

การกำกับดูแลกิจการกับความเชื่อมั่นของนักลงทุนประเทศไทย  
ในบริษัทจดทะเบียนของประเทศไทย  
Corporate Governance and investor Confidence  
of Thai listed Companies

ธนาภิญญ์ อັตตฤทธิ<sup>1</sup>

Thanapin Attarit<sup>1</sup>

<sup>1</sup>อาจารย์ประจำ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

E-mail : thanapin@rmuti.ac.th

Received: August 17, 2018; Revised: January 2, 2019; Accepted: January 7, 2019

### บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงผลกระทบจากการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 408 บริษัทของปี พ.ศ. 2558 และการทดสอบสมมติฐานด้วยสมการถดถอยแบบพหุคูณ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่และนักลงทุนสถาบันต่างมีอิทธิพลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน โดยที่สัดส่วนผู้ถือหุ้นสูงสุด ขนาดของคณะกรรมการและประธานและผู้บริหารแยกออกจากกัน ไม่มีอิทธิพลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

**คำสำคัญ :** การกำกับดูแลกิจการ ความเชื่อมั่นของนักลงทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### Abstract

This research aims to study the impact of corporate governance on investors' confidence in listed companies in the Stock Exchange of Thailand. Using 408 companies listed on the Stock Exchange of Thailand in 2015 and testing hypothesis by multiple Regression Analysis. The study shows that BIG4 auditing firms and institutional investors have had an influence on the confidence of investors. However, the size of the board and the CEO also holds the position of the chairman of the board influence on investor confidence at a significant level of 0.05.

**Keywords :** Corporate Governance, Investor Confidence, The Stock Exchange of Thailand

### บทนำ

ในปี พ.ศ. 2555 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมในส่วนของแนวปฏิบัติที่ดีของทั้ง 5 หมวด ให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์สากล ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) ซึ่งเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้วัดระดับ “การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน” สำหรับประเทศในกลุ่ม ASEAN อันจะทำให้ “หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555” มีความทันสมัย และสอดคล้องต่อภาวะการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในสังคมตลาดทุนและเป็นการยกระดับมาตรฐานและการปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนไทยให้มีมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่สูงขึ้น นอกจากนี้ ยังเป็นการเตรียมความพร้อมให้แก่บริษัทจดทะเบียนไทยเข้าสู่การแข่งขันในระดับภูมิภาค ASEAN อีกด้วย อีกทั้งเพื่อให้เกิดความเชื่อมั่นของผู้ใช้ข้อมูลทางการเงิน และ

เพื่อประโยชน์ต่อบริษัทและเพื่อประโยชน์โดยรวมต่อความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตของตลาดทุนไทย (Chantakhet, 2011)

จากการนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้เป็นบรรทัดฐานโดยทั่วไปในบริษัทจดทะเบียน ทำให้ทุกบริษัทมีความตื่นตัวทั้งข้อมูลเชิงปริมาณและข้อมูลเชิงคุณภาพ โดยรายงานทางการเงิน หรืองบการเงิน ถือเป็นข้อมูลเชิงปริมาณที่เป็นสิ่งสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของกิจการในรอบระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง รวมทั้งแสดงถึงฐานะทางการเงินของกิจการ ณ วันใดวันหนึ่ง และผู้มีหน้าที่รับผิดชอบต่อผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินจากการดำเนินธุรกิจในรอบระยะเวลาหนึ่งของกิจการ คือ ผู้บริหาร (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556) และขณะเดียวกันเป็นที่ทราบกันโดยทั่วไปว่าผลตอบแทนและระยะเวลาการจ้างผู้บริหารคนหนึ่งหรือกลุ่มหนึ่งของกิจการต่าง ๆ มักจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานหรือผลประกอบการของกิจการ ดังนั้น จากแรงผลักดันในเรื่องดังกล่าวอาจมีผลทำให้ผู้บริหารสนใจในการกำกับดูแลกิจการเพื่อส่งผลการดำเนินงานอันจะเป็นผลดีต่อกองทุนทำให้เกิดความเชื่อมั่นมากขึ้น

มีการศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความเชื่อมั่นของนักลงทุน โดยใช้เครื่องมือในการพยากรณ์ ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio: P/E) อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset : ROA) และอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) Qi et al. (2000) ซึ่งล้วนแต่เป็นอัตราส่วนที่สะท้อนให้ผู้ลงทุนเกิดความเชื่อมั่นและนำข้อมูลให้เห็นว่านักลงทุนสามารถใช้การเปรียบเทียบผลดำเนินงานที่เกิดขึ้น ข้อมูลของราคาและปริมาณการซื้อขาย เป็นข้อมูลช่วยให้ให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ ซึ่งผู้วิจัยนำมาเป็นตัวแทนการตอบสนองของนักลงทุนที่มีความเชื่อมั่นต่อข้อมูลเชิงปริมาณที่แสดงในรายงานงบการเงิน (Rouf, 2011) ได้แก่ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) กล่าวคือ ถ้าอัตราส่วนเหล่านี้สูงขึ้นจะเป็นตัวสะท้อนว่านักลงทุนมีความเชื่อมั่นต่อการเงินมากขึ้น

ดังนั้นผู้วิจัย จึงสนใจที่จะศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อนำผลการวิจัยไปใช้เป็นหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ และกระตุ้นให้ผู้ลงทุนทราบว่าข้อมูลใดมีผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน และจะเป็นฐานข้อมูลแก่ผู้ที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉพาะหน่วยงานกำกับดูแลกิจการตลาดทุน สามารถใช้เป็นแนวทางในการออกกฎระเบียบเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และเพื่อกระตุ้นให้นักลงทุนได้หันมาให้ความสำคัญกับข้อมูล พร้อมสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนทั้งไทยและต่างประเทศ ซึ่งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และช่วยฟื้นฟูระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยในอนาคตได้ดียิ่งขึ้นไป

### วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

### ทบทวนวรรณกรรม

#### ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ซิลปพร ศรีจันเพชร (2551) กล่าวว่า ทฤษฎีตัวแทน เป็นทฤษฎีที่ใช้อธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการซึ่งสะท้อนพฤติกรรมของคนและความเป็นไปในองค์กร และใช้อธิบายมูลเหตุจูงใจของผู้บริหารในการประพฤติมิชอบ เช่น การตกแต่งบัญชี เพื่อยกย้ายถ่ายเทผลประโยชน์ที่ควรจะเป็นของผู้ถือหุ้นกลายเป็นประโยชน์อันมิควรได้ของผู้บริหาร ทฤษฎีที่กล่าวถึงนี้ คือ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งมาจากแนวคิดของ Jensen & Meckling (1976) ซึ่งได้พัฒนาไว้ในปี ค.ศ.1976

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) มองว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียวได้จึงทำให้ต้องมีบุคคลที่เข้ามาช่วยในการบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ ทฤษฎีนี้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนว่า

เกิดขึ้น ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยฝ่ายที่มอบอำนาจคือ ตัวการ (Principal) ในขณะที่อีกฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงานคือ ตัวแทน (Agent) ตราบใดที่ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนตัดสินใจลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดจากเงินลงทุนในวิธีที่สอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวการแล้วความสัมพันธ์ของการเป็นตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารยังคงมีประสิทธิผลที่ดีแต่ถ้าหากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารไม่สอดคล้องกัน จะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency problem) ขึ้น

เหตุผลที่สำคัญของการกำกับดูแลกิจการ คือ แนวคิดตัวแทนของกิจการอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกรรมการซึ่งได้รับการแต่งตั้งจากเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น กรรมการกำหนดกลยุทธ์เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของกิจการและในขณะเดียวกันได้จ้างผู้จัดการผู้ควบคุมงานและพนักงานเพื่อนำกลยุทธ์ดังกล่าวไปสู่การปฏิบัติ แนวคิดตัวแทนของกิจการข้างต้น ซึ่งประกอบด้วยกลไก 2 อย่างที่จำเป็นคือ ผลการปฏิบัติงาน (Performance) และความรับผิดชอบต่อการทำงานตามหน้าที่ (Accountability) ซึ่งจะช่วยให้แนวคิดตัวแทนมีความสมบูรณ์มากขึ้น

จากทฤษฎีการเป็นตัวแทน (Agency Theory) จะพบได้ว่าสาเหตุหลักของปัญหาการเป็นตัวแทนนั้นมากจากการที่ตัวการกับตัวแทนมีข้อมูลที่ไม่เท่ากัน (Information Asymmetry) ฝ่ายตัวแทนที่มีข้อมูลมากกว่าจะสามารถฉกฉวยผลประโยชน์จากฝ่ายตัวการที่มีข้อมูลน้อยกว่าได้ (Kanagaretnam et al., 2007)

### การกำกับดูแลกิจการที่ดี

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่ถูกนำมาใช้ใน ปี พ.ศ. 2555 มีความสำคัญต่อบริษัทจดทะเบียน โดยแสดงให้เห็นถึงการมีระบบบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้เสียและผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย จึงกล่าวได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท ประกอบด้วย “หลักการและแนวปฏิบัติที่ดี” เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ แต่ไม่รวมถึงเรื่องที่ถูกกฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติไว้ชัดเจนแล้ว เนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด ได้แก่ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

1) สิทธิของผู้ถือหุ้น โดยงานวิจัยในครั้งนี้ได้ใช้ สัดส่วนของนักลงทุนสถาบันเป็นตัวแทนในการศึกษา เนื่องจากนักลงทุนสถาบันเป็นกลุ่มคนที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของผู้บริหารมากกลุ่มหนึ่ง

2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน โดยในงานวิจัยนี้ได้ใช้ สัดส่วนนักลงทุนสูงสุดเป็นตัวแทนของข้อมูล เนื่องจากการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Concentrated Ownership) ของแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกัน บางบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นที่มากย่อมแสดงถึงอำนาจการลงทุนและการตัดสินใจ (อุบลวรรณ ขุนทอง และ โสวัตรธนา ธารา, 2560) ซึ่งผู้วิจัยมีความสนใจว่า หากบริษัทมีการกระจุกตัวในสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงจะส่งผลอย่างไรต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่วัดจากผลการดำเนินงานของกิจการ

3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย ควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ โดยที่ผู้ถือหุ้นจะต้องใช้คณะกรรมการบริษัทในอันที่จะทำหน้าที่บริหารกิจการ ดังนั้นตัวแทนของผู้ถือหุ้นอันได้แก่ คณะกรรมการทั้งหมดของกิจการจะต้องแสดงบทบาทของตนเองให้มีประสิทธิภาพมากที่สุด ซึ่งผลสุดท้ายจะทำให้บริษัทเกิดความมั่งคั่งสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน

4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส โดยที่ข้อมูลที่แสดงในรายงานทางการเงินมีความถูกต้อง เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไป และผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีที่เป็นอิสระ ซึ่งในบริษัทจดทะเบียนบางแห่งใช้สำนักงานสอบบัญชีที่อยู่ในกลุ่ม BIG4 อาทิเช่น ได้แก่ PWC, Deloitte, E&Y, KPMG ซึ่งเป็นสำนักงานสอบบัญชีที่มีความน่าเชื่อถืออันจะนำไปสู่ความเชื่อมั่นในการลงทุนของผู้ลงทุนได้

5) ความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ คณะกรรมการควรจัดให้มีระบบแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบต่อระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายจัดการที่ชัดเจน โดยที่ประธานกรรมการไม่เป็นกรรมการที่เป็นผู้บริหารและไม่เป็นบุคคลเดียวกับกรรมการผู้จัดการ และไม่มีความสัมพันธ์ใด ๆ กับฝ่ายบริหาร โดยใช้ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการเป็นตัวแทนของข้อมูลชุดนี้ ได้แก่ การแยกบทบาทความรับผิดชอบต่อระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหาร

ออกจากกัน ทำให้เกิดความโปร่งใสในการทำงานมากขึ้น และย่อมส่งผลดีต่อการดำเนินงานของกิจการส่งผลให้เกิดความเชื่อมั่นในการลงทุน

#### ความเชื่อมั่นของนักลงทุน

นักลงทุนส่วนใหญ่มักจะมองเครื่องมือทางการเงินที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุนเพื่อให้เกิดความเชื่อมั่นแก่ตนเอง โดยเน้นผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm Performance) ได้หลายเครื่องมือ เช่น Richard et al. (2009) อธิบายว่า เครื่องมือที่ใช้วัดประสิทธิภาพการทำงานเป็นตัวแปรตามที่ขึ้นอยู่กับความสนใจและเชื่อมั่นเกี่ยวกับตัวแปรต่าง ๆ โดยส่วนใหญ่ วัดได้ดังต่อไปนี้ :

- ประสิทธิภาพการบัญชี จะวัดโดยใช้อัตราส่วน ROE, ROA, ROI และยอดขาย เป็นต้น
- ประสิทธิภาพการตลาดเน้นความพึงพอใจของลูกค้า และส่วนแบ่งการตลาด เป็นต้น
- ประสิทธิภาพการจัดการการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพและต้นทุนการดำเนินงาน ฯลฯ พฤติกรรมขององค์กรที่มีความพึงพอใจของพนักงานและประสิทธิภาพของโครงสร้าง เป็นต้น
- ผลการดำเนินงานของตลาดการเงินกับ Tobin Q อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (P / E Ratio), มูลค่าทางเศรษฐกิจที่เพิ่มเข้ามา, กำไรต่อหุ้น (EPS), มูลค่าตลาด (Market Capitalization) ฯลฯ

วรรณกรรมนำเสนอการวัดที่แตกต่างกันสำหรับการปฏิบัติงานของ บริษัท ในทางทฤษฎีก็ไม่มีเหตุผลในเชิงปฏิบัติหรือเหตุผลสำหรับการเลือกหนึ่งวัดมากกว่าคนอื่น ๆ เพื่อที่จะดำเนินการวิเคราะห์ ควรเลือกตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในตัวแปรตาม

อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) เป็นการวิเคราะห์ถึงแง่มุมใดแง่มุมหนึ่งของความสามารถในการทำกำไร (profitability analysis) หรือ ความเสี่ยงของบริษัท (risk analysis) โดยการประเมินความสามารถในการทำกำไร ทำให้ผู้วิเคราะห์ทราบถึงผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีต และช่วยคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ในขณะที่การประเมินความเสี่ยงเกี่ยวข้องกับความสำเร็จของบริษัทสำหรับค่า ROE นี้ ถ้าสูงยิ่งดี เพราะแสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูงเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น หากค่า ROE ของบริษัทต่ำจนเกินไป นักลงทุนมีอาชีพมักจะไม่ให้ความสนใจกับบริษัทนั้น Al-Matari et al., (2014) แสดงให้เห็นถึงอัตราส่วนของการวัดที่ใช้เกณฑ์บัญชีมากที่สุดกับการกำกับดูแลกิจการ

#### ผลกระทบของกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน (Corporate Governance and Investor confidence)

การกำกับดูแลกิจการ คือ การจัดเตรียมกลไกของบริษัท ขั้นตอนและโครงสร้าง ตลอดจนแนวปฏิบัติที่ดีของกิจการ (Alabdullah et al., 2014) ส่งผลทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงสุดผ่านความรับผิดชอบของผู้จัดการและคนที่เกี่ยวข้อง ซึ่งจากการที่ Chen et al., (2011) ได้ศึกษาพบว่า ต้นทุนของตัวแทนจะนำไปสู่การเพิ่มประสิทธิภาพและมูลค่าเพิ่มให้กับธุรกิจ จะเป็นประโยชน์ต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน Haniffa & Hudaib (2006) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการกับความเชื่อมั่นของ บริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กัวลาลัมเปอร์ (KLSE) จำนวน 347 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2539 ถึง พ.ศ. 2543 พบว่ามีขนาดของคณะกรรมการ และมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ห้าอันดับแรก มีส่วนร่วมอย่างมากกับทั้งมาตรการด้านการตลาดและการบัญชี นอกจากนี้ในงานวิจัยพบความสัมพันธ์ที่สำคัญระหว่างการเป็นผู้บริหารหลายรายและความเชื่อมั่นของนักลงทุนของตลาด ขณะที่บทบาทการถือหุ้นแบบคู่และการบริหารงานมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพทางการบัญชี

ในการศึกษานี้เป็นการศึกษาแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน โดยใช้ตัวแปรเกี่ยวกับสัดส่วนผู้ถือหุ้นมากที่สุด ประธานและผู้บริหารเป็นบุคคลเดียวกัน จำนวนของคณะกรรมการ สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ สัดส่วนนักลงทุนสถาบัน มีดังต่อไปนี้

### 1. สัดส่วนผู้ถือหุ้นมากที่สุด (TOPSHARE) กับความเชื่อมั่นของนักลงทุน

อิทธิพลของโครงสร้างการเป็นเจ้าของต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนของบริษัทที่สะท้อนถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุน ได้รับการค้นคว้าอย่างกว้างขวางในเชิงทฤษฎีและเชิงประจักษ์ ในบริษัทจดทะเบียน การเป็นเจ้าของและการควบคุมจะถูกแยกออกโดยปกติ (ยกเว้นการบริหาร) ความเป็นเจ้าของ ทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้จัดการที่ดำเนินกิจการ (Jensen & Meckling, 1976) ความขัดแย้งระหว่างหน่วยงานเหล่านี้สามารถบรรเทาได้โดยการตรวจสอบในบริษัทที่มีการลงทุนอย่างกว้างขวาง แต่ผู้ถือหุ้นมักไม่ได้รับการแจ้งให้ตีพอและละเว้นการลงทุนทรัพยากรส่วนบุคคลในการติดตามกิจกรรม (Holmstrom, 1982) ในทางตรงกันข้ามกับผู้ถือหุ้นรายย่อย นักลงทุนรายใหญ่มีหุ้นขนาดใหญ่พอสมควรที่จะจ่ายเงินให้กับเอกชน การจัดการการควบคุม นักลงทุนรายใหญ่จึงให้แนวทางแก้ปัญหาได้ดีกว่า (Shleifer & Vishny, 1997) นอกเหนือจากแรงจูงใจที่สูงขึ้นเพื่อลดค่าใช้จ่ายของตัวแทน ทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถประสานงานและดำเนินการได้ง่ายขึ้น แรงกดดันต่อผู้จัดการเนื่องจากการลงคะแนนเสียงไม่ได้แบ่งแยกออกเป็นกลุ่มนักลงทุนกลุ่มใหญ่ หากผู้จัดการทำซ้ำ ๆ ในทางตรงกันข้ามกับความประสงค์ของนักลงทุนรายใหญ่จะทำให้มีแนวโน้มว่าจะผู้จัดการจะถูกย้ายออกไปในไม่ช้า ดังนั้นผู้ถือหุ้นขนาดใหญ่ (Blockholders) แตกต่างจากขนาดเล็ก ผู้ถือหุ้นในสิ่งที่พวกเขาไม่เพียง แต่มีแรงจูงใจในการลดค่าใช้จ่ายของหน่วยงาน แต่ยังมีอำนาจที่จะทำเช่นนั้น (Shleifer & Vishny, 1997) ในอีกด้านหนึ่งความเป็นเจ้าของเข้มข้นอาจเป็นอุปสรรคต่อศักยภาพ ประการแรกผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นหลัก เป็นตัวแทนผลประโยชน์ของตนเองไม่ใช่ของผู้ถือหุ้นหรือพนักงานของ บริษัท ที่ลงทุนไปซึ่งหมายความว่า พวกเขาจะใช้สิทธิในการควบคุมเพื่อเพิ่มประโยชน์สูงสุดของตนเองซึ่งอาจเป็นผลมาจากค่าใช้จ่ายของผู้ถือหุ้นรายอื่น โอกาสในการเวนคืนผู้ถือหุ้นส่วนน้อยมีโอกาสูงที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีสิทธิออกเสียงเกินกว่ากระแสเงินสดสิทธิ (Faccio et al., 2001) ในกรณีเหล่านี้พวกเขามีแรงจูงใจในการจ่ายกระแสเงินสดของบริษัท ให้กับตัวเองมากขึ้น

ศิลปพร ศรีจันทเพชร (2551) ได้ศึกษาพบว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีมาก จะทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีค่าสูงขึ้น ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมากทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นว่าผู้ถือหุ้นเหล่านี้จะมีอำนาจในการบริหารงานของบริษัท แม้หากว่าผู้ถือหุ้นเหล่านี้จะไม่มีอำนาจในการบริหารงานก็จะมีอำนาจในการออกเสียงซึ่งเป็นสัดส่วนที่สูงจึงทำให้บุคคลเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะรักษาผลประโยชน์ของบริษัทไว้

สรุปได้ว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือเป็นโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) หรือการมีผู้ถือหุ้นรายใดรายหนึ่งถือหุ้น จำนวนมาก ทำให้เกิดผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมบริษัท (Controlling Shareholders) ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เหล่านี้มักมีแรงจูงใจในการถ่ายโอนเอาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยมาเป็นของตนเอง หรือมักกระทำการใด ๆ ภายใต้อำนาจการควบคุมที่มีอยู่เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย เป็นอย่างมาก (Fama & Jensen, 1983) โดยที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่สามารถที่จะคัดค้านหรือโต้แย้งการกระทำดังกล่าวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้เนื่องมาจากบรรดากฎหมายหรือกลไกในการกำกับดูแลที่สร้างขึ้นมาเพื่อที่จะปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นมีความอ่อนแอและไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร (Fan & Wong, 2002) จากการศึกษาดังกล่าวผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานได้ว่า

H1: สัดส่วนผู้ถือหุ้นมากที่สุด (TOPSHARE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

### 2. จำนวนคณะกรรมการ (LnBOARD) กับความเชื่อมั่นของนักลงทุน

หลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการแนะนำให้คณะกรรมการไม่ให้ใหญ่เกินไปและขนาดที่เหมาะสมของคณะกรรมการอยู่ระหว่าง 5 ถึง 16 ตามแนวปฏิบัติที่ดีของบริษัทจดทะเบียน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) ขนาดของคณะกรรมการที่เหมาะสมนั้นไม่สามารถกำหนดเป็นตัวเลขที่แน่นอนได้ เนื่องจากแต่ละบริษัทก็จะมีลักษณะของธุรกิจที่แตกต่างกัน หากขนาดของคณะกรรมการใหญ่เกินไป จะส่งผลให้การตัดสินใจมีความล่าช้าได้ส่งผลกระทบต่อความสูญเสียทางโอกาสในการลงทุนของบริษัท ทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควร ส่วนในกรณีที่ขนาดของคณะกรรมการมีขนาดเล็กเกินไป ก็อาจจะทำให้การตัดสินใจนั้นไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควรซึ่งจะส่งผลให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนของบริษัทไม่ดีเท่าที่ควรเช่นกัน (วรกมล เกษมทรัพย์, 2553) นอกจากนั้น

Nahar Abdullah (2004) ได้ศึกษาบทบาทของคณะกรรมการในด้านผลการดำเนินงานของบริษัทอันนำไปสู่ความเชื่อมั่นของนักลงทุน โดยพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ ROA ROE EPS และ Margin Profit โดยระบุว่าหากคณะกรรมการและโครงสร้างการเป็นผู้นำมีความเหมาะสมและปฏิบัติตามแนวทางปฏิบัติในประเทศที่พัฒนาแล้วมูลค่าของผู้ถือหุ้นในระยะยาวคาดว่าจะเพิ่มขึ้นและผู้ถือหุ้นก็จะได้รับความคุ้มครองเป็นอย่างดี

Jensen & Meckling (1976) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการควรอยู่ระหว่าง 7-8 คน โดยพบว่ากรรมการในบริษัทจะช่วยปรับปรุงการดำเนินงานของธุรกิจให้เกิดประสิทธิภาพส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน Alabdullay et al. (2014) แสดงให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบและมีนัยสำคัญระหว่างขนาดของคณะกรรมการและประสิทธิภาพบริษัท สอดคล้องกับในสหราชอาณาจักร Guest (2009) พบว่าจำนวนของคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่จะมีปัญหาในการทำงานร่วมกัน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงสนับสนุนฐานว่าขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพของบริษัท จากการศึกษาดังกล่าวผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานได้ว่า

H2: จำนวนคณะกรรมการ (LnBOARD) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

### 3. สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (BIG4) กับความเชื่อมั่นของนักลงทุน

ขนาดของผู้สอบบัญชีได้รับการถกเถียงกันว่า มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน อาทิเช่นงานของ Fama & Jensen (1983) ได้ศึกษาเกี่ยวกับพบว่า มีความสัมพันธ์ระหว่างสำนักงานสอบบัญชีและความเชื่อมั่นของนักลงทุนของบริษัทโดยมีข้อเสนอแนะว่า บริษัทสำนักงานสอบบัญชีที่มีคุณภาพการตรวจสอบที่สูงขึ้นอาจควบคุมพฤติกรรมกรรมการบริหารงานแบบฉวยโอกาสลดต้นทุนของตัวเองและทำให้บริษัทมีมูลค่าเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่า บริษัทสอบบัญชีขนาดใหญ่จะให้การตรวจสอบที่มีคุณภาพสูง เนื่องจากความรู้ความชำนาญความรู้ความสามารถในการประเมินผลที่มากขึ้น (Al-Ajmi, 2008) นอกจากนี้ บริษัทผู้สอบบัญชีชั้นนำระดับโลก (BIG4) มีความสามารถในการดำเนินการตรวจสอบอย่างรวดเร็วและแม่นยำเพื่อรักษาชื่อเสียงระดับมืออาชีพของตน (Afify, 2009) สอดคล้องกับแนวคิดนี้ Alzharani et al. (2011) เปิดเผยว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างขนาดของผู้สอบบัญชีและความเชื่อมั่นของนักลงทุนของบริษัทที่สะท้อนถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุน

อย่างไรก็ตาม Aljifiri & Moustafa (2007) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างประเภทของผู้สอบบัญชีและความเชื่อมั่นของนักลงทุนของบริษัท และมีงานวิจัยบางงานพบว่า บริการสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Auditor Firm) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ จากการศึกษาดังกล่าวผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานได้ว่า

H3: สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (BIG4) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

### 4. สัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (INST) กับความเชื่อมั่นของนักลงทุน

ปัจจัยแรกที่พิจารณาคือสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน การถือครองของนักลงทุนสถาบันหมายถึงส่วนแบ่งของบริษัท ที่เป็นเจ้าของโดยนักลงทุนสถาบัน เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญธนาคารหรือผู้ลงทุนรายใหญ่อื่น ๆ ในงานวิจัยในต่างประเทศส่วนใหญ่พบว่า นักลงทุนสถาบันเป็นกลุ่มนักลงทุนที่มีบทบาทในการติดตามการทำงานของบริษัทที่มีประสิทธิภาพ (Effective Monitoring) โดยการมีนักลงทุนสถาบันถือหุ้นในบริษัทจะช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น (Ferreira & Matos, 2008) เนื่องจากนักลงทุนสถาบันจะสามารถช่วยลดพฤติกรรมกรรมการรักษาผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่นของผู้บริหารลงได้ (Han & Suk, 1998) อย่างไรก็ตามในประเทศกำลังพัฒนาอย่างประเทศไทยพบว่า นักลงทุนสถาบันเริ่มมีบทบาทเวลาไม่นานงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับบทบาทของนักลงทุนสถาบันจึงยังมีอยู่จำกัด (นริสา เยาวลักษณ์ และศิลปพร ศรีจันเพชร, 2558) โดยคาดว่า นักลงทุนสถาบันจะมีบทบาทในตลาดหุ้นไทยเพิ่มมากขึ้น จากที่ตลาดหลักทรัพย์ได้ออกประกาศกำหนดเป้าหมายเพิ่มสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันเป็นร้อยละ 50 ภายในปี พ.ศ. 2562 เพื่อช่วยเพิ่มความสมดุล เพิ่มเสถียรภาพและลดความผันผวนของตลาดหุ้นประเทศไทย ดังนั้นมีความเป็นไปได้ว่า นักลงทุนสถาบันจะเป็นหนึ่งในตัวแปรที่ทำให้ลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) และช่วยติดตามตรวจสอบของผู้บริหารแทนนักลงทุนรายย่อยได้ ซึ่งจะเป็นผลดีต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนจากหลักการและเหตุผลดังกล่าวผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานได้ว่า

H4: สัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (INST) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

#### 5. ประธานและกรรมการบริหารเป็นบุคคลเดียวกัน (CEODUAL) กับความเชื่อมั่นของนักลงทุน

ยูวดี เครือรัฐติกาล (2555) ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับอัตราส่วนกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI: ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI จำนวนประชากร 60 บริษัท เพื่อทำการวิเคราะห์การควรวมตำแหน่งประธาน กรรมการกับประธานเจ้าหน้าที่ฝ่ายจัดการซึ่งจากสมมติฐานพบว่า กิจการส่วนใหญ่มีการแต่งตั้งบุคคล เพื่อดำรงตำแหน่งประธานกรรมการกับผู้ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการเป็นคนละคนกัน ตามข้อเสนอแนะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าด้วยหลักการกำกับดูแลกิจการ อย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้เกิดการทุ่มเทต่อการบริหารงานมีประสิทธิภาพมากขึ้นจนเกิดความน่าเชื่อถือต่อนักลงทุน

ในประเทศอินเดีย Jackling & Johl (2009) ได้ศึกษาโครงสร้างคณะกรรมการและความเชื่อมั่นของนักลงทุนของบริษัท : หลักฐานจากบริษัทชั้นนำในอินเดีย โดยพบว่า CEO Duality มีส่วนเกี่ยวข้องกับความเชื่อมั่นของนักลงทุนทางการเงินของบริษัท โดยที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) ถือเป็นโครงสร้างความเป็นผู้นำที่โดดเด่นของบริษัท ส่วนในสหรัฐอเมริกา 70-80 เปอร์เซ็นต์ของบริษัทจดทะเบียน มักจะรวมบทบาทของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) อยู่ในตำแหน่งเดียวกัน (Rhoades et al., 2001)

อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยที่แพร่หลายการกำกับดูแลกิจการในยุโรปแยก CEO และประธานออกจากกัน ในขณะที่เพียง 10 บริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะรวมทั้งสองบทบาทเข้าด้วยกัน (Kang & Zardkoochi, 2005) ในทวีปเอเชียอยู่ในช่วงกลางของทั้งสองขั้ว ในประเทศฮ่องกงเป็นอดีตอาณานิคมของอังกฤษและมีการอบการกำกับดูแลที่ดีและการพัฒนาตลาดทุนเห็นว่า การรวมทั้งสองบทบาทอยู่ในคนเดียวกันทำให้กิจการมีการดำเนินงานที่เบ็ดเสร็จเด็ดขาดมากขึ้น ในประเทศไทยพบว่า หลาย ๆ บริษัทมีการแยกบทบาทอย่างชัดเจนซึ่งเป็นไปตามแนวปฏิบัติที่ดีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากหลักการและเหตุผลดังกล่าวผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานได้ว่า

H5: การแยกประธานและกรรมการบริหารออกจากกัน (CEODUAL) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

### วิธีดำเนินการวิจัย

#### 1. ประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 546 บริษัท (ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2558)

#### 2. ขนาดตัวอย่าง

จากขนาดของประชากรที่ใช้ในการศึกษาดังที่กล่าวข้างต้น ผู้วิจัยได้กำหนดขนาดตัวอย่าง โดยเป็นกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้ ไม่รวมถึงบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบ จำนวน 5 บริษัท เป็นบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งประกอบด้วย ธนาคาร ประกันภัยและประกันชีวิต กองทุน เงินทุนและหลักทรัพย์ เนื่องจากมีข้อบังคับพิเศษที่ทำให้โครงสร้างเงินทุนแตกต่างจากธุรกิจอื่น ๆ และบริษัทที่แก้ไขการดำเนินงานไม่ได้ตามกำหนด ซึ่งอยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการจะมีลักษณะโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างจากปกติ จำนวน 63 บริษัท กลุ่มกองทุนเพื่อพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 43 บริษัท บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ จำนวน 27 บริษัท จนได้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 408 บริษัท

#### 3. ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

จากวัตถุประสงค์ของการศึกษามลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้จำแนกตัวแปรได้ดังนี้

ตารางที่ 1 แสดงการวัดค่าตัวแปร

ตัวย่อ	ตัวแปร	การวัดค่า	ค่าคาดหวัง
<b>ตัวแปรต้น (Independence Variables)</b>			
LnBOARD	จำนวนคณะกรรมการ	ล็อกกาลิทีมของจำนวนคณะกรรมการ (คน)	+
TOPSHARE	สัดส่วนนักลงทุนสถาบัน	สัดส่วนผู้ถือหุ้นสูงสุดของบริษัท (%)	+
CEODUAL	ประธานและกรรมการบริหารเป็นบุคคลเดียวกัน	ตัวแปรหุ่น : ถ้า 1: แสดงว่า ประธานและเจ้าหน้าที่กรรมการบริหารแยกออกจากกัน ถ้า 0 แสดงว่า ประธานและเจ้าหน้าที่กรรมการบริหารเป็นบุคคลเดียวกัน	+
INST	สัดส่วนนักลงทุนสถาบัน	สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน (%)	+
BIG4	ประเภทสำนักงานสอบบัญชี	ตัวแปรหุ่น : ถ้า 1: แสดงว่า เป็นสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ ได้แก่ บริษัท เคพีเอ็มจี (KPMG) ดีลอยท์ทูชโทมัตสุ (Deloitte Touche Tohmatsu) เอ็นส์ท แอนด์ ยิง (Ernst & Young) และไพร์ซวอเตอร์เฮาส์คู เปอส์ (PricewaterhouseCoopers: PWC)	+
<b>ตัวแปรตาม (Dependent variables)</b>			
ROE	ความเชื่อมั่นของนักลงทุน	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น = กำไรสุทธิ / ส่วนของผู้ถือหุ้น	+

#### 4. การวิเคราะห์ข้อมูล

4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ได้แก่ โดยสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ประกอบด้วย จำนวน ความถี่ (Frequency) ค่าร้อยละ (Percentage) ของกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ค่าต่ำสุด (MIN) ค่าสูงสุด (MAX) โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS for windows version 23 เพื่ออธิบายถึงลักษณะของการแจกแจงของข้อมูลและการกระจายของตัวแปร (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2550)

4.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ผู้วิจัยนำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่

4.2.1 ความสัมพันธ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกต เพื่อตรวจสอบค่าความสัมพันธ์ระหว่างคู่ตัวแปรสังเกต สถิติวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ผู้วิจัยนำมาเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ ว่ามีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงหรือไม่ สามารถระบุทิศทางของความสัมพัทธ์ และขนาดของความสัมพันธ์ว่ามีค่าอยู่ในระดับใด โดยพิจารณาความสัมพันธ์ (Correlation) หรือค่าสัมฤทธิ์สหสัมพันธ์ (r) จะต้องไม่เกิน 0.65 (Burns & Grove, 1993)

4.2.2 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลในงานวิจัยครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบหาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน โดยก่อนการวิเคราะห์ข้อมูลได้ทำการตรวจสอบความเป็นอิสระของค่าคลาดเคลื่อนจากสถิติ Durbin-Watson ไม่ควรเกิน 3 (กรีซ แร่งสูงเนิน, 2554)

#### ผลการวิจัย

จากตารางที่ 2 พบว่า บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นสูงสุด (TOPSHARE) ของบริษัทจดทะเบียนมีค่าต่ำสุด 2.73% และสูงสุด 95.76% โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 29.53% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 17.68% สัดส่วนของประธานและกรรมการบริหารเป็นบุคคลเดียวกัน (CEODUAL) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 และค่าสูงสุดเท่ากับ 1 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.46 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.499 สัดส่วนนักลงทุนสถาบันที่ถือหุ้น (INST)

วารสารราชภัฏเพชรบูรณ์สาร ปีที่ 21 ฉบับที่ 2 กรกฎาคม – ธันวาคม 2562

ของบริษัทจดทะเบียนมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 % โดยมีค่าสูงสุดเท่ากับ 98.11 % มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 33.07% และมี ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 28.96 จำนวนคณะกรรมการ (BZBOARD) ของบริษัทจดทะเบียนมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 5 คน สูงสุดเท่ากับ 21 คน มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 10.25 คน และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.45 ลอการิทึมของ จำนวนคณะกรรมการ (LnBOARD) ของบริษัทจดทะเบียนมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.70 โดยมีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.32 มี ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.00 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.10 สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (BIG4) ของบริษัท จดทะเบียนมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 สูงสุดเท่ากับ 1 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.65 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.478 ความเชื่อมั่นของนักลงทุน (ROE) ต่ำสุดเท่ากับ -79.18% และมีค่าสูงสุดเท่ากับ 119.04% โดยมีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 7.74% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 19.54%

ตารางที่ 2 แสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปร

ตัวแปร	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
TOPSHARE	408	2.73	95.76	29.53	17.68
CEODUAL	408	0	1	0.46	.499
INST	408	0.00	98.11	33.07	28.96
BZBOARD	408	5.00	21.00	10.25	2.45
LnBOARD	408	0.70	1.32	1.00	0.10
BIG4	408	0	1	0.65	.478
ROE	408	-79.18	119.04	7.74	19.54

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

จากตารางที่ 3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในการวิเคราะห์ โดยจากผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรมีค่าอยู่ระหว่าง 0.024 – 0.241 ซึ่งเป็นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันในระดับต่ำมาก และไม่พบตัวแปร การกำกับดูแลกิจการตัวแปรใดมีความสัมพันธ์กัน จะต้องมีความสัมพันธ์สหสัมพันธ์ไม่ควรเกิน +0.80 (กรีซ แรจสูง เนิน, 2554) จึงสามารถนำไปทดสอบสมมติฐานตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับความเชื่อมั่นของนักลงทุน

	ROE	TOPSHARE	CEODUAL	INST	LnBOARD	BIG4
ROE	1	0.159 0.001*	0.024 0.629	0.241 0.000*	0.099 0.046*	0.198 0.000*
TOPSHARE		1	-0.031 0.530	0.493 0.000*	0.010 0.845	0.232 0.000*
CEODUAL			1	0.067 0.179	0.112 0.024*	0.021* 0.678
INST				1	0.278 0.000*	0.246 0.000*
LnBOARD					1	0.156 0.002*
BIG4						1

\*ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

## ผลการทดสอบสมมติฐาน

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบสมมติฐาน

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-6.399	9.881		-0.648	0.518
TOPSHARE	0.042	0.062	0.038	0.676	0.499
LnBOARD	5.034	9.940	0.026	0.506	0.613
BIG4	5.756	2.047	0.141	2.812	0.005*
INST	0.121	0.039	0.180	3.079	0.002*
CEODUAL	0.290	1.890	0.007	0.153	0.878

R Square = 0.080  
Adjusted R Square = 0.069  
Durbin-Watson=2.095  
F Statistics = 6.995  
P- value = 0.000

\*ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

จากตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบพบว่า ค่า Adjust  $R^2 = 6.90\%$  แสดงว่าการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและอีก 94.10% เป็นอิทธิพลของปัจจัยอื่น ๆ นอกจากนั้นได้ตรวจสอบความเป็นอิสระของค่าคลาดเคลื่อนจากค่า Durbin-Watson เท่ากับ 2.095 แสดงว่าตัวแปรมีความอิสระต่อกัน โดยผลการทดสอบสมมติฐานของแต่ละตัวแปรเป็นดังนี้

สมมติฐานที่ 1 สัดส่วนผู้ถือหุ้นมากที่สุด (TOPSHARE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน จากผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรสัดส่วนผู้ถือหุ้นมากที่สุด (TOPSHARE) มีค่าคาดหวังเป็นบวกและได้สัมประสิทธิ์จากสมการคือ 0.042 ซึ่งมีผลเป็นบวกโดยเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับค่าคาดหวัง และเมื่อพิจารณาจากค่า P-value ปรากฏว่าได้ค่า 0.499 ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงว่า ตัวแปรด้านสัดส่วนผู้ถือหุ้นมากที่สุด (TOPSHARE) นั้นไม่มีอิทธิพลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

สมมติฐานที่ 2 จำนวนของคณะกรรมการ (LnSBOARD) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน จากผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรจำนวนของคณะกรรมการ (LnSBOARD) มีค่าคาดหวังเป็นบวกและได้สัมประสิทธิ์จากสมการคือ 5.034 ซึ่งมีผลเป็นบวกโดยเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับค่าคาดหวัง และเมื่อพิจารณาจากค่า P-value ปรากฏว่าได้ค่า 0.613 ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงว่า ตัวแปรด้านจำนวนของคณะกรรมการ (LnSBOARD) นั้นไม่มีอิทธิพลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

สมมติฐานที่ 3 สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (BIG4) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน จากผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (BIG4) มีค่าคาดหวังเป็นบวกและได้สัมประสิทธิ์จากสมการคือ 5.756 ซึ่งมีผลเป็นบวกโดยเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับค่าคาดหวัง และเมื่อพิจารณาจากค่า P-value ปรากฏว่าได้ค่า 0.005 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 แสดงว่า ตัวแปรสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (BIG4) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

สมมติฐานที่ 4 สัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (INST) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน จากผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (INST) มีค่าคาดหวังเป็นบวกและได้สัมประสิทธิ์จากสมการคือ 0.121 ซึ่งมีผลเป็นบวกโดยเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับค่าคาดหวัง และเมื่อพิจารณาจากค่า P-value ปรากฏว่าได้

ค่า 0.002 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 แสดงว่า ตัวแปรสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (INST) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

สมมติฐานที่ 5 ประธานและผู้บริหารแยกออกจากกัน (CEODUAL) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน จากผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรประธานและผู้บริหารแยกออกจากกัน (CEODUAL) มีค่าคาดหวังเป็นบวกและได้สัมประสิทธิ์จากสมการคือ 0.290 ซึ่งมีผลเป็นบวกโดยเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับค่าคาดหวัง และเมื่อพิจารณาจากค่า P-value ปรากฏว่าได้ค่า 0.878 ซึ่งมากกว่า 0.05 แสดงว่า ตัวแปรด้านประธานและผู้บริหารแยกออกจากกัน (CEODUAL) นั้นไม่มีอิทธิพลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนดังนั้น

จากผลการทดสอบสมมติฐานจึงทำให้ได้สมการที่เหมาะสมในการอธิบายความเชื่อมั่นของนักลงทุน ดังนี้

$$ROE = -6.399 + 0.042TOPSHARE + 5.034LnSBOARD + 5.756BIG4 + 0.121INST + 0.290 CEODUAL$$

### อภิปรายผล

ผลการวิจัย พบว่า สำนักงานสอบบัญชีมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน อาจเป็นไปได้ว่า คุณภาพการตรวจสอบที่สูงขึ้นอาจควบคุมการดำเนินงานของกิจการส่งผลให้เกิดประสิทธิภาพภายในองค์กรอันนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการและส่งผลให้เกิดความเชื่อมั่นของนักลงทุน สอดคล้องกับ Aljifiri & Moustafa (2007) พบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ระหว่างประเภทของผู้สอบบัญชีกับความเชื่อมั่นของนักลงทุนของบริษัท ส่วน Kam-Wah Lia (2009) ที่ศึกษาเกี่ยวกับกิจการที่มีโอกาสในการลงทุนสูงซึ่งแสดงถึงการเติบโตว่ากิจการที่มีการเติบโตสูงจะต้องใช้การตรวจสอบที่มีคุณภาพ เช่น สำนักงานสอบบัญชีหรือไม่ ซึ่งจากผลการทดสอบพบว่า เนื่องจากกิจการที่มีการเติบโตสูงมักจะมีการบริหารกิจการที่เกิดประสิทธิภาพสูงตามไปด้วย ดังนั้นจึงต้องการการตรวจสอบที่มีคุณภาพจากสำนักงานสอบบัญชีที่เป็นที่เชื่อถือในวงกว้าง ซึ่งพบว่า บริษัทที่มีการเติบโตสูงมีการว่าจ้างสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่มากกว่ากิจการที่มีการเติบโตต่ำ และขณะเดียวกันผลการวิจัยยังพบว่า สัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (INST) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Gürbüz et al. (2010) และ Hashim & Devi (2008) ที่อธิบายว่า สัดส่วนของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลอย่างมากต่อเช่นเดียวกับนริสา ยาวลักษณ์ และศิลปพร ศรีจันเพชร (2558) แสดงความคิดเห็นว่า นักลงทุนสถาบันจะทำการติดตามการทำงานของผู้บริหารอย่างใกล้ชิด จึงช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะตัดสินใจโดยเอาผลประโยชน์ของตนเองเป็นที่ตั้งลงได้ และช่วยให้ผู้บริหารมีการตัดสินใจโดยคำนึงถึงการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัท ซึ่งนำไปสู่การสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นต่อไป สามารถสรุปได้ว่า การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน จะช่วยให้ผู้ถือหุ้นมีผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้นได้จากบทบาทการดูแลติดตามการทำงานของผู้บริหารของนักลงทุนสถาบัน

### สรุปและวิจารณ์ผล

จากผลการศึกษาพบว่า บริษัทจดทะเบียนที่เลือกใช้ผู้สอบบัญชีขนาดใหญ่จะมีอิทธิพลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนควรพิจารณาในการเลือกบริษัทสอบบัญชีที่น่าเชื่อถือได้เหล่านี้ นอกจากนี้ยังพบว่า สัดส่วนนักลงทุนที่สูงจะส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนในรูปแบบของผลตอบแทน ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนควรรักษาสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันให้อยู่ในสัดส่วนที่พอเหมาะตามแนวปฏิบัติที่ดีของการกำกับดูแลกิจการตลอดจน บริษัทจดทะเบียนควรตระหนักถึงสิ่งต่าง ๆ ทั้งทางด้านภาระผูกพันของผู้ถือหุ้น เพราะจากผลการศึกษาทำให้สะท้อนให้เห็นว่า กิจการจะมีผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ไม่สามารถสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนได้ เพราะนักลงทุนอาจจะมองว่าเป็นการมีอำนาจเบ็ดเสร็จเด็ดขาดแต่เพียงผู้เดียว บริษัทจดทะเบียนควรมีการกระจายหุ้นให้ เป็นไปตามแนวปฏิบัติที่ดี ความเหมาะสมของขนาดของคณะกรรมการซึ่งการที่บริษัทจดทะเบียนมีจำนวนคณะกรรมการที่มากจนเกินไปอาจทำให้การตัดสินใจเรื่องใดเรื่องหนึ่งช้าเกินไปทำให้บริษัทขาดประสิทธิภาพอันจะสะท้อนผลไปยังผลการดำเนินงาน และการแยกบทบาทระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารออกจากกันจากแนวปฏิบัติที่ดีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่กล่าวว่าการควรมีการแยกบทบาทการเป็นประธานออกจากผู้บริหารเพื่อให้เกิดความโปร่งใส แต่ผลการทดสอบกลับไม่พบความสัมพันธ์อาจเป็นไปได้ว่า นักลงทุนมุ่งหวังข้อมูลที่

ทันต่อการตัดสินใจ การที่มีการแยกบทบาทหน้าที่ อาจจะทำให้เกิดการตัดสินใจที่ล่าช้า ส่งผลต่อข้อมูลอันเป็นประโยชน์ในการดำเนินงานของกิจการ สะท้อนถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุน

### ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

งานวิจัยครั้งต่อไปอาจจะเพิ่มปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน เช่น สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นรัฐบาล การประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบ และในส่วนของตัวแปรตามซึ่งผู้วิจัยใช้ ROE เป็นตัวแทนของความเชื่อมั่นของนักลงทุนของบริษัท โดย ROE จะเป็นตัวชี้วัดทางบัญชี แต่อาจจะมีตัวชี้วัดอื่นก็น่าจะเหมาะสมกว่า เช่น Tobin's Q Ratio ซึ่งเป็นตัวชี้วัดทางตลาด EVA ซึ่งเป็นเครื่องมือวัดผลการดำเนินงานของธุรกิจเชิงเศรษฐศาสตร์

### เอกสารอ้างอิง

- กรีช แร่งสูงเนิน. (2554). *การวิเคราะห์ปัจจัยด้วย SPSS และ AMOS เพื่อการวิจัย*. กรุงเทพฯ: ซีเอ็ดดูเคชั่น.
- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2550). *การวิเคราะห์สถิติ: สถิติสำหรับบริหารและวิจัย*. พิมพ์ครั้งที่ 10. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ปี 2555*. ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้สู่ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2556). *การวิเคราะห์รายงานทางการเงิน*. ศูนย์ส่งเสริมพัฒนาความรู้สู่ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- นริสา ยาวลักษณ์ และศิลปพร ศรีจันเพชร. (2558). การถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ สมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทย*, 4(2), 18-31.
- ยุวดี เครือรัฐติกาล. (2555). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับอัตราส่วนกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI. *วารสารวิชาการศรีประทุมชลบุรี*, 11(1), 41.
- วรกมล เกษมทรัพย์. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. หลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน). คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 4(10), 26-39.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. *วารสารบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*, 31(120).
- อุบลวรรณ ขุนทอง และโสวัตรธนา ธารา. (2560). *ความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ? รายงานสืบเนื่องจากการประชุมวิชาการระดับชาติ สาขาเศรษฐศาสตร์ ประจำปี 2560*.
- Affify, H. A. E. (2009). Determinants of audit report lag: Does implementing corporate governance have any impact? Empirical evidence from Egypt. *Journal of Applied Accounting Research*, 10(1), 56-86.
- Alabdullah, T. T. Y., Yahya, S., & Ramayah, T. (2014). Corporate governance development: new or old concept. *European Journal of Business and Management*, 6(7), 312-315.
- Alabdullah, T.T.Y., Yahya, S., & Ramayah, T. (2014). Corporate governance mechanisms and Jordanian companies' financial performance. *Asian Social Science*, 10(22), 247.
- Al-Ajmi, J. (2008). Audit and reporting delays: Evidence from an emerging market. *Advances in Accounting*, 24(2), 217-226.

- Aljifiri, K., & Moustafa, M. (2007). The impact of corporate governance mechanisms on the performance of UAE firms: an empirical analysis. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23(2), 71-93.
- Al-Matari, E. M., Al-Swidi, A. K., & Fadzil, F. H. B. (2014). The measurements of firm performance's dimensions. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(1), 24-49.
- Alzharani, A. M., Ahmad, A. B. C., Aljaaidi, K. S., Ghares, M., Chen, S., Liu, X., & Rahman, S. A. (2011). *An empirical investigation of factors associated with firm performance evidence from Kingdom of Saudi Arabia*. In Proc. the 2011 International Conference on E-business, Management and Economics.
- Burns, N., Grove, S. K. (1993). *Study the practice of nursing research: Conduct, critique & utilization*. (Forth edition). W. B. Saunders Company: Philadelphia.
- Chantakhet, N. (2011). *A Study of the Relationship between Corporate Governance and Operating Results of the Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand*. SET 100 Group (Doctoral dissertation, University of the Thai Chamber of Commerce (UTCC)).
- Chen, R., Qi, C. Z., & Lin, T. W. (2011). Ownership structure and corporate governance among chinese securities firms. *International Journal of Management*, 28(3), 789.
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001, January). *Debt and corporate governance*. In Meetings of Association of Financial Economics in New Orleans.
- Fama & Jensen. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution.
- Fan, J. P., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 401-425.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385-404.
- Gürbüz, A. O., Aybars, A., & Kutlu, Ö. (2010). Corporate governance and financial performance with a perspective on institutional ownership: empirical evidence from Turkey. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 8(2), 21.
- Han, K. C., & Suk, D. Y. (1998). The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence. *Review of Financial Economics*, 7(2), 143-155.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7-8), 1034-1062.
- Hashim, H. A., & Devi, S. (2008). Board characteristics, ownership structure and earnings quality: Malaysian evidence. *Research in Accounting in Emerging Economies*, 8(97), 97-123.
- Holmstrom, B. (1982). Moral hazard in teams. *The Bell Journal of Economics*. 324-340.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492-509.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kam-Wah Lai. (2009). Does audit quality matter more for firms with high investment opportunities?. *J. Accounting Public Policy*, 28(2009), 355-381.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J., & Whalen, D. J. (2007). Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 497-522.
- Kang E. and Zardkoohi A. (2005). Board Leadership Structure and Firm Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 785- 799.
- Nahar Abdullah, S. (2004). Board composition, CEO duality and performance among Malaysian listed companies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 4(4), 47-61.
- Qi, D., Wu, W., & Zhang, H. (2000). Shareholdings structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies. *Pacific Basin Finance Journal*, 8, 587-610.
- Rhoades, D. L., Rechner, P. L., & Sundaramurthy, C. (2001). A Meta-analysis of Board Leadership Structure and Financial Performance: are “two heads better than one”?. *Corporate Governance: An International Review*, 9(4), 311-319.
- Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: Towards methodological best practice. *Journal of management*.
- Rouf, M. (2011). The relationship between corporate governance and value of the firm in developing countries: Evidence from Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 5, 237-244.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(1997), 737-783.