



อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพ
ของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของ
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Influence of Governance Mechanisms on
Effectiveness of Corporate Governance and Firm
Performance of the Listed Companies on the
Stock Exchange of Thailand

ฉวีวรรณ ชุสนุก¹

อัมพล ชุสนุก²

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาและตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ประกอบด้วยตัวแปรอิสระคือ กลไกการกำกับดูแลกิจการ อันได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการ องค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร ทักษะความรู้ของกรรมการการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการคำตอบแทนกรรมการและฝ่ายบริหารความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหาร และโครงสร้างของเงินทุน ตัวแปรคั่นกลางคือ ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และตัวแปรตามคือ ผลการดำเนินงาน ผู้วิจัยดำเนินการวิจัยโดยใช้การวิจัยแบบผสมวิธี ในรูปแบบการวิจัยเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพไปพร้อมกัน โดยใช้การวิจัยเชิงปริมาณเป็นหลัก การวิจัยเชิงคุณภาพเป็นการสัมภาษณ์เจาะลึกผู้เชี่ยวชาญที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการรวมถึงการสัมภาษณ์ทางอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานเพื่อประกอบการอภิปรายผลการวิจัยสำหรับการวิจัยเชิงปริมาณใช้แบบตรวจสอบรายการเป็นเครื่องมือในการเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่รวมถึงรัฐวิสาหกิจ และธุรกิจการเงิน จำนวน 210 บริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ การแจกแจงความถี่ การหาค่าเฉลี่ย การหาค่าร้อยละ และใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างแบบ Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิจัยแสดงว่า โมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์อยู่ในเกณฑ์ดี ค่าไค-สแควร์ เท่ากับ 29.782 ที่องศาอิสระ (df) 33 ค่าความน่าจะเป็น (p-value) เท่ากับ 0.628 ไค-สแควร์สัมพันธ์ (χ^2/df) เท่ากับ 0.902 ค่าดัชนีวัด

¹นักวิชาการอิสระ

²อาจารย์ ดร.คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 0.979 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้ (AGFI) เท่ากับ 0.941 ค่าดัชนีวัดระดับความสอดคล้องเปรียบเทียบ (CFI) เท่ากับ 1.00 และค่าดัชนีค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) เท่ากับ 0.000 นอกจากนี้ผลการวิจัยยังพบว่า (1) ทักษะความรู้ของกรรมการมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ (2) ค่าตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ (3) โครงสร้างของเงินทุนมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงาน และ (4) ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำสำคัญ: กลไกการกำกับดูแลกิจการ, ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ, ผลการดำเนินงาน

ABSTRACT

The objectives of this research were to develop and validate a causal relationship model of Influence of Governance Mechanisms on Effectiveness of Corporate Governance and Performance of the Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand. The model involved independent variables: governance mechanisms which consist of size of the board, non-executive director, board of director expertise, board's performance, board and management compensation, board and management share ownership and capital structure. Mediating variable was corporate governance effectiveness and dependent variable was firm performance. The researcher used the mixed-methods research in the form of concurrent design to both quantitative and qualitative research with the quantitative research as the main method. In the qualitative method, the researcher used in-depth interviews to confirm an appropriateness of the conceptual framework used in the study on companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). This included research findings discussions. In the quantitative research, which involved empirical method. A checklist was used as a tool to collect data from 210 listed companies on SET. Excluded from consideration were state enterprises and financial businesses. Using techniques of descriptive statistics, the researcher analyzed the data obtained in terms of frequency distribution, percentage, mean and standard deviation. The researcher additionally conducted pertinent analyses using applications of the structural equation modeling (SEM) method of the Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model.

It was found that the model was consistent with the empirical data. Goodness of fit measures were found to be: Chi-square 29.782 ($df=33$, $p\text{-value}=0.628$); Relative Chi-square (χ^2/df) 0.902; Goodness of Fit Index (GFI) 0.979; Adjusted Goodness of Fit Index (AGFI) 0.941; Comparative Fit Index (CFI) 1.00; and Root Mean Square Error of Approximation

(RMSEA) 0.000. It was also found that (1) The mechanisms concerning the board of director expertise had a positive and direct influence on the effectiveness of corporate governance (2) The mechanisms involving board and management compensation had a positive and direct influence on the effectiveness of corporate governance (3) The capital structure had a negative and direct influence on the firm performance and (4) The effectiveness of corporate governance had a positive and direct influence on the firm performance of the listed companies on SET.

Keywords: Governance Mechanisms, Effectiveness of Corporate Governance, Firm Performance

บทนำ

ภาวะเศรษฐกิจที่ตลาดเงิน และตลาดทุนทั่วโลกมีความผันผวนอย่างมาก มีการเปลี่ยนแปลงที่รวดเร็ว และรุนแรงตลอดเวลา ประกอบกับความซับซ้อนในการดำเนินธุรกิจที่เพิ่มมากขึ้นจึงมีความจำเป็นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ที่องค์การทางธุรกิจจะต้องปรับตัวทั้งด้านกลยุทธ์ ปรับเปลี่ยนวิธีการบริหารกิจการ รวมถึงการจัดระบบการตรวจสอบการดำเนินงานให้เหมาะสม มีประสิทธิภาพ และประสิทธิผลที่ดีที่สุด แนวคิดเกี่ยวกับธรรมาภิบาลหรือบรรษัทภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเป็นเรื่องที่กล่าวถึงกันอย่างกว้างขวาง และได้รับความสนใจอย่างมากว่าเป็นสิ่งที่จำเป็นต่อการดำรงอยู่ขององค์การ เนื่องจากเป็นระบบที่จะบอกถึงทิศทางและการควบคุมขององค์การ (Posthumusa & Solms, 2005) ดังนั้นตลาดทุนในหลาย ๆ ประเทศรวมถึงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความเชื่อว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นกลไกสำคัญในการสร้างความน่าเชื่อถือ และประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจในระยะยาว การที่บริษัทมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีระบบการวัดผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพจะช่วยส่งเสริมให้กิจการมีการพัฒนา และเติบโตในระดับที่เหมาะสม การกำกับ

ดูแลกิจการที่ดีจึงเป็นระบบการกำกับดูแล การบริหารจัดการ และการควบคุมการดำเนินงานภายในขององค์การ เพื่อให้สามารถบรรลุถึงเป้าหมายที่ตั้งไว้ และก่อให้เกิดประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นในระยะยาว การกำกับดูแลกิจการที่ดีเปรียบเสมือนจรรยาบรรณของการประกอบธุรกิจ และของคนทำธุรกิจที่ใส่ใจกับหลักคุณธรรมควบคู่ไปกับความอยู่รอดและเติบโตของกิจการ (ประธาน จิวจินดา, 2548) สำหรับการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการในต่างประเทศส่วนใหญ่เป็นการศึกษาแบบแยกส่วน และผลของการศึกษาพบว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการในบางองค์ประกอบอาจส่งผลกระทบต่ออย่างชัดเจนกับประสิทธิผลองค์การในหลาย ๆ ด้าน เมื่อทำการศึกษาในประเทศหนึ่ง แต่กลับไม่ส่งผลกระทบต่อประสิทธิผลองค์การเมื่อทำการศึกษาลักษณะเดียวกันกับอีกประเทศหนึ่ง นอกจากนี้การศึกษาในประเทศไทยโดยส่วนใหญ่มุ่งเน้นโครงสร้างความเป็นเจ้าของ โครงสร้างที่เป็นอิสระของคณะกรรมการ และการประเมินการจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการทั้งนี้ กลไกการกำกับดูแลทางด้านอื่น อาทิเช่น ทักษะความรู้ของกรรมการ บทบาทหรือการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ สิ่งจูงใจของกรรมการและฝ่ายบริหาร

โครงสร้างของเงินทุน มีการศึกษาอยู่น้อย ดังนั้นผู้วิจัยจึงนำเสนอผลงานวิจัยนี้เพื่อเติมเต็มองค์ความรู้ทางวิชาการ และเป็นประโยชน์ต่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในการสร้างกลไกการกำกับดูแลกิจการ เพื่อก่อให้เกิดประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอนาคต

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อพัฒนาโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับข้อมูลเชิงประจักษ์

กรอบแนวคิดและสมมติฐานการวิจัย

ผู้วิจัยได้พัฒนากรอบแนวความคิดในการวิจัยจากแนวความคิดในเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่นำเสนอโดย Gillan (2006, p. 383) ทั้งนี้ทำการศึกษาเฉพาะส่วนของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เกิดขึ้นจากภายในบริษัท รวมถึงทฤษฎีตัวแทนซึ่ง Jensen and Meckling (1976); Fama (1980); และ Fama and Jensen (1983a, 1983b) ได้นำเสนอเกี่ยวกับความขัดแย้งของตัวแทนระหว่างฝ่ายบริหาร และกลุ่มผู้ถือหุ้น ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่กล่าวถึงความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามหน้าที่ต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นที่นอกเหนือไปจากกลุ่มผู้

ถือหุ้น (Freeman, 1984) ทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุน แนวคิดค่าตอบแทนและสิ่งจูงใจเพื่อทำให้การจัดวางผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทนให้อยู่ในแนวเดียวกัน และแนวคิดประสิทธิภาพองค์กร ทั้งนี้จากงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าคุณลักษณะของกรรมการ การปฏิบัติหน้าที่ของกรรมการ สิ่งจูงใจของกรรมการ และฝ่ายบริหาร โครงสร้างของเงินทุนนำไปสู่การใช้ระบบการควบคุมที่ซับซ้อนมากขึ้น และส่งผลไปยังประสิทธิภาพองค์กรของบริษัท

คุณลักษณะของคณะกรรมการ

คณะกรรมการเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เกิดขึ้นจากภายในที่สำคัญ (Gillan, 2006, p. 382; Patro, 2005, p. 79) เนื่องจากคณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการควบคุมดูแลการดำเนินงานของผู้บริหาร และฝ่ายจัดการให้บรรลุตามเป้าหมายของบริษัทคณะกรรมการจึงมีส่วนช่วยในการผลักดันให้เกิดการปฏิบัติที่เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลที่ดี การศึกษาที่ผ่านมาส่วนใหญ่จะให้หลักฐานเกี่ยวกับคุณลักษณะของคณะกรรมการ ในเรื่องของขนาดและองค์ประกอบของคณะกรรมการซึ่งสิ่งเหล่านี้ส่งผลต่อการตัดสินใจ การกำกับดูแลกิจการ และประสิทธิภาพองค์กรของบริษัท อาทิเช่น การศึกษาของ Jensen (1994, pp. 19-20) และนักวิจัยอีกหลายท่านที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Hermalin & Weisbach, 2003, p. 20) และมูลค่าของบริษัท (Yermack, 1996) นอกจากนี้การจัดให้มีกรรมการอิสระที่มีได้เป็นผู้บริหาร ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการบริหารงานประจำ และไม่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัท เป็นกลไกที่จะช่วยส่งเสริม และกระตุ้นให้เกิดประสิทธิภาพของระบบการถ่วงดุลอำนาจอย่างเหมาะสม (ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร, 2552, หน้า 68-69) ดังนั้นการศึกษาจำนวนมากจึงเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างที่เป็นอิสระของคณะ

กรรมการกับผลการปฏิบัติงานของบริษัท (Coles, MaWilliams, & Sen, 2001; Krivogorsky, 2006; Mir & Seboui, 2008) มูลค่าของบริษัท (Bai, Liu, Lu, Song, & Zhang, 2006; Erickson et al., 2005; Li & Tang, 2007) รวมถึงดัชนีการเปิดเผยข้อมูลด้วยความสมัครใจ Cheng, Collins & Huang (2006); Ho & Wong, 2001)

กลไกการกำกับดูแลกิจการที่เกี่ยวข้องกับคุณลักษณะของคณะกรรมการตามแนวคิดของ Gillan (2006, p. 384) อีกหนึ่งองค์ประกอบคือทักษะความรู้ของกรรมการ ทั้งนี้คณะกรรมการที่ประกอบด้วยกรรมการที่มีความรู้ความสามารถที่มากกว่า จะปฏิบัติหน้าที่ในการตรวจติดตามการทำงานของฝ่ายบริหารได้ดีกว่า (Ashbaugh-Skaife, Collins, & Lafond, 2006, p. 214) ดังนั้น ทักษะความรู้ของกรรมการจึงเริ่มแสดงบทบาทในงานวิจัยปัจจุบันเพิ่มมากขึ้น อย่างเช่น การศึกษาของ Anderson, Mansi, and Reeb (2004), Khanchel (2007) และ Mir and Seboui (2008) ได้ศึกษาถึง การมีคณะกรรมการตรวจสอบที่มีทักษะความรู้ทางการเงินเป็นองค์ประกอบหนึ่งในดัชนีชี้วัดทางด้านการตรวจสอบ รวมถึงการศึกษาของ Nobbie (2001) ได้ศึกษาถึงจำนวนชั่วโมงในการฝึกอบรมของคณะกรรมการเป็นองค์ประกอบหนึ่งในการวัดคุณลักษณะของคณะกรรมการ และการศึกษาของ Brown and Caylor (2004) ที่ใช้การเข้าร่วมในโครงการการศึกษาของกรรมการที่ได้รับความเชื่อถือจาก ISS เป็นดัชนีที่ใช้วัดการกำกับดูแลกิจการ

การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ

คณะกรรมการบริษัททำหน้าที่ในฐานะตัวแทนของผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ผลสำเร็จของการทำหน้าที่ในฐานะตัวแทนไม่อาจเกิดขึ้นได้หากบุคคลเหล่านี้ไม่ปฏิบัติตามความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามหน้าที่อย่างเต็มที่ ดังนั้น

ความมีประสิทธิภาพของกรรมการ นอกจากจะขึ้นอยู่กับโครงสร้างที่เป็นอิสระจากฝ่ายบริหาร และความรู้ความชำนาญของคณะกรรมการแล้วยังขึ้นอยู่กับบทบาทและการปฏิบัติหน้าที่ หรือระดับในการทำกิจกรรมของคณะกรรมการอีกด้วย (Cammack, 2002, pp. 13-14; Carcello, 2008, p. 5) บทบาทและภาระหน้าที่ที่สำคัญของคณะกรรมการเป็นการปฏิบัติตามความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติงานตามหน้าที่ในการตัดสินใจทางกลยุทธ์ การตรวจติดตามกลุ่มผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการให้ดำเนินงานเป็นไปตามทิศทาง นโยบาย เป้าหมาย และงบประมาณที่คณะกรรมการได้พิจารณาอนุมัติไว้ เพื่อรักษาประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น และเมื่อพบว่าความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นไม่ได้รับการปกป้อง ต้องมีการปฏิบัติอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้น (ยุทธ วรฉัตรธาร, 2550, หน้า 94; Fu, 2004, p. 13) ตลอดจนความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่น ๆ ที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานของบริษัท

สิ่งจูงใจของกรรมการและฝ่ายบริหาร

สิ่งจูงใจของกรรมการและฝ่ายบริหารเป็นกลไกในการกำหนดพฤติกรรมกรรมการบริหารงานของกรรมการและฝ่ายบริหารในฐานะตัวแทนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นสิ่งจูงใจของกรรมการและฝ่ายบริหารจึงแสดงบทบาทที่สำคัญในการจัดวางผลประโยชน์ระหว่างตัวการ (กลุ่มผู้ถือหุ้น) และตัวแทน (กรรมการและฝ่ายบริหาร) ให้อยู่ในแนวเดียวกัน (Gillan, 2006, p. 387; Toksal, 2004, p. 71) กลไกการกำกับดูแลกิจการที่เกี่ยวข้องกับสิ่งจูงใจของกรรมการและฝ่ายบริหารจึงถูกนำมาศึกษาในการศึกษาเชิงประจักษ์เพิ่มมากขึ้น อาทิเช่น การศึกษาของ Coles et al. (2001) และ Wang (2004) ที่ทำการศึกษาเกี่ยวกับความอ่อนไหวในการจ่ายค่าตอบแทนให้กับผู้บริหารสูงสุดกับมูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้

Arcry and Vázquez (2005) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการถือหุ้น และ Stock Option Plan ของกรรมการ กับ การเปิดเผยข้อมูลด้วยความสมัครใจของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แมดริดของประเทศสเปน การศึกษาของ Kim (2001) ได้ศึกษาสัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้บริหารระดับสูงและกรรมการ รวมถึงการศึกษาเมื่อไม่นานมานี้ที่ศึกษาความเป็นเจ้าของของกรรมการกับการวัดผลการดำเนินงาน (Filatotchev, Lien, & Piesse, 2005) และการวัดมูลค่าของบริษัท (Ghosh, 2007)

โครงสร้างของเงินทุน

โครงสร้างของเงินทุนเป็นมิติหนึ่งของกลไกการกำกับดูแลกิจการตามแนวคิดของ Gillan (2006, p. 388) ที่มุ่งเน้นการจัดหาเงินโดยใช้หนี้สิน เป็นกลไกที่มีลักษณะบีบบังคับให้บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการจากแรงกดดันของผู้ให้สินเชื่อ ส่งผลให้ผู้บริหารต้องดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ และพยายามอย่างที่สุดเพื่อจ่ายชำระคืนหนี้สินซึ่งเป็นการจ่ายที่มีลักษณะตายตัว (Jensen, 1986, p. 324) ในรูปของดอกเบี้ย และการจ่ายเงินต้นของหนี้สิน การศึกษาในอดีตของ Florackis (2008) ได้ทำการศึกษารายชื่อบริษัทจดทะเบียนในประเทศอังกฤษโดยใช้โครงสร้างของเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นตัวชี้วัดของกลไกการกำกับดูแลกิจการ โดยศึกษาผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนกับอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ และอัตราส่วนของค่าใช้จ่ายในการขาย และการบริหารต่อสินทรัพย์รวม การศึกษาอีกส่วนหนึ่งศึกษาถึงอิทธิพลของการจัดหาเงินโดยใช้หนี้สินกับมูลค่าของบริษัท อย่างเช่นการศึกษาของ Fu (2004) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน การศึกษาของ Wang (2004) ได้ศึกษาข้อมูลจาก Standard and Poors ExecuComp และการศึกษาของ Erickson et al. (2005) ที่ศึกษาบริษัท

มหาชนในประเทศแคนาดา รวมถึงการศึกษาของ Sorasart Sukcharoensin (2003) ที่ทำการศึกษการจัดหาเงินโดยใช้หนี้สินกับผลการปฏิบัติงาน และมูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการเป็นการทำให้ความสัมพันธ์ที่มีอยู่ระหว่างผู้มีส่วนร่วมในการกำหนดการตัดสินใจ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอยู่เป็นจำนวนมากบรรลุผลร่วมกัน ซึ่งผู้ที่แสดงบทบาทที่สำคัญในกระบวนการของการกำกับดูแลกิจการได้แก่กลุ่มผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และฝ่ายบริหาร (Carcello, 2008, p. 1) ทั้งนี้กลุ่มผู้ถือหุ้นจะใช้สิทธิในการออกเสียง เพื่อเลือกสรรกรรมการให้เป็นผู้ที่ทำหน้าที่แทนตนเอง โดยกรรมการเหล่านั้นจะมอบหน้าที่ในการตัดสินใจไปยังผู้บริหาร ดังนั้นการมีส่วนร่วมในอำนาจที่แท้จริงของกลุ่มผู้ถือหุ้นจึงขึ้นอยู่กับความมีประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการอันเกิดจากการจัดให้มีหลักการปฏิบัติ กฎระเบียบ และบทบัญญัติที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ (Gompers et al., 2003, p. 108) ที่เป็นการกำหนดทิศทางในเรื่องของสิทธิของผู้ถือหุ้นการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้น บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การเปิดเผยข้อมูล และความโปร่งใส ตลอดจนความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

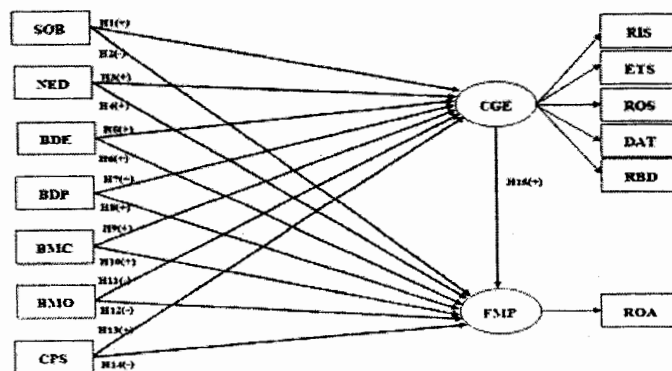
ผลการดำเนินงานของบริษัท

ประสิทธิผลองค์การควรถูกประเมินทั้งในด้านผลประโยชน์ที่สูง และด้านความพึงพอใจ เพื่อที่จะบรรลุถึงการยอมรับ หรืออยู่ในฐานะที่เป็นที่ต้องการของผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัท ดังนั้นการวัดผลการดำเนินงานในการศึกษาจึงถูกวัดจาก อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Total Asset-ROA) ซึ่งเป็นวิธีการวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทวิธีหนึ่งที่ใช้

วัดผลการดำเนินงานในเรื่องการใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดรายได้ของบริษัท อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เกี่ยวข้องกับผลลัพธ์ของการดำเนินงานเพื่อการลงทุนของบริษัทบรรลุผลสำเร็จ (Stickney & Weil, 2000, pp. 234-235) หากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดรายได้ที่เพิ่มสูงขึ้น และหากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สูงกว่าอุตสาหกรรมโดยเฉลี่ย แสดงว่าการบริหารสินทรัพย์ของบริษัทมีประสิทธิภาพสูงกว่าอุตสาหกรรมโดยเฉลี่ย การวัดผลการดำเนินงานในเรื่องของการใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดรายได้เป็นการวัดการบริหารทรัพยากรทั้งหมดขององค์กรว่ามีประสิทธิภาพมากน้อยเพียงไร และเป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดผลตอบแทนทางการเงินที่จัดส่งไปยังผู้เป็นเจ้าของ และผู้ให้สินเชื่อซึ่งถือได้ว่าเป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหลักของบริษัท เนื่องจากสินทรัพย์ซึ่งเป็นทรัพยากรที่บริษัทใช้ในการดำเนินการได้มาจากส่วนผู้เป็นเจ้าของ และผู้ให้สินเชื่อ/เจ้าหนี้ ทั้งนี้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ถูกใช้ในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทในการศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับกลไกการกำกับดูแลกิจการ อย่างเช่น การศึกษาของ Sorasart Sukcharoensin (2003), Chen et al. (2005) และ Krivogorsky (2006) ที่ศึกษาถึงกลไกที่เกี่ยวข้องกับคณะกรรมการกับผลการดำเนินงาน

ของบริษัท การศึกษาของ Hua (2003) และ Filatotchev et al. (2005) ที่ศึกษาถึงกลไกที่เกี่ยวข้องกับสิ่งจูงใจของคณะกรรมการและฝ่ายบริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท การศึกษาของ Fu (2004) และ Wang (2004) ที่ศึกษาถึงกลไกที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างของเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัท รวมถึงการศึกษาของ Li & Tang (2007) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของดัชนีกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในการวัด

ดังนั้นโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงประกอบด้วย ตัวแปรสาเหตุคือ กลไกการกำกับดูแลกิจการจากภายใน ที่ประกอบด้วย 7 มิติตัวแปรคือ (1) ขนาดของคณะกรรมการ (2) องค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (3) ทักษะความรู้ของกรรมการ (4) การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ (5) คำตอบแทนกรรมการและฝ่ายบริหาร (6) ความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหาร และ (7) โครงสร้างของเงินทุน สำหรับตัวแปรแฝงภายในได้แก่ ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงาน ผู้วิจัยกำหนดสมมติฐานการวิจัยทั้งสิ้น 15 สมมติฐาน ดังแสดงในภาพที่ 1



ภาพที่ 1 โมเดลสมมติฐานความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากภาพที่ 1 ตัวแปรอิสระประกอบด้วย ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการ (SOB) โดยวัดจากจำนวนทั้งหมดของกรรมการในคณะกรรมการบริษัท ตัวแปรองค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (NED) โดยวัดจากร้อยละของกรรมการอิสระซึ่งเป็นบุคคลภายนอกที่ไม่มีส่วนร่วมในการบริหารงานในบริษัท ตัวแปรทักษะความรู้ของกรรมการ (BDE) โดยวัดจากร้อยละของกรรมการในคณะกรรมการบริษัทที่ได้รับการฝึกอบรมการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ตัวแปรการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ (BDP) โดยวัดจากจำนวนการประชุมของคณะกรรมการบริษัทตลอดทั้งปี ตัวแปรค่าตอบแทนกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMC) โดยวัดจากจำนวนรวมของค่าตอบแทนที่จ่ายให้กับกรรมการและฝ่ายบริหารตลอดทั้งปี ตัวแปรความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMO) โดยวัดจากร้อยละของจำนวนหุ้นที่ถือโดยกรรมการ และผู้บริหารระดับสูงของบริษัท และตัวแปรโครงสร้างของเงินทุน (CPS) โดยวัดจากอัตราส่วนของมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ตัวแปรคั่นกลาง ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ (CGE) ประกอบด้วยตัวแปรสังเกตได้ 5 ตัวแปร ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น (RIS) การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้น (ETS) บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (ROS) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (DAT) และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (RBD) และตัวแปรตาม ผลการดำเนินงาน (FMP) โดยวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

วิธีดำเนินการวิจัย

ผู้วิจัยดำเนินการวิจัยแบบผสมวิธี ในรูปแบบการวิจัยเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพไปพร้อมกัน โดยใช้การวิจัยเชิงปริมาณเป็นหลักในรูปแบบการวิจัยเชิง

ฝังตัวแบบเกิดขึ้นพร้อมกัน (concurrent embedded) ทั้งนี้ผู้วิจัยใช้การวิจัยเชิงคุณภาพช่วยอธิบายความสัมพันธ์เชิงพยากรณ์ ดังนั้นองค์ประกอบเชิงคุณภาพจึงถูกฝังอยู่ภายในการออกแบบของการวิจัยเชิงปริมาณ (Creswell & Clark, 2007) โดยการใช้การวิจัยเชิงคุณภาพเป็นการสัมภาษณ์เจาะลึกผู้เชี่ยวชาญที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการรวมถึงการสัมภาษณ์ทิศทางอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานเพื่อประกอบการอภิปรายผลการวิจัย สำหรับการวิจัยเชิงปริมาณใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างแบบ Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ประชากรและขนาดตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่รวมถึงรัฐวิสาหกิจ และธุรกิจการเงิน การกำหนดขนาดกลุ่มตัวอย่างสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลโมเดลสมการโครงสร้าง Hair, Black, Babin, Anderson, and Tatham (2006, pp. 741-742) แนะนำว่าตัวอย่างควรมีขนาดตั้งแต่ 200 ตัวอย่างขึ้นไป สำหรับกรณีนี้โมเดลไม่ซับซ้อนมาก นอกจากนี้ Golob (2003, p. 9) แนะนำว่า การวิเคราะห์โมเดลลิสเรลด้วยวิธีประมาณค่าแบบ maximum likelihood ขนาดตัวอย่างควรมีอย่างน้อย 15 เท่าของตัวแปรสังเกตได้ จากโมเดลสมการโครงสร้าง (ภาพที่ 1) มีจำนวนตัวแปรที่สังเกตได้ 13 ตัวแปร ดังนั้นขนาดตัวอย่างของการศึกษาในครั้งนี้จึงควรมีขนาดตัวอย่าง $13 \times 15 = 195$ บริษัท ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อนำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลได้จำนวนทั้งสิ้น 210 ตัวอย่างโดยวิธีการเลือกตัวอย่างแบบชั้นภูมิ (Stratified Random Sampling) เพื่อจะได้ตัวอย่างที่มีลักษณะกระจาย และครอบคลุมประชากรทั้ง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม

เครื่องมือที่ใช้ในการรวบรวมข้อมูล

เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูลคือ แบบตรวจสอบรายการ ประกอบด้วย ส่วนที่ 1 กลไกการกำกับดูแลกิจการ ส่วนที่ 2 ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และส่วนที่ 3 ผลการดำเนินงาน

การตรวจสอบคุณภาพเครื่องมือ

ผู้วิจัยทำการตรวจสอบคุณภาพของเครื่องมือ ได้แก่ การตรวจสอบความตรงเชิงเนื้อหา ด้วยวิธีดัชนีความสอดคล้องของข้อคำถาม และวัตถุประสงค์โดยผู้เชี่ยวชาญจำนวน 3 ท่าน นอกจากนี้ยังได้ทำการตรวจสอบความเที่ยง (Reliability) ของข้อมูล ($n=210$) ผลการวิเคราะห์ความเที่ยงของข้อมูลพบว่าผ่านเกณฑ์ที่กำหนด โดยเกณฑ์มาตรฐานที่กำหนดคือค่าสัมประสิทธิ์แอลฟาของแต่ละตัวแปรแบ่งต้องมีค่ามากกว่า .70 (Hair, et al., 2006, p. 137) และค่า Corrected Item-Total Correlation รายข้อต้องมีค่ามากกว่า 0.3 (Field, 2005) การวิเคราะห์ความตรงเชิงโครงสร้างด้วยวิธีการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis) โดยทำการตรวจสอบความตรงแบบรวมศูนย์ (convergent validity) และความตรงแบบแตกต่าง (discriminant validity) โดยใช้เกณฑ์มาตรฐานที่กำหนดคือค่าน้ำหนักองค์ประกอบของแต่ละตัวแปรสังเกตได้ต้องมีค่าตั้งแต่ 0.5 ขึ้นไปค่า variance extracted ของแต่ละตัวแปรแบ่งต้องมีค่าตั้งแต่ 0.5 ขึ้นไป และค่าความเที่ยงเชิงโครงสร้าง (construct reliability) ของแต่ละตัวแปรแบ่งต้องมีค่าตั้งแต่ 0.6 ขึ้นไป (Hair, et al., 2006, pp. 776-779) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า ตัวแปรมีค่าเป็นไปตามข้อกำหนด และถึงแม้ว่าค่า VE ของ CGE มีค่าต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐานเล็กน้อยคือ มีค่าเท่ากับ 0.412 แต่

สามารถยอมรับได้ เนื่องจากค่าความเที่ยงเชิงโครงสร้างผ่านเกณฑ์ที่ยอมรับ (Abdul-Halim & Che-Ha, 2009, p. 22; Hatcher, 1994, p. 331)

วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์สถิติพหุตัวแปรโดยใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างแบบ MIMIC Model เพื่อทดสอบโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลของสถิติพหุตัวแปรสำหรับการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง อันได้แก่ (1) การแจกแจงแบบปกติของข้อมูล (Normality) (2) ความเป็นเอกพันธ์ของการกระจาย (Homoscedasticity) และ (3) ความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม (Linearity) (Hair, et al., 2010) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า ข้อมูลของตัวแปรโดยส่วนใหญ่เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้น มีบางตัวแปรที่มีลักษณะการกระจายตัวแบบไม่ปกติ ทั้งนี้เนื่องจากข้อมูลมีลักษณะเป็นไปตามจริง และการกระจายตัวของข้อมูลที่เป็นข้อมูลทางการเงินมักจะไมกระจายตัวแบบปกติ (Costa, Cavaliere, & Iezzi, 2005, pp. 343-350) นอกจากนี้ Hair, Black, Babin, and Anderson (2010, p. 77) กล่าวว่าในกรณีที่ตัวอย่างมีขนาดตั้งแต่ 200 ขึ้นไปผลกระทบของการแจกแจงแบบไม่ปกติของข้อมูลจะส่งผลต่อการวิเคราะห์สมการโครงสร้างลดน้อยลงหรือสามารถละเลยได้ ทั้งนี้จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มีจำนวน 210 ตัวอย่าง

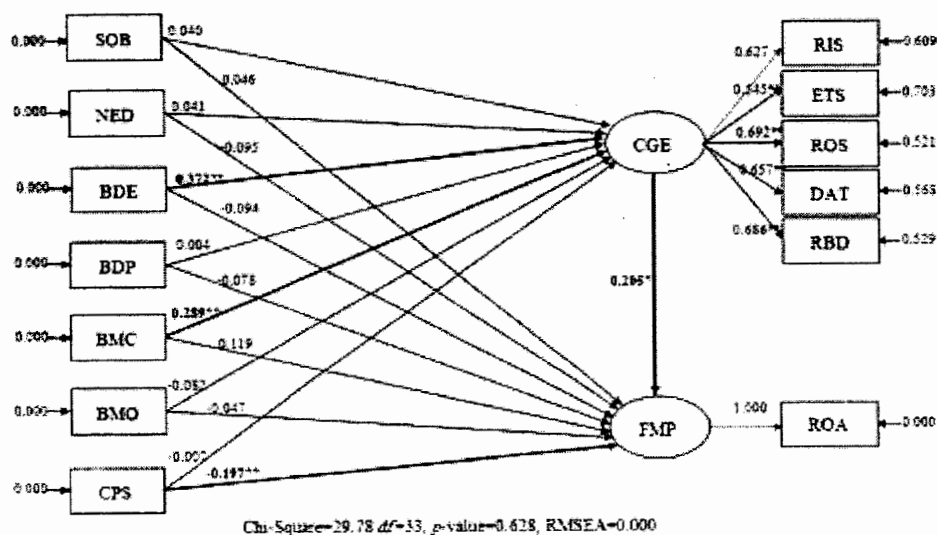
ผลการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างมีขนาดของคณะกรรมการที่วัดจากจำนวนกรรมการในคณะกรรมการเฉลี่ย 11 คน มีองค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารที่วัดจากร้อยละของกรรมการจากภายนอกในคณะกรรมการเฉลี่ยร้อยละ 48.56 ทักษะความรู้ของกรรมการที่วัดจากร้อยละของกรรมการที่ได้รับการฝึกอบรมการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการเฉลี่ยร้อยละ 36.35 การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการที่วัดจากจำนวนครั้งของการประชุมของคณะกรรมการเฉลี่ย 8 ครั้ง ค่าตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารที่วัดจากจำนวนค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของกรรมการและผู้บริหารระดับสูงเฉลี่ย 43.26 ล้านบาทความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหารที่วัดจากร้อยละของหุ้นที่ถือโดยกรรมการและผู้บริหารระดับสูงเฉลี่ยร้อยละ 21.92 โครงสร้างของเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนของมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย 0.39 เท่า

ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการของกลุ่มตัวอย่างเฉลี่ย 63.60 คะแนน และผลการดำเนินงานที่

วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างเฉลี่ยร้อยละ 11.58

จากภาพที่ 2 และตารางที่ 1 แสดงว่า โมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์อยู่ในเกณฑ์ดีโดยค่าสถิติไค-สแควร์ (χ^2) มีค่าเท่ากับ 29.782 องศาอิสระ (df) มีค่าเท่ากับ 33 ค่า p -value มีค่าเท่ากับ 0.628 ค่าไค-สแควร์สัมพัทธ์ (χ^2/df) มีค่าเท่ากับ 0.902 เมื่อพิจารณาค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.979 ค่า AGFI มีค่าเท่ากับ 0.941 CFI มีค่าเท่ากับ 1.00 และค่า RMSEA มีค่าเท่ากับ 0.000 ทั้งนี้เกณฑ์ในการตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์คือ ค่า χ^2 ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (ค่า p -value มากกว่า 0.05), ค่าไค-สแควร์สัมพัทธ์ (χ^2/df) น้อยกว่า 2.0; ค่า GFI มากกว่า 0.9, ค่า AGFI มากกว่า 0.9 ค่า CFI มากกว่า 0.9 และค่า RMSEA น้อยกว่า 0.05 (สุภมาส อังสุโชติ, สมกวีล วิจิตรวรรณ และรัชนี้



ภาพที่ 2 โมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุอิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กุล ภิญโญภา-นุวัฒน์, 2552, หน้า 125-126; เสรี
ชัดแจ้ง, 2546, หน้า 9-11; Hair, et al., 2010)

ทักษะความรู้ของกรรมการมีอิทธิพลทางบวก
ต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมี
นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง
เท่ากับ 0.372

ค่าตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.289

โครงสร้างของเงินทุนมีอิทธิพลทางลบต่อผล
การดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่
ระดับ .01 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ -0.197

ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิ
ทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จัด
ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัย
สำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง
เท่ากับ 0.205

โดยที่ตัวแปรทั้งหมดอันได้แก่ ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการ (SOB) ตัวแปรองค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (NED) ตัวแปรทักษะความรู้ของกรรมการ (BDE) ตัวแปรการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ (BDP) ตัวแปรคำตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMC) ตัวแปรความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMO) และตัวแปรโครงสร้างของเงินทุน (CPS) ร่วมกันอธิบายตัวแปรประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการ (CGE) ได้ร้อยละ 9.70

ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการ (SOB) ตัวแปร

ตารางที่ 1 อิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวมของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปรตาม	ปัจจัยเชิงโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ			ผลการดำเนินงาน		
	CGE			FIRP		
ตัวแปรตามคู่	DE	IE	TE	DE	IE	TE
ขนาดของคณะกรรมการ	0.046	-	0.046	0.046	0.009	0.055
(SOB)	(0.049)	-	(0.049)	(0.065)	(0.016)	(0.069)
องค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร	0.041	-	0.041	-0.095	0.005	-0.087
(NED)	(0.046)	-	(0.046)	(0.065)	(0.015)	(0.070)
ทักษะความรู้ของผู้ประกอบการ	0.372**	-	0.372**	-0.084	0.076*	-0.015
(BDE)	(0.049)	-	(0.049)	(0.075)	(0.033)	(0.063)
ความรู้ด้านบัญชีและการเงิน	0.504	-	0.504	-0.078	0.001	-0.077
(BDP)	(0.044)	-	(0.044)	(0.060)	(0.014)	(0.068)
คำขอเสนอขอกรรมการและแก้ไขบริหาร	0.289**	-	0.289**	0.119	0.059	0.175*
(BMC)	(0.052)	-	(0.052)	(0.079)	(0.032)	(0.074)
ความเป็นเจ้าของของกรรมการและผู้บริหาร	-0.082	-	-0.082	-0.047	-0.016	-0.062
(BMO)	(0.047)	-	(0.047)	(0.070)	(0.017)	0.071
โครงสร้างของเงินทุน	-0.007	-	-0.007	-0.197**	-0.001	-0.193**
(CPS)	(0.065)	-	(0.065)	(0.067)	(0.015)	(0.063)
ปัจจัยเชิงโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ	-	-	-	0.285*	-	0.203*
(CGE)	-	-	-	(0.153)	-	(0.152)
R ²	0.697			0.369		

ค่าความเชื่อใจ: RI = 0.99, ITS = 0.97, RO = 0.97, DXT = 0.92, BBD = 0.91, FMP = 1.00

$\chi^2 = 29.72$, df = 19, χ^2 fit = 0.00, p-value = 0.92, CFI = 0.97, AGFI = 0.94, NFI = 0.96, NNFI = 0.91, CFI = 0.99, IFI = 0.94, SRMR = 0.026, RMSEA = 0.00, CN = 55.563

องค์ประกอบของกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (NED) ตัวแปรทักษะความรู้ของกรรมการ (BDE) ตัวแปรการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ (BDP) ตัวแปรคำตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMC) ตัวแปรความเป็นเจ้าของของกรรมการและฝ่ายบริหาร (BMO) ตัวแปรโครงสร้างของเงินทุน (CPS) และตัวแปรประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ (CGE) ร่วมกันอธิบายตัวแปรผลการดำเนินงาน (FMP) ได้ร้อยละ 30.90

อภิปรายผลการวิจัย

ทักษะความรู้ของกรรมการมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.372 สอดคล้องกับแนวคิดกลไกการกำกับดูแลกิจการของ Gillan (2006) และผลงานวิจัยของ Nobbie (2001), และ Qinghua, Pingxin, and Junming (2007) ทั้งนี้กรรมการในคณะกรรมการมีบทบาท และภาระหน้าที่ในการกำกับดูแลผู้บริหาร และการดำเนินงานของบริษัท โดยถือประโยชน์สูงสุดของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเป็นที่ตั้ง แต่เมื่อต้องมาปฏิบัติภาระหน้าที่หากกรรมการไม่ทราบบทบาทหน้าที่ และความรับผิดชอบของตนเป็นอย่างใด กรรมการอาจจะตีความกิจกรรมของการกำกับดูแลออกไปได้หลากหลาย (อัญญา ชันธวิทย์, 2552, หน้า 48-49) ความไม่รู้ และความไม่ชัดเจนเหล่านี้ก็จะส่งผลเสียต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการของบริษัท เมื่อกรรมการมีทักษะความรู้ในเรื่องบทบาทหน้าที่ของกรรมการตามกฎหมาย รวมถึงบทบาทในการสร้างผลประโยชน์ที่ดีให้กับบริษัท ตลอดจนการทำหน้าที่กรรมการตามหลัก “หน้าที่ของบุคคลที่ได้รับความไว้วางใจจากเจ้าของให้ทำหน้าที่แทนในการดูแลทรัพย์สิน (fiduciary duties)” อย่างครบถ้วน จะช่วยให้กรรมการมีความสามารถในการปฏิบัติตามภาระหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายจาก

ผู้ถือหุ้น จึงส่งผลให้การควบคุมการดำเนินธุรกิจของบริษัทเป็นไปในทิศทางที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อบริษัท เสริมสร้างความสัมพันธ์อันดีระหว่างผู้บริหารคณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่น ๆ และนำไปสู่ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการของบริษัท ดังนั้นหากกรรมการบริษัทมีทักษะความรู้ในการปฏิบัติหน้าที่เพิ่มมากขึ้น ก็จะส่งผลให้ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย

คำตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.289 สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน และแนวคิดของคำตอบแทนและสิ่งจูงใจ รวมถึงงานวิจัยของ Arcry and Vázquez (2005) และ Perry (2000) การวางระบบการจ่ายคำตอบแทน และการให้รางวัลที่ดี สามารถเพิ่มความกระตือรือร้นความตั้งใจในการทำงานของผู้ปฏิบัติงาน (โมโตชิเกะ โอโตะ, 2549, หน้า 138-139) ดังนั้นการจ่ายคำตอบแทนที่เหมาะสม และจูงใจจะดึงเอาความตั้งใจในการทำงานของกรรมการและฝ่ายบริหารซึ่งเป็นตัวแทนของผู้เป็นเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นออกมาได้ และลดปัญหาที่เกี่ยวข้องกับตัวแทนได้ การจัดวางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นในฐานะตัวการ กับกรรมการและฝ่ายบริหารในฐานะตัวแทนให้อยู่ในแนวเดียวกัน โดยทำหน้าที่เป็นเครื่องมือในการชักนำพฤติกรรมของกรรมการและฝ่ายบริหารให้กระทำในสิ่งที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น (Gillan, 2006, p. 387; Jensen & Meckling, 1976, p. 310; Toksal, 2004, p. 71) นอกจากนี้การจ่ายคำตอบแทนที่ดียังเป็นการเพิ่มโอกาสให้บริษัทสามารถเลือกกรรมการและผู้บริหารที่ดี มีความรู้ความสามารถในการตรวจติดตาม ทำให้การปฏิบัติของ

บริษัทเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดังนั้นคำตอบแทนของกรรมการและฝ่ายบริหารที่เพิ่มขึ้น จึงนำไปสู่ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการที่เพิ่มสูงขึ้น

โครงสร้างของเงินทุนมีอิทธิพลทางลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ - 0.197 สอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุน และสอดคล้องกับการศึกษาในอดีตของ Chen, Cheung, Stouraitis, and Wong (2005), Dhanawat Siri Wattanakul (2003) และ Sorasart Sukcharoensin (2003) การจัดหาเงินทุนจากการขายหุ้นทำให้บริษัทที่มีต้นทุนอันเนื่องมาจากปัญหาในการเปลี่ยนแทนสินทรัพย์ และปัญหาการลงทุนที่ไม่เหมาะสม รวมถึงต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการล้มละลายจะเพิ่มสูงขึ้น (Dhanawat Siri Wattanakul, 2003, p. 34) รวมถึงกลุ่มของผู้ถือหุ้นเชื่อเป็นกลุ่มที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยงมากกว่ากลุ่มของผู้เป็นเจ้าของ (Smith & Warner, 1979) ดังนั้นหากบริษัทจัดหาเงินทุนจากการขายหุ้นเป็นจำนวนมากจะส่งผลให้ข้อตกลงของการเป็นหนี้มีความเข้มงวดมากขึ้น ซึ่งอาจจะจำกัดความสามารถในการกู้เงินใหม่ของบริษัทเป็นอุปสรรคต่อการดำเนินการในโครงการใหม่ ๆ ที่จะนำมูลค่ามาสู่บริษัทได้ (Myers, 1977, p. 162) และอาจพยายามให้ผู้บริหารตัดทอนค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการวิจัยและพัฒนา ซึ่งจะส่งผลให้นวัตกรรมของบริษัทลดต่ำลง (Majumdar & Chhibber, 1999, p. 291) นอกจากนี้สัดส่วนของหนี้สินที่เพิ่มมากขึ้นยังส่งผลให้บริษัทมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นในสายตาของเจ้าหนี้หรือผู้ให้กู้ ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืมเพิ่มสูงขึ้น ต้นทุนในการดำเนินงานของบริษัทจึงเพิ่มสูงขึ้น และยังทำให้โอกาสในการกู้ยืมเพิ่มเติมเพื่อนำมาใช้ในการขยายกิจการของบริษัททำได้ยากขึ้น จึงส่งผลให้ศักยภาพ

ในการแข่งขันของบริษัทลดต่ำลง ดังนั้นสัดส่วนหนี้สินที่เพิ่มขึ้นของบริษัทจึงส่งผลไปยังผลการดำเนินงานขององค์การที่ลดต่ำลง

ประสิทธิผลของการกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.205 สอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และแนวคิดประสิทธิผลองค์การในโมเดลองค์ประกอบทางกลยุทธ์ รวมถึงการศึกษาของ Baek, Kang and Park (2004), Chen, K.C.W., Chen, Z., & Wei (2004) Cheng, Collins, and Huang (2006), Gompers, Ishii, and Metrick (2003) และ Li and Tang (2007) ทั้งนี้ความสำเร็จขององค์การขึ้นอยู่กับความสำเร็จในการบริหารความสัมพันธ์ร่วมกันของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับองค์การ (Eligido-Ten, 2004, p. 8) การจัดให้มีหลักปฏิบัติหรือกฎระเบียบ และบทบัญญัติในการกำกับดูแล เพื่อกำหนดทิศทางในเรื่องของสิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้น บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การเปิดเผยข้อมูล และความโปร่งใส รวมถึงความรับผิดชอบของคณะกรรมการ จึงเป็นการสร้างความสัมพันธ์ระหว่างผู้มีส่วนได้ส่วนเสียขององค์การที่มีอยู่เป็นจำนวนมากให้บรรลุผลร่วมกัน สร้างความเชื่อมั่น และความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่น ๆ ของบริษัท และนำไปสู่ต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับตัวแทนที่ลดลง ต้นทุนของเงินลงทุนจากเจ้าของ รวมถึงต้นทุนในการจัดหาเงินที่ลดลง นอกจากนี้ยังทำให้การดำเนินธุรกิจของบริษัทเป็นไปอย่างรอบคอบ จึงส่งผลทางบวกต่อความสามารถในการทำกำไร และผลการดำเนินงาน ดังนั้นการส่งเสริมให้การกำกับดูแลกิจการของบริษัทมีประสิทธิผลเพิ่มขึ้น จึงนำไปสู่ผลการดำเนินงานของบริษัทที่เพิ่มสูงขึ้น

ข้อเสนอแนะเพื่อการนำไปใช้

ผลจากการวิจัยในครั้งนี้เสนอแนะให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรปรับใช้ ส่งเสริม และพัฒนากลไกการกำกับดูแลกิจการที่เกิดขึ้นจากภายในของบริษัทเพื่อเสริมสร้างประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัท โดยมีรายละเอียดต่อไปนี้

1. หน่วยงานที่กำกับดูแล รวมถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรส่งเสริมกลไกที่เกี่ยวข้องกับทักษะความรู้ของกรรมการจากการส่งเสริมให้กรรมการแสวงหาความรู้เพิ่มเติมในเรื่องบทบาท และหน้าที่ของกรรมการ เพื่อสร้างประสิทธิภาพการปฏิบัติงานตามภาระหน้าที่ในการตรวจติดตามฝ่ายบริหาร และการเป็นกรรมการที่ดี ทำให้การควบคุมการดำเนินงานของบริษัทเป็นไปในทิศทางที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อบริษัทผู้ถือหุ้น รวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มอื่น ๆ ซึ่งทักษะความรู้ของกรรมการส่งผลทางตรงต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ยังส่งผลทางอ้อมต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

2. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรจ่ายค่าตอบแทนให้แก่กรรมการและฝ่ายบริหารอย่างเหมาะสม เนื่องจากการวางระบบการจ่ายค่าตอบแทน และการให้รางวัลที่ดี ย่อมเพิ่มความกระตือรือร้น รวมถึงความตั้งใจให้กับผู้ปฏิบัติงาน อีกทั้งยังเป็นการเพิ่มโอกาสในการได้มาซึ่งกรรมการและฝ่ายบริหารที่มีความรู้ความสามารถ ทั้งนี้ผลการวิจัยพบว่า กลไกที่เกี่ยวข้องกับค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของกรรมการและฝ่ายบริหาร มีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรระมัดระวังการใช้กลไกการกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างของเงินทุนในการ

ดำเนินธุรกิจของบริษัทจากการใช้หนี้สิน ซึ่งโครงสร้างของเงินทุนจากการใช้หนี้สินที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดต่ำลง

4. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรจัดให้มีกฎระเบียบ และบทบัญญัติที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ จากการกำหนดทิศทางในเรื่องของสิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้น บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การเปิดเผยข้อมูล และความโปร่งใส รวมถึงความรับผิดชอบของคณะกรรมการ และควรส่งเสริมการปฏิบัติให้เกิดประสิทธิผล เพื่อก่อให้เกิดผลการดำเนินงานที่เพิ่มสูงขึ้นของบริษัท

ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัยครั้งต่อไป

1. ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมโดยใช้กรอบแนวความคิดนี้กับกลุ่มประชากรที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อื่น หรือกลุ่มประชากรที่มีลักษณะใกล้เคียงกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อยืนยันผลการวิจัย

2. ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมโดยใช้กรอบแนวความคิดนี้ และปรับเปลี่ยนตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดกลไกการกำกับดูแลกิจการกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อยืนยันผลการวิจัย อย่างเช่น ปรับเปลี่ยนการวัดผลการปฏิบัติหน้าที่ของกรรมการโดยวัดจากร้อยละของการเข้าร่วมประชุมของกรรมการในการประชุมคณะกรรมการ หรือร้อยละของการประชุมที่มีกรรมการทุกท่านเข้าร่วมประชุม เป็นต้น

4. กลไกการกำกับดูแลกิจการที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ เป็นการกำกับดูแลที่เกิดขึ้นจากภายใน ดังนั้นจึงควรให้ทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยขยายกรอบไปยังกลไกการกำกับดูแลจากภายนอกตามแนวคิดของ Gillan (2006) เพื่อขยายขอบเขตของการวิจัย

บรรณานุกรม

- โมโตชิเกะ ฮิโต. (2549). *เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ*. (ไชยยันต์ สวานะชัย, ผู้แปล). กรุงเทพฯ: สมาคมส่งเสริมเทคโนโลยี (ไทย-ญี่ปุ่น).
- ประธาน จิวจินดา. (2548). โปร่งใส มีอาชีพ หัวใจแห่งธรรมาภิบาล. @ *Money Corner*, 1(3), 44-47.
- ยุทธ วรรณธรร. (2550). คณะกรรมการ : เสาคหลักบริษัทภิบาล. *M&W (Money and Wealth)*, 5(53), 94-95.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร และเดือนเพ็ญ จันทรศิริ-ศรี (บรรณาธิการ), *การกำกับดูแลกิจการเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ* (หน้า 56-88). กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- สุภมาส อังสุโชติ สมถวิล วิจิตรวรรณ และรัชนิกุล ภิญโญภาณุวัฒน์. (2552). สถิติวิเคราะห์สำหรับการวิจัยทางสังคมศาสตร์และพฤติกรรมศาสตร์: เทคนิคการใช้โปรแกรม LISREL (พิมพ์ครั้งที่ 2). กรุงเทพฯ: เจริญดี มั่งคั่งการพิมพ์.
- เสรี ชัดแจ้ง. (2546). โมเดลสมการโครงสร้าง. *วารสารวิจัยและวัดผลการศึกษา*, 1(1), 1-24.
- อัญญา ชันธวิทย์, ศิลปพร ศรีจันเพชร และเดือนเพ็ญ จันทรศิริ-ศรี (บรรณาธิการ), *การกำกับดูแลเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ* (หน้า 2-54). กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- Abdul-Halim, H., & Che-Ha, N. (2009). Examination of the dimensionality of business strategy among the manufacturing organizations. *Interdisciplinary. Journal of Contemporay Research in Business*, 1(6), 8-32.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.
- Arcry, M. R. B., & Vázquez, M. F. M. (2005). Corporate characteristics, governance rules and the extent of voluntary disclosure in Spain. *Advances in Accounting*, 21, 299-331.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & Lafond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 203-243.
- Baek, J., Kang, J., & Park, K. S. (2004). Corporate governance and firm value: Evidence from Korea financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71, 265-313.
- Bai, C.-E., Liu, Q., Lu, J., Song, F. M., & Zhang, J. (2006). An empirical study on corporate governance and market valuation in China. *Frontiers of Economics in China*, 1(1), 83-111.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). *Corporate governance and firm performance*. Georgia State University Retrieved October 21, 2006, from <http://ssrn.com/abstract=586423> or DOI:10.2139/ssrn.586423
- Cammack, S. E. (2002). *An examination of firms charged with medicare and medicaid fraud: Does corporate governance matter?*. Unpublished doctoral dissertation, University of Missouri.
- Carcello, J. V. (2008). Governance and the Common Good. *Journal of Business Ethics*.

- Chen, G., Firth, M., Gao, D. N., & Rui, O. M. (2006). Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 424-448.
- Chen, K.C.W., Chen, Z., & Wei, J.K.C. (2004). *Disclosure, corporate governance, and the cost of equity capital in emerging markets*. Paper presented at the meeting on American Accounting Association 2004 Annual Meeting, Orlando, Florida.
- Chen, Z., Cheung, Y., Stouraitis, A., & Wong, A. W. S. (2005). Ownership concentration, firm performance and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 431-449.
- Cheng, C. S. A., Collins, D., & Huang, H. H. (2006). Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital. *Rev Quant Finan Acc*, 27, 157-204.
- Coles, J. W., MaWilliams, V. B., & Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27, 23-50.
- Costa, M., Cavaliere, G., & Iezzi, S. (2005). *The role of the normal distribution in financial markets new developments in classification and data analysis*. In H. H. Bock, W. Gaul, M. Vichi, P. Arabie, D. Baier, F. Critchley, R. Decker, E. Diday, M. Greenacre, C. Lauro, J. Meulman, P. Monari, S. Nishisato, N. Ohsumi, O. Opitz, G. Ritter, M. Schader, C. Weihs, M. Vichi, P. Monari, S. Mignani & A. Montanari (Eds.), (pp. 343-350): Springer Berlin Heidelberg.
- Creswell, J. W., & Clark, V. L. P. (2007). *Designing and conducting mixed methods research*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Dhanawat Siri Wattanakul. (2003). *A comparative study of capital structure of listed and non-listed firms in Thailand*. Unpublished doctoral dissertation, Chulalongkorn University.
- Eisenhardt, K. M. (1988). Agency and institutional theory explanation: The case of retail sales compensation. *Academy of Management Journal*, 31, 488-511.
- Eligido-Ten, E. (2004). *Determinants of environmental disclosures in a developing country: An application of the stakeholder theory*. Paper presented at the Fourth Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference.
- Erickson, J., Parka, Y. W., Reisingb, J., & Shinc, H.-H. (2005). Board composition and firm value under concentrated ownership: The Canadian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 389-410.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983a). Agency problem and residuals claims. *Journal of Law and Economic*, 26, 327-349.

- Fama, E., & Jensen, M. (1983b). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Field, A. (2005). *Discovering statistics using SPSS (2nd ed.)*. London: Sage.
- Filatotchev, I., Lien, Y.-C., & Piesse, J. (2005). Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management*, 22, 257-283.
- Florackis, C. (2008). Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4(1), 37-59.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston, MA: Pitman.
- Fu, J. (2004). *Corporate governance in China*. Unpublished doctoral dissertation, The University of Auckland.
- Ghosh, S. (2007). External auditing, managerial monitoring and firm valuation: An empirical analysis for India. *International Journal of Auditing*, 11, 1-15.
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Golob, T. F. (2003). Review structural equation modeling for travel behavior research. *Transportation Research*, 37, 1-25.
- Hair, J. F., Jr., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2006). *Multivariate data analysis (6th ed.)*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Hair, J. F., Jr., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis: A global perspective (7th ed.)*. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall.
- Hatcher, L. (1994). *A step-by-step approach to using the SAS system for factor analysis and structural equation modeling*. Cary, NC: SAS Institute.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Board of director as an endogenously determined institution: A survey of economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.
- Ho, S. S. M., & Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting Auditing & Taxation*, 10, 139-156.
- Hua, C.-Y. (2003). *Corporate governance, board compensation and firm performance: An investigation of corporate governance in Taiwan's high-tech industry*. Unpublished doctoral dissertation, Golden Gate University.

- Jensen, M. C. (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. *The American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. C. (1994). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(4), 4-23
- 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.
- Khanchel, I. (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis. *Managerial Auditing Journal*, 22(8), 740-760.
- Kim, C. (2001). *Management ownership and firm performance*. Unpublished doctoral dissertation, University of California.
- Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure, and performance in continental Europe. *International Journal of Accounting*, 41, 176-197.
- Li, W. a., & Tang, Y. (2007). An evaluation of corporate governance evaluation, governance index and performance: Evidence from Chinese listed companies in 2003. *Frontiers of Business Research in China*, 1(1), 1-18.
- Majumdar, S. K., & Chhibber, P. (1999). Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance. *Public Choice*, 98, 287-305.
- Mir, A. E., & Seboui, S. (2008). Corporate governance and the relationship between EVA and created shareholder value. *Corporate Governance*, 8(1), 46-58.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Nobbie, P. D. (2001). *Testing the implementation, board performance and organizational effectiveness of the policy governance model in nonprofit boards of directors*. Unpublished doctoral dissertation, University of Georgia.
- Patro, S. (2005). *Essays on change in corporate governance ownership structure and board structure*. Unpublished doctoral dissertation, University of Pittsburgh.
- Perry, T. (2000). *Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover*. Paper presented at the Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference, Dartmouth College, 100 Tuck Hall Hanover, NH 03755 USA Retrieved november, 25 2011, from <http://ssrn.com/abstract=236033>.
- Posthumusa, S., & Solms, R. V. (2005). IT oversight: An important function of corporate governance. *Computer Fraud & Security*, 2(6), 11-17.
- Qinghua, W., Pingxin, W., & Junming, Y. (2007). Audit committee, board characteristics and quality of financial re-

- porting: An empirical research on Chinese securities market. *Frontiers of Business Research in China*, 1(3), 385-400.
- Smith, C., & Warner, J. (1979). On financing contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.
- Sorasart Sukcharoensin. (2003). *Essays on corporate governance, outside directors, and firm performance*. Unpublished doctoral dissertation, Thammasat University.
- Stickney, C. P., & Weil, R. L. (2000). *Financial accounting: An introduction to concepts, methods, and uses (9th ed.)*. Orlando, FL: The Dryden
- Toksal, A. (2004). *The impact of corporate governance on shareholder value*. Unpublished doctoral dissertation, Universität zu Köln German.
- Wang, C.-J. (2004). *CEO Compensation, leverage and corporate board of directors, and their joint impact on performance*. Unpublished doctoral dissertation, The State University of New Jersey.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with small boards of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-212.
