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี ด้านความรับผิดชอบต่อ
คณะกรรมการบริษัทและอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นสามัญ: กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 50. การศึกษาด้วยตนเองปริญญาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วรัญญา พรเลิศกษกร. (2559). ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนตัวแทนกับมูลค่าตลาดของ
ธุรกิจในกลุ่ม SET100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารการเงิน การลงทุน การตลาด
และการบริหารธุรกิจ, 6(2): 155-178.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). ความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้น กับมูลค่าเพิ่ม
เชิงเศรษฐศาสตร์. วารสารวิชาชีพบัญชี, 4(10): 26-39.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2547). คู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน เล่ม
1 บทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบต่อกรรมการและคณะกรรมการ. [ออนไลน์] แหล่งที่มา:
<http://capital.sec.or.th/webapp/nrs/data/499a5.pdf> (14 กรกฎาคม 2559).
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2553). คู่มือคณะกรรมการตรวจสอบ.
[ออนไลน์] แหล่งที่มา: <http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/EquityDebt/Documents/ACHandbook.pdf>
(3 สิงหาคม 2559).
- Aslam, S. et al. (2012). Relating corporate governance with market valuation and organizational
performance: An empirical study on KSE Pakistan. *International Journal of Research in Commerce &
Management*, 3(9): 22-27.
- Connelly, J. T. and P. Limpaphayom. (2004). Board characteristics and firm performance: Evidence from
the life insurance industry in Thailand. *Chulalongkorn Journal of Economics*, 16(2): 101-124.
- Gompers, P. A., J. L. Ishii and A. Metrick. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly
Journal of Economics*, 118(1): 107-156.
- Henry, D. (2010). Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private
contracting perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18: 24-46.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and
ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Priebjivat, A. and S. Jiamsagul. (2010). Board characteristics and firm performance: The case of SET 100.
Nida Business Journal, 5(1): 107-124.

Puni, A., B. A. Osei and S. B. Ofei. (2014). The effect of board composition on corporate financial performance: Evidence from listed firms in Ghana. *International Journal of Business and Management*, 9(8): 170–178.

Qi, D., W. Wu and H. Zhang. (2000). Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 8: 587–610.

Vefas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53: 113–142.

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



Name: Miss Praphassorn Prongwittayagorn

Address : 110 Soi Suksawat 19, Suksawat Road, Bangpakok
Sub-district, Ratburana District, Bangkok, Thailand 10140

Education: Master Student, Faculty of Business Administration, Kasetsart
University, Bang Khen Campus