

การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของ
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต
สาขาวิชาการบัญชี วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี
มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

พ.ศ. 2562

**Corporate Governance, Firm Performance and Market Value:
Listed Firms in Thailand (MAI)**

Penjan Saengarvut

**A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Doctor of Philosophy (Accountancy)**

College of Innovative Business and Accountancy

Dhurakij Pundit University

2019



ใบรับรองวิทยานิพนธ์

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

ปริญญา ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (การบัญชี)

หัวข้อวิทยานิพนธ์ การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด

ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

เสนอโดย เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ

หลักสูตร ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู

ได้พิจารณาเห็นชอบโดยคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์แล้ว

Wornt Wint
.....ประธานกรรมการ

(รศ.ดร.พนารัตน์ ปานมณี)

ศันพรพร พงษ์ไชย
.....กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์

(ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู)

ศ. ศิริเดช
..... กรรมการ

(ดร.ศิริเดช คำสุพรหม)

ศ. ดารณี
..... กรรมการ

(ผศ.ดร.ดารณี เอื้อชนะจิต)

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชีรับรองแล้ว

ศ. ศิริเดช
..... คณบดีวิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี

(ดร.ศิริเดช คำสุพรหม)

วันที่ 31 เดือน ก.ค. พ.ศ. 2562

หัวข้อวิทยานิพนธ์	การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI
ชื่อผู้เขียน	เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ
อาจารย์ที่ปรึกษา	ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู
สาขาวิชา	การบัญชี
ปีการศึกษา	2561

บทคัดย่อ

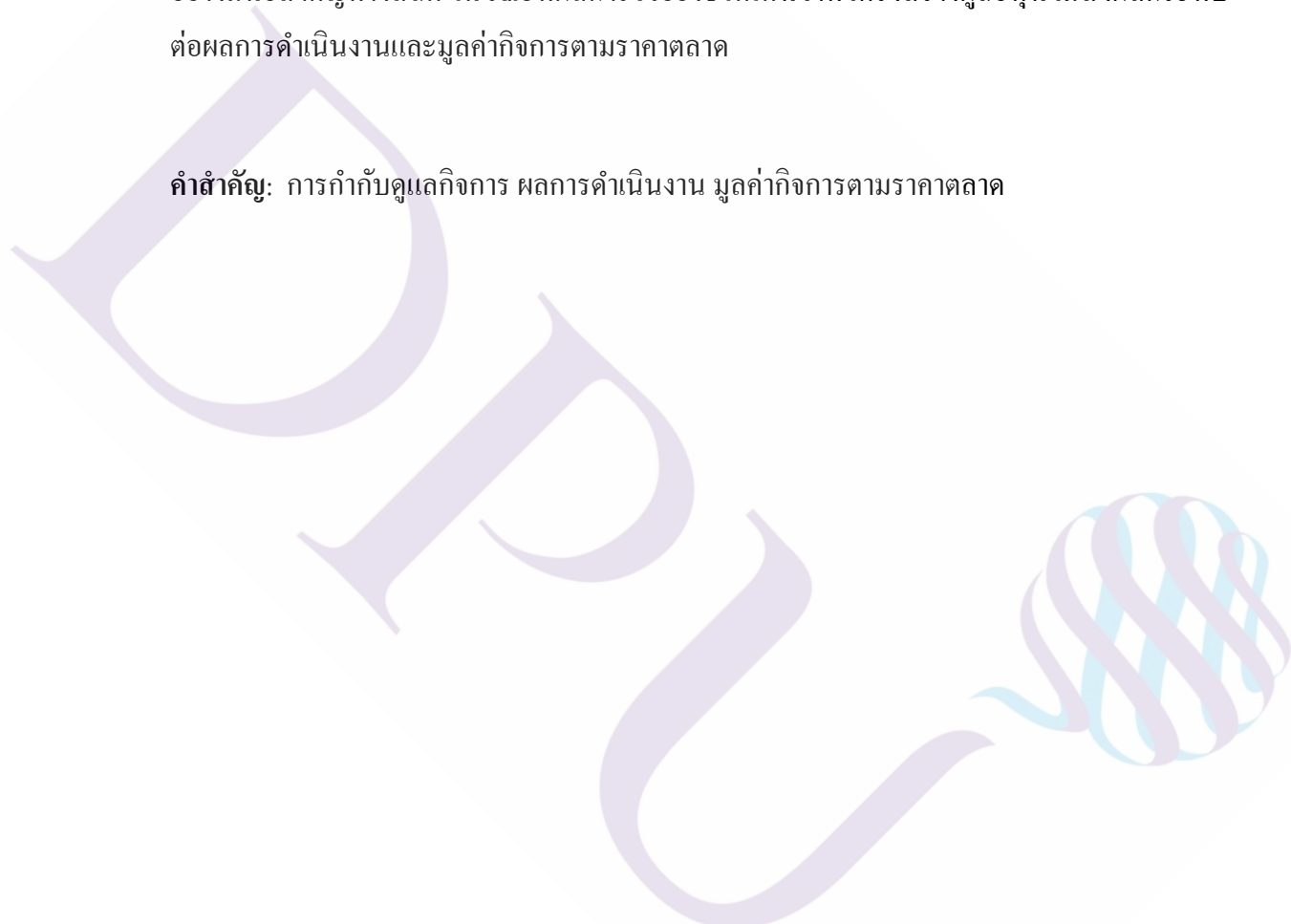
งานวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI มีวัตถุประสงค์ 1) เพื่อ
ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท
ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI 2) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการ
ดำเนินงานกับมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ในกลุ่ม MAI 3) เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้าง
กรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ ผ่านผลการ
ดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

วิธีที่นำมาใช้ในงานวิจัยครั้งนี้เป็นวิธีการวิจัยแบบเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่าง ได้แก่
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม MAI จำนวน 77 บริษัท เก็บรวบรวม
ข้อมูลทุกัญมิตี ทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตามจากรายงานประจำปีแบบ 56-1 จากฐานข้อมูล
SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นำมาวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติวิเคราะห์
แบบจำลองสมการ โครงสร้าง (Structural Equation Model : SEM) โดยเกณฑ์ในการตรวจสอบ
ความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เพื่อทำการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิง
ยืนยัน

ผลการวิจัย พบว่า 1) ผลการพัฒนารูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของการกำกับดูแล
กิจการ ประกอบด้วยองค์ประกอบ โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทน
กรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี เป็นไปตามรูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของผลการ
ดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาด แบบจำลองสมการที่ผู้วิจัยพัฒนาขึ้นมีความเหมาะสม
สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และ 2) ผลการวิเคราะห์พบว่าโครงสร้างกรรมการบริษัท มี

ความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ โครงสร้างกรรมการบริษัทแต่ละบริษัทสามารถกำหนดจำนวนของคณะกรรมการไว้ใน ข้อบังคับของบริษัทตามที่กฎหมายกำหนด ด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI เป็นบริษัทที่มีขนาดเล็ก บริษัทควรกำหนดขนาดของกรรมการให้เหมาะสมตาม ขนาดและความซับซ้อนทางธุรกิจ และผลการวิจัยยังพบว่า ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียม สอบบัญชี มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน และส่งผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ผลการวิจัยยังชี้ให้เห็นว่าที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน มูลค่ากิจการตามราคาตลาด



Thesis Title	Corporate Governance, Firm Performance and Market Value: Listed Firms in Thailand (MAI)
Author	Penjan Seangarvut
Thesis Advisor	Dr. Pattanant Petchchedchoo
Department	Accountancy
Academic Year	2018

ABSTRACT

Research of Corporate Governance, Firm Performance and Market Value of listed companies on the Stock Exchange of Thailand (MAI). This research aims to study 1) the relationship between Corporate Governance (Shareholder structure, Board of Directors Structure, Directors' remuneration and Audit fee) and Firm Performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand in the MAI group 2) the relationship between the Firm Performance and Market Value of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand in the MAI group 3) the relationship between results Impact of Corporate Governance (Shareholder structure, Board of Directors Structure, Directors' remuneration and Audit fees) on the Firm Performance and Market Value of listed companies in the Stock Exchange of Thailand in the MAI group.

This research used quantitative methods research. The sample group is the listed companies in the Stock Exchange of Thailand in the MAI group total 77 companies, analyzed by statistical analysis, Structural Equation Model (SEM). Collecting secondary data. Both independent variables and variables from the according to the Annual Report Form 56-1 from the SETSMART database of the Stock Exchange of Thailand. The data were analyzed using Statistical Analysis of Structural Equation Model (SEM) with the criteria for checking the consistency of the model and the empirical data. To perform confirmatory element analysis.

The research found that: 1) The development of the causal relationship model of Corporate Governance. Composed of elements Shareholder structure, Board of Directors Structure, Directors' remuneration and Audit fee follow the causal relationship model of Firm Performance and the Market Value to the market price, The structural equation model is appropriate in accordance with the empirical data and 2) Corporate Governance by Board of

Directors Structure, Directors' remuneration and Audit Fee there is a positive relationship with the operating results. And affecting the Market value to the market price with statistical significance

2) The analysis shows that the Board structure there is a negative relationship with the Firms Performance and the Market Value with statistical significance, that is, each company can create a number of board of directors in the company's regulations as specified by law. With companies listed on the Stock Exchange of Thailand in the MAI group are small companies. The company should specify the size of the board to suit the size and business complexity. Then the research found that Directors' remuneration and Audit Fee there is a positive relationship with the Firms Performance results and affecting to the Market Value with statistical significance. While the research indicates that the Shareholder Structure does not affect to the Firms Performance and Market Value.

Key word: Corporate Governance, Firms Performance, Market Value



กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้อย่างสมบูรณ์ โดยได้รับความอนุเคราะห์อย่างยิ่งจาก ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้กรุณาสละเวลาอันมีค่าในการให้ความรู้ คำปรึกษา ตรวจสอบแก้ไข ตลอดจนชี้แนะและให้ความช่วยเหลือในด้านต่าง ๆ แก่ผู้วิจัย ด้วยดีตลอดมา และขอกราบขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร. พนารัตน์ ปานมณี ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ดร.ศิริเดช คำสุพรหมและผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ดารณี เอื้อชนะจิต กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ที่ได้ให้คำแนะนำและข้อเสนอแนะเพื่อให้วิทยานิพนธ์นี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ขอขอบพระคุณ ดร.ปญญกณ เทพประสิทธิ์ กรรมการบริหาร บริษัทที่ปรึกษา เอ็มวีพี คอนซัลท์แทนท์ จำกัด อาจารย์ประจำ บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาการจัดการอุตสาหกรรม มหาวิทยาลัยรามคำแหง ที่ได้สละเวลาเพื่อให้คำแนะนำทางด้านสถิติ และขอขอบพระคุณ คุณรัชณี บินยาเซ็น ที่กรุณาให้คำแนะนำการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ขอขอบคุณ คุณฉินฉะ กอหลวง ที่ให้การช่วยเหลือในเรื่องต่าง ๆ ขอขอบคุณ คุณณัฐนิชา คงจตุรฤกษ์ เลขานุการหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ที่ช่วยประสานงานที่เกี่ยวกับการทำวิทยานิพนธ์

สุดท้ายนี้ขอขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ ที่เป็นกำลังใจสำคัญยิ่งสำหรับผู้วิจัย ตลอดจนรุ่นพี่ รุ่นน้อง เพื่อนร่วมรุ่นปริญญาเอก ที่ได้ให้ความช่วยเหลือจนกระทั่งวิทยานิพนธ์นี้เสร็จสมบูรณ์

คุณค่าและประโยชน์ใด ๆ อันพึงได้รับจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้วิจัยขอมอบแด่ บิดามารดา ครอบครัว ตลอดจนผู้เขียนหนังสือและบทความต่าง ๆ ที่ให้ความรู้แก่ผู้วิจัยจนสามารถทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดี และเป็นตัวอย่างการศึกษาสำหรับผู้สนใจต่อไป

เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ฅ
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฅ
สารบัญภาพ.....	ฉ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 คำถามงานวิจัย.....	4
1.3 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	4
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	5
1.5 ขอบเขตการวิจัย.....	5
1.6 นิยามศัพท์.....	7
2. แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	12
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	13
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการพัฒนาสมมติฐานการวิจัย.....	44
2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย.....	87
2.4 สมมติฐานการวิจัย.....	88
3. ระเบียบวิธีวิจัย.....	90
3.1 การออกแบบการวิจัย.....	90
3.2 ขั้นตอนการดำเนินการวิจัย.....	91
3.3 ระเบียบวิธีการวิจัยเชิงปริมาณ.....	93
4. การวิเคราะห์ผลการวิจัย.....	104
4.1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรสังเกตได้.....	106
4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้.....	108

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบวัตถุประสงค์ของการศึกษา.....	112
4.4 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง.....	123
4.5 ผลการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของตัวแปรสังเกตได้.....	126
4.6 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบสนองสมมติฐานการวิจัย.....	127
5. สรุปอภิปรายผลการวิจัย.....	131
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	131
5.2 อภิปรายผล.....	136
5.3 ข้อเสนอแนะ.....	140
บรรณานุกรม.....	142
ประวัติผู้เขียน.....	152



สารบัญตาราง

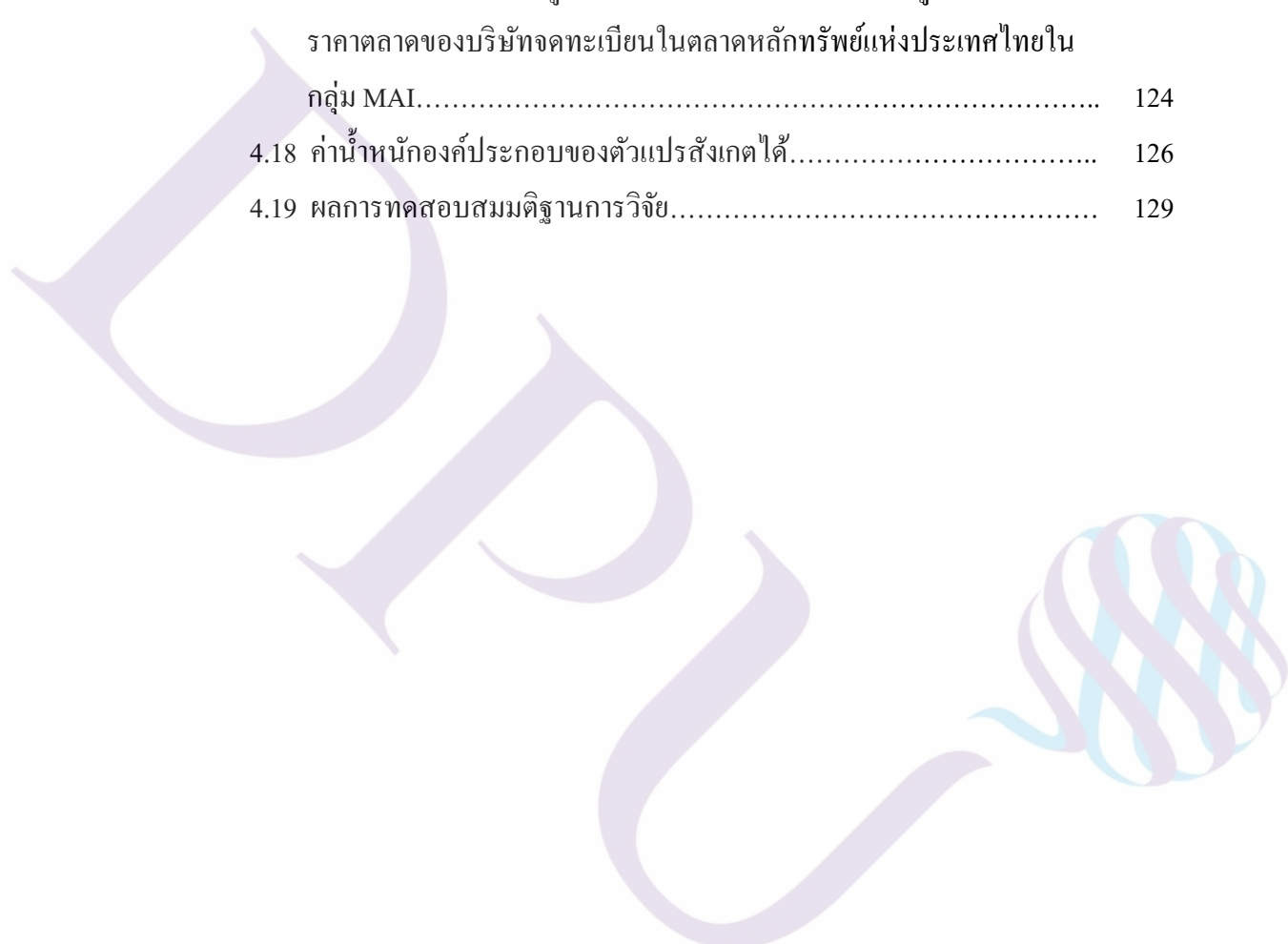
ตารางที่	หน้า
2.1 สรุปการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดการกำกับดูแลกิจการ – โครงสร้างผู้ถือหุ้น.....	49
2.2 สรุปการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดการกำกับดูแลกิจการ – โครงสร้างกรรมการ.....	57
2.3 สรุปการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดการกำกับดูแลกิจการ- คำตอบแทนกรรมการ.....	64
2.4 สรุปการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดการกำกับดูแลกิจการ – ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี.....	70
2.5 สรุปการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดในการวัดผลการดำเนินงาน.	75
2.6 สรุปการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดในการวัดมูลค่ากิจการตาม ราคาตลาด.....	84
2.7 สรุปการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดในการวัดมูลค่ากิจการตาม ราคาตลาด.....	88
3.1 จำนวนประชากรบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน กลุ่ม MAI.....	93
3.2 แสดงวิธีการวัดค่าตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัย.....	95
3.3 แสดงวิธีการวัดค่าตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัย.....	97
3.4 แสดงเกณฑ์ในการตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูล เชิงประจักษ์.....	100
4.1 สถิติพรรณนาลักษณะของตัวแปร.....	107
4.2 สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันระหว่างตัวแปร.....	110
4.3 เมตริกซ์สหสัมพันธ์ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกต ได้ ของแบบจำลองปัจจัยโครงสร้างผู้ถือหุ้น.....	112
4.4 การตรวจสอบความตรง ค่าน้ำหนักองค์ประกอบความตรงของตัวแปร สังเกตได้ และสัมประสิทธิ์คะแนนองค์ประกอบของแบบจำลองปัจจัย โครงสร้างผู้ถือหุ้น.....	112

สารบัญญัตรา (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.5 เมทริกซ์สหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ของแบบจำลองปัจจัย โครงสร้างกรมการบริษัท.....	113
4.6 ผลการตรวจสอบความตรง ค่าน้ำหนักองค์ประกอบความตรงของตัวแปรสังเกตได้ และสัมประสิทธิ์คะแนนองค์ประกอบของโครงสร้างกรมการบริษัท.....	113
4.7 เมทริกซ์สหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ของแบบจำลองปัจจัยด้านค่าตอบแทนกรมการ.....	114
4.8 วิธีการตรวจสอบความตรง ค่าน้ำหนักองค์ประกอบความตรงของตัวแปรสังเกตได้ และสัมประสิทธิ์คะแนนองค์ประกอบของปัจจัย ด้านค่าตอบแทนกรมการ.....	115
4.9 เมทริกซ์สหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ของแบบจำลองค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี.....	116
4.10 การตรวจสอบความตรง ค่าน้ำหนักองค์ประกอบความตรงของตัวแปรสังเกตได้ และสัมประสิทธิ์คะแนนองค์ประกอบของค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี.....	116
4.11 เมทริกซ์สหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ของแบบจำลองปัจจัยด้านผลการดำเนินงาน.....	117
4.12 การตรวจสอบความตรง ค่าน้ำหนักองค์ประกอบความตรงของตัวแปรสังเกตได้ และสัมประสิทธิ์คะแนนองค์ประกอบของปัจจัยด้านผลการดำเนินงาน.....	118
4.13 เมทริกซ์สหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ของแบบจำลองมูลค่ากิจการตามราคาตลาด.....	119
4.14 การตรวจสอบความตรง ค่าน้ำหนักองค์ประกอบความตรงของตัวแปรสังเกตได้ และสัมประสิทธิ์คะแนนองค์ประกอบของปัจจัยมูลค่ากิจการตามราคาตลาด.....	119
4.15 การวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลองโดยรวม.....	120

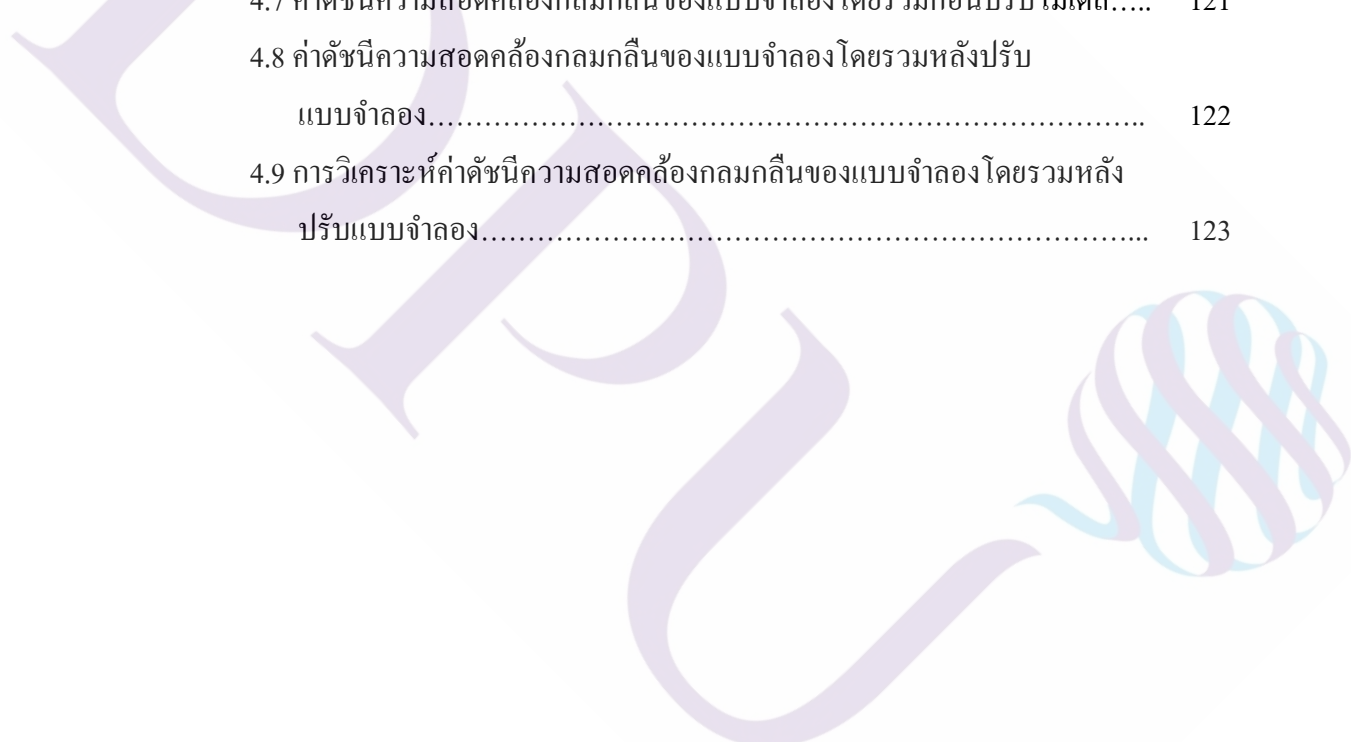
สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.16 การวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลองหลังปรับ โมเดลการเก็บรวบรวมเรื่องข้อมูล.....	122
4.17 การวิเคราะห์การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตาม ราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน กลุ่ม MAI.....	124
4.18 คำน้้ำหนักองค์ประกอบของตัวแปรสังเกตได้.....	126
4.19 ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย.....	129



สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 กรอบแนวคิดการวิจัย.....	87
3.1 แสดงขั้นตอนการดำเนินการวิจัย.....	92
4.1 แบบจำลองปัจจัย โครงสร้างผู้ถือหุ้น.....	113
4.2 แบบจำลองปัจจัย โครงสร้างกรรมการบริษัท.....	114
4.3 แบบจำลองปัจจัย ด้านค่าตอบแทนกรรมการ.....	115
4.4 แบบจำลองค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี.....	117
4.5 แบบจำลองปัจจัยด้านผลการดำเนินงาน.....	118
4.6 แบบจำลองปัจจัยมูลค่ากิจการตามราคาตลาด.....	120
4.7 ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลองโดยรวมก่อนปรับโมเดล.....	121
4.8 ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลองโดยรวมหลังปรับ แบบจำลอง.....	122
4.9 การวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลองโดยรวมหลัง ปรับแบบจำลอง.....	123



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การขยายตัวทางเศรษฐกิจและสังคมประกอบกับการพัฒนาทางด้านเทคโนโลยีทำให้ธุรกิจจำเป็นต้องปรับตัวให้ทันต่อการเปลี่ยนแปลงและสภาวะการแข่งขันที่เพิ่มมากขึ้นการนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะช่วยให้บริษัทสามารถจัดหาเงินทุนเพื่อขยายกิจการ โดยการระดมทุนจากประชาชนได้สะดวก นับเป็นการปรับตัวด้านโครงสร้างเงินทุน เพื่อเพิ่มความสามารถในการแข่งขันและลดความเสี่ยงทางธุรกิจโดยอาศัยบทบาทและความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างความเป็นเจ้าของบริษัทและการดำเนินงานทำให้ต้องกระจายความเป็นเจ้าของเดิมไปยังบุคคลภายนอกจำนวนมากนอกเหนือจากบุคคลในครอบครัว (สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ, 2557) โครงสร้างความเป็นเจ้าของดังกล่าวจะทำให้การทำหน้าที่บริหารงานภายในกิจการเป็นของฝ่ายจัดการโดยผู้ถือหุ้น หรือเจ้าของจ้างมาบริหารงานแทนซึ่งหากฝ่ายจัดการดำเนินงานเพื่อเอื้อประโยชน์ให้แก่ตนเองมากกว่าประโยชน์ของเจ้าของหรือกิจการ สิทธิในการควบคุมการบริหารงานด้วยการเป็นตัวแทนหรือบริหารกิจการเองหรือส่งตัวแทนบริหารเองส่งผลต่อการกำหนดนโยบายการบริหารงาน ผลการดำเนินงานของกิจการและมูลค่ากิจการอาจนำไปสู่ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (ไพริน ใจทัด, 2555) ซึ่งในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ให้ความสำคัญและมุ่งเน้นในเรื่องการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทั้งนี้ หากมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่รองรับการบริหารงานของตัวแทนอย่างมีประสิทธิภาพ เช่น การติดตามตรวจสอบการดำเนินงานให้เกิดความมั่นใจในการปฏิบัติงานของผู้บริหารโดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของบริษัทและมีความเป็นธรรม ดังนั้น ธุรกิจจึงต้องแสดงให้เห็นถึงความตระหนักว่าความสำเร็จและความยั่งยืนของธุรกิจต้องได้รับการยอมรับจากสังคม ผู้มีส่วนได้เสียและภาพพจน์ของบริษัท (Tontiset, 2013)

โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวจะมีผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่สามารถคัดค้านหรือโต้แย้งผู้ถือหุ้นรายใหญ่ทำให้มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและเกิดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน (Fan and Wong, 2002) โครงสร้างการถือหุ้นในแบบต่าง ๆ ทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) การหาโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่เหมาะสมกับ

กิจการเพื่อลดปัญหาความขัดแย้งในการบริหารงานระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหารเพื่อ
 ก่อให้เกิดผลประโยชน์ที่สอดคล้องกันและเกิดมูลค่าสูงสุดแก่กิจการ (ศิลป์พร ศรีจันเพชร, 2551)
 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมักมีแรงจูงใจในการสร้างรายการทางการเงินที่เป็นเท็จ
 (บุญญวัฒน์ และ ศักดา มาณวพัฒน์, 2554) บริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวมี
 ผลกระทบต่อแรงจูงใจในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชี ช่วยสะท้อนถึงอำนาจการควบคุมภายใน
 ของบริษัทของผู้บริหารหรือผู้มีอำนาจควบคุมการจัดทำรายงานทางการเงินที่มีโครงสร้างการถือหุ้น
 ที่แตกต่างกัน (ชกานต์ ชาติวงศ์, 2560) จากรายงานของผลสำรวจภาพรวมแนวทางการปฏิบัติของ
 บริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการนำเสนอไว้ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed
 Companies (CGR) โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีการกระจายตัวบ่งบอกถึงความเป็นสาธารณะไม่ขึ้นอยู่กับ
 กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใดรายหนึ่ง หรือขึ้นอยู่กับครอบครัวใดครอบครัวหนึ่ง

การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ระหว่างคณะผู้บริหาร คณะกรรมการบริษัท ผู้ถือ
 หุ้น และผู้มีส่วนได้เสียทุกราย เป็น โครงสร้างความสัมพันธ์โดยมีคณะกรรมการเป็นตัวกลางของ
 ความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลต่าง ๆ มีความรับผิดชอบในการควบคุม ติดตามผู้บริหารของกิจการให้
 ปฏิบัติงานด้วยความโปร่งใสเพื่อเพิ่มคุณค่าให้กิจการในระยะยาว (OECD: Organization for
 Economic Co-operation and development) ความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสองฝ่ายซึ่งฝ่ายหนึ่งเรียกว่า
 ตัวการ (Principle) คือผู้ที่ต้องการให้บริษัทมีกำไรและได้ผลประโยชน์สูงสุดคุ้มค่ากับที่ลงทุนไป
 กับอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่า ตัวแทน (Agent) เปรียบเสมือนตัวแทนกรรมการบริษัทที่มีหน้าที่ต้องออกแบบ
 การบริหารบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพภายใต้ค่าตอบแทนที่ทำให้ผู้ว่าจ้างหรือตัวการมีความพึง
 พอใจสูงสุด (Jensen and Meckling, 1976) จากข้อจำกัดทางด้านวัฒนธรรมเป็นอีกปัจจัยที่ควบคุม
 การแบ่งปันผลประโยชน์โดยมองข้ามผลกระทบที่บริษัทอาจมีต่อสังคมซึ่งจากทฤษฎีตัวแทน
 (Agency Theory) ของ Jensen (2000) กล่าวว่าสิทธิในการตัดสินใจซึ่งมีคณะกรรมการบริษัทและ
 ผู้บริหารเป็นเจ้าของ แนวการปฏิบัติในการเปลี่ยนแปลงขนาดและความเป็นสมาชิกของ
 คณะกรรมการรวมถึงผลตอบแทนและการถือหุ้นของผู้จัดการและคณะกรรมการเป็นโครงสร้างการ
 ควบคุมระดับสูง

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตด้วยความต้องการทั่ว ๆ ไป ที่ต้องการให้ CEO ของ
 บริษัทมีความรับผิดชอบเพิ่มมากขึ้น ปรับปรุงความโปร่งใส และเพิ่มสิทธิให้กับผู้ถือหุ้นเน้นไปที่
 เรื่องการจ่ายค่าตอบแทนเพื่อแสดงให้เห็นว่ามีการยอมรับข้อเสนอของผู้ถือหุ้นในการใช้สิทธิออก
 คะแนนเสียงในการประชุมประจำปีเพิ่มจำนวนมากขึ้น และ ซึ่งปกติแล้วผู้ถือหุ้นไม่เห็นด้วยกับ
 นโยบายการจ่ายค่าตอบแทนและจะกำหนดเป้าหมายว่าต้องการให้จ่ายค่าตอบแทนตามผลการ
 ดำเนินงานรวมทั้งการเปิดเผยข้อมูลเพื่อลดหรือทำให้การเกิดปัญหา “การลาออกทั้งคณะ” น้อยลง

ในแนวคิดของ Ertimur et al. (2011) มีหลักการสำคัญอยู่สองประการที่ชัดเจนที่ช่วยปรับปรุงผลการดำเนินงานของกิจการได้ ประการแรก กำหนดแนวทางสิทธิการออกคะแนนเสียงของผู้ถือหุ้นไว้อย่างชัดเจน รวมทั้งการตรวจสอบ และวิธีการผลักดันต่อคณะกรรมการบริษัทและ CEO เพิ่มมากขึ้น เพื่อที่จะส่งผลให้กิจการมีโอกาสที่จะมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นได้ ประการที่สองมีผลต่อระดับและโครงสร้างการจ่ายค่าตอบแทนที่จะได้วางแนวทางการจ่ายค่าตอบแทนที่ดีกว่าตามผลการดำเนินงาน สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Cunaat and Gine (2012) พบว่า มูลค่าของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในวันที่มีการใช้สิทธิออกคะแนนเสียง และส่งผลทางบวกต่อระบบบัญชีของกิจการอย่างมาก โดยพิจารณาจากกำไรจากการดำเนินงานส่งผลให้กำไรต่อหุ้นมีอัตราเติบโตสูงขึ้น รวมทั้งผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ Tobin's Q ดังนั้นการดำรงไว้และปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีเปรียบเสมือนเป็นการสร้างกลไกในการตรวจสอบและกระตุ้นหรือส่งเสริมให้ CEO ของบริษัทสร้างผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นกว่าเดิม

การสนับสนุนให้มีการดูแลสอดส่องจากภายนอกตามหลักการกำกับดูแลกิจการไปใช้ในบริษัทนั้นสามารถลดต้นทุนตัวแทนอื่น ๆ ลงได้ ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น (Burkart and Burkart and Panunzi, 2006) การสอดส่องดูแลจากภายในและภายนอกเป็นกลไกช่วยควบคุมผู้บริหารไม่ให้ดำเนินงานเพื่อเอื้อประโยชน์แก่ตนเอง และปฏิบัติงานด้วยความความโปร่งใส กลไกการกำกับดูแลภายในเป็นการสอดส่องดูแลจากผู้ถือหุ้นหรือผู้มีส่วนได้เสีย กลไกการกำกับดูแลภายนอกโดยเจ้าหนี้ การสอดส่องดูแลภายนอก จากผู้สอบบัญชีมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีเสมอมา ตลอดจนมีการควบคุมภายในที่ดี สามารถลดขอบเขตในการตรวจสอบของผู้สอบบัญชีลงได้ ส่งผลต่อค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีที่เป็นค่าใช้จ่ายลดลง ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าทางการตลาดที่เพิ่มขึ้น (Ghosh, 2007)

ตลาด เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) เป็นตลาดสาธารณะที่เปิดโอกาสให้ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก สามารถระดมเงินทุนได้เหมือนกับธุรกิจขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จากการขยายตัวทางเศรษฐกิจในปัจจุบัน มีบริษัททั้งขนาดกลางและขนาดเล็กที่ได้รับการสนับสนุนทั้งภาครัฐ และเอกชนเพื่อเปิดโอกาสให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนภายใต้การกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อเพิ่มความพร้อมในการแข่งขัน และเติบโตได้อย่างยั่งยืน ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงมีความสำคัญ และมีบทบาทในการผลักดันธุรกิจขนาดกลาง และขนาดเล็กในตลาด เอ็ม เอ ไอ ให้มีศักยภาพเทียบเท่าบริษัทใหญ่ จากรายงานผลการสำรวจการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการนำเสนอไว้ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ปี 2018 มีบริษัทที่อยู่ในตลาด เอ็ม เอ ไอ ได้รับรางวัลการ

กำกับดูแลกิจการที่ดี ในระดับดี-ดีเลิศ เช่น บริษัท 2 เอส เมทัล จำกัด (มหาชน) บริษัท เอเชีย แอปเปิ้ลกรุ๊ป จำกัด (สถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD), Report 2018)

จากการทบทวนงานวิจัยในอดีต ผู้วิจัยจึงเห็นความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งเป็นกระบวนการในการติดตามตรวจสอบการบริหารงาน ได้ตรงตามวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้น ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการที่ดีและกลไกการกำกับดูแลกิจการจากภายในและภายนอกมีส่วนเกี่ยวข้องกับหลายองค์ประกอบ เช่น โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี และสิ่งเหล่านี้อาจมีผลต่อผลการดำเนินงานและเพิ่มมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม MAI อย่างไร จึงเป็นที่มาของความสำคัญของปัญหาทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม MAI จริงหรือไม่ อย่างไร

1.2 คำถามการวิจัย

จากที่มาและความสำคัญของปัญหาในการศึกษาเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI สามารถสรุปเป็นคำถามในการวิจัยได้ดังต่อไปนี้

1. การกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน หรือไม่ อย่างไร
2. การกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาด ผ่านผลการดำเนินงานหรือไม่ อย่างไร

1.3 วัตถุประสงค์การศึกษา

การศึกษาวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีวัตถุประสงค์การวิจัยดังนี้

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

3. เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการ บริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ ผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ประโยชน์ทางด้านวิชาการ

1.1. เพื่อเป็นข้อมูลช่วยในการพัฒนา ส่งเสริมและสนับสนุนงานวิจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ กลไกการกำกับดูแลกิจการจากภายในและจากภายนอกมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด

1.2. องค์กรทั้งภาครัฐและเอกชนที่เกี่ยวข้องสามารถนำข้อมูลไปใช้เป็นแนวทางในการจัดทำรายงานผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดี

1.3. เพื่อเป็นแนวทางในการศึกษาข้อมูลของปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและกิจการหรือองค์กรอื่นที่เกี่ยวข้อง

2. ประโยชน์ทางการวิจัยและผู้ที่เกี่ยวข้อง

2.1 เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายและการกำหนดค่าตอบแทนต่อผู้บริหารระดับสูงที่ส่งผลต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 SET50 และกลุ่ม MAI

2.2 เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายและการกำหนดค่าธรรมเนียมสอบบัญชีที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 SET50 และกลุ่ม MAI

2.3 สามารถใช้เป็นแนวทางในการศึกษาและการขยายผลการศึกษาสำหรับองค์กรต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและหน่วยงานอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง

1.5 ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ผู้วิจัยได้กำหนดขอบเขตของการวิจัย ดังนี้

1. ขอบเขตด้านประชากร

ผู้วิจัยได้กำหนดขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้ เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI จำนวน 8 กลุ่มอุตสาหกรรมตามโครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Group) และหมวดธุรกิจ (Sector) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ 1) เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry) จำนวน 6 บริษัท 2) สินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) จำนวน 6 บริษัท 3) ธุรกิจการเงิน (Financials) จำนวน 6 บริษัท 4) สินค้าอุตสาหกรรม (Industrials) จำนวน 24 บริษัท 5) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction) จำนวน 13 บริษัท 6) ทรัพยากร (Resources) จำนวน 7 บริษัท 7) บริการ (Service) จำนวน 26 บริษัท 8) เทคโนโลยี (Technology) จำนวน 4 บริษัท รวม 92 บริษัท ที่มีผลประกอบการต่อเนื่องติดต่อกัน 5 ปี ซึ่งไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูผลการดำเนินงาน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่แจ้งว่าไม่ประสงค์จะให้เปิดเผยข้อมูลและบริษัทที่ไม่มีความสมบูรณ์ของข้อมูลหรือบริษัทที่ได้มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในระหว่างปี 2557-2561

2. ขอบเขตด้านเนื้อหา

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยมุ่งเน้นศึกษาเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ผู้วิจัยได้กำหนดแบบแผนของการวิจัยในครั้งนี้ เป็นการวิจัยแบบการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) เก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ จากรายงานประจำปี (Annual Report) แบบ 56-1 หนังสือเชิญ (Notice) รายงานการประชุมผู้ถือหุ้น (Minute Meeting) รายงานการกำกับดูแลกิจการ (CG Report) และฐานข้อมูลจาก SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรม แนวคิด และทฤษฎี ตำรา เอกสาร วารสาร หนังสือต่าง ๆ และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจึงได้สรุปเป็นเนื้อหาในการศึกษาเพื่อนำไปสู่การพัฒนามาสร้างตัวแปรที่ใช้ศึกษาในงานวิจัยโดยมีรายละเอียดดังนี้

ตัวแปรตาม (Dependence Variables)

มูลค่ากิจการตามราคาตลาด ได้แก่ มูลค่าตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น ราคาหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี และ Tobin's Q

ผลการดำเนินงาน ได้แก่ อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT Margin) อัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Margin) กำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี (EBT Margin)

ตัวแปรอิสระ (Independence Variables)

โครงสร้างผู้ถือหุ้น ได้แก่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ

โครงสร้างกรรมการบริษัท ได้แก่ สัดส่วนกรรมการบริหาร สัดส่วนกรรมการอิสระ สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ

ค่าตอบแทนกรรมการ ได้แก่ รายเดือน เบี้ยประชุม โบนัสรายปี และผลประโยชน์อื่น ๆ หักหรือหักทรัพย์

ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี ได้แก่ ขนาดกิจการ ระดับความเสี่ยงกิจการ ความซับซ้อนกิจการ

1.6 นิยามศัพท์

บริษัทจดทะเบียน หมายถึง องค์กรธุรกิจซึ่งจัดตั้งขึ้นด้วยการแบ่งทุนเป็นหุ้น มีมูลค่าเท่า ๆ กัน จัดตั้งขึ้นตาม พ.ร.บ. บริษัท มหาชน พ.ศ. 2535 จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นองค์การที่ยังดำเนินการและรายงานผลการดำเนินการในปี 2557-2561 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562)

กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Group) และหมวดธุรกิจ (Sector) ตามการจัดโครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรมโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 8 กลุ่มอุตสาหกรรมหมายถึง การจัดกลุ่มบริษัทจดทะเบียนเพื่อให้บริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงได้อยู่ในหมวดเดียวกันซึ่งจะทำให้ผู้ลงทุนสามารถเปรียบเทียบข้อมูลระหว่างบริษัทจดทะเบียนได้เพื่อนำไปประกอบการตัดสินใจในการลงทุนได้อย่างเหมาะสม (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2561)

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หมายถึง ระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำ และการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบตามที่ด้วยความโปร่งใส และสร้างความสามารถในการแข่งขัน เพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวภายใต้กรอบการมีจริยธรรมที่ดี โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่นและสังคมโดยรวม (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2561)

โครงสร้างผู้ถือหุ้น หมายถึง สัดส่วนของการเป็นเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นในธุรกิจที่ตนเองเข้าไปลงทุนถูกต้องตามกฎหมาย หากมีการถือหุ้นเท่ากับหรือมากกว่าร้อยละ 50 ถือว่าจัดอยู่ในกลุ่มของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว และหากการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 50 ถือว่าจัดอยู่ในกลุ่มของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว (Singhvi and Desai, 1971; Meek et al.,

1995; Camfferman and Cook, 2002; Alsaeed, 2006; Nazli, 2007; Adelopo, 2010 and Magali et al., 2013)

สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หมายถึง สัดส่วนบุคคลที่ถือหุ้นหรือผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนเกินกว่าร้อยละ 10 ของจำนวนที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนนับรวมถึงหุ้นที่ถือครองโดยผู้ที่เกี่ยวข้องด้วยไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561)

สัดส่วนผู้ถือหุ้นครบครัน หมายถึง บริษัทมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนผู้บริหารหลักของบริษัทนั้นเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่เท่ากับหรือเกินกว่าร้อยละ 50 จะทำให้มีแรงจูงใจ (Motivation) ในการทำงานสูงกว่าบริษัทที่ผู้บริหารรับเพียงเงินเดือนอย่างเดียว (Ming et al., 2018) แรงจูงใจของ CEO ในการปกป้องความสำเร็จในระยะสั้นส่งผลต่อนวัตกรรมของบริษัท (Cho and Kim, 2017)

สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน (Institutional Ownership : IO) หมายถึง บริษัทมีสัดส่วนนักลงทุนที่เป็นนิติบุคคลอยู่ในรูปแบบทางกฎหมาย แต่จะไม่ได้เป็นตัวบุคคล นักลงทุนสถาบันเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่หรือกลุ่มบริษัทในเครือทำหน้าที่อิสระ (Celik and Isaksson, 2014) พฤติกรรมการถือครองหุ้นของกองทุนรวมที่แตกต่างกันส่งผลให้ผลตอบแทนของกองทุนและการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นแตกต่างกัน (Ratanabancheun and Saengchore, 2018)

สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ หมายถึง สัดส่วนการถือหุ้นของชาวต่างชาติ (Singhvi and Desai, 1971; Alsaeed, 2006; Bamea and Rubin, 2010; Chan et al., 2013)

โครงสร้างกรรมการบริษัท (Corporate Board Structure) หมายถึง คณะกรรมการบริษัทที่แต่ละบริษัทสามารถกำหนดจำนวนกรรมการไว้ในข้อบังคับของบริษัทขึ้นต่ำต้องไม่น้อยกว่า 5 คนตามที่กฎหมายกำหนดไว้ บริษัทควรกำหนดจำนวนกรรมการตามความเหมาะสมในขนาดและความซับซ้อนของธุรกิจโดยพิจารณาจากปัจจัยที่สำคัญหลาย ๆ ด้าน (Mouselli and Hussainey, 2014)

สัดส่วนกรรมการบริหาร (Board Executive : BE) หมายถึง สัดส่วนสมาชิกของคณะกรรมการบริหารที่เป็นบุคคลภายในและภายนอกบริษัทที่มาจากการคัดเลือกจากผู้ถือหุ้น (Akpan, 2015)

สัดส่วนกรรมการอิสระ (Board Independence : BI) หมายถึง สัดส่วนสมาชิกคณะกรรมการที่ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทที่มีการยอมรับเข้ามาบริหารงาน (Line et al. 2015)

สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ (Board Audit) หมายถึง สัดส่วนจำนวนคณะกรรมการตรวจสอบที่เข้ามาช่วยคณะกรรมการบริษัทให้ปฏิบัติงานในประเด็นที่เกี่ยวกับกระบวนการในการ

จัดทำรายงานทางการเงินและเพื่อให้กิจการมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี และมีบทบาทสำคัญในการสอบทานเพื่อให้มีความเชื่อมั่นว่ากระบวนการรายงานทางบัญชีและการเงินของบริษัทมีความถูกต้องที่เพียงพอทำให้มีความถูกต้อง ครบถ้วน เชื่อถือได้ และเปิดเผยข้อมูลได้อย่างโปร่งใส (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2542)

ค่าตอบแทนกรรมการ หมายถึง ค่าตอบแทนของกรรมการควรถูกจัดให้อยู่ในลักษณะที่เปรียบเทียบได้กับระดับที่ปฏิบัติอยู่ในอุตสาหกรรม ประสบการณ์ภาระหน้าที่ ขอบเขตของบทบาทและความรับผิดชอบ (Accountability and Responsibility) รวมถึงประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากกรรมการ แต่ละคน (Kumar and Sivaramakrishnan, 2008) การศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ รายเดือน เบี้ยประชุม โบนัสรายปี และผลประโยชน์อื่น หุ้นหรือหลักทรัพย์ (Balsam, 2013; Correa and Lel, 2014)

ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี หมายถึง ราคาค่าตรวจสอบบัญชีที่เหมาะสมสำหรับการปฏิบัติงานทางวิชาชีพและผู้ใช้บริการสอบบัญชีค่าธรรมเนียมในการตรวจสอบบัญชีจะผันแปรตามคุณลักษณะของสำนักงานบัญชีและคุณลักษณะของลูกค้า Belle et al. (2008)

ขนาดกิจการ (Firm Size) หมายถึง ขนาดของกิจการลูกค้าที่อยู่บนพื้นฐานของงบแสดงฐานะการเงินที่แสดงมูลค่าของสินทรัพย์รวมในการวัดขนาดของกิจการของลูกค้า (Chan, 1993)

ระดับความเสี่ยงกิจการ (Risk) หมายถึง ความสัมพันธ์ของความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นในการปฏิบัติงานการตรวจสอบบัญชีที่มีอิทธิพลอย่างมีสาระสำคัญต่อการกำหนดแผนการสอบบัญชีรวมถึงแนวทางการสอบบัญชีซึ่งโดยทั่วไปจะพิจารณาถึงความเสี่ยงที่ผู้สอบบัญชีจะแสดงความเห็นไม่ตรงกับข้อเท็จจริงที่เป็นอยู่ โดยการวัดระดับความเสี่ยงในการตรวจสอบบัญชีจากอัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น (Che-Ahmed and Houghton, 1996; Chan, 1993)

ความซับซ้อนกิจการ (Complexity) หมายถึง ความสัมพันธ์อย่างมีสาระสำคัญของความซับซ้อนของกิจการที่ตรวจสอบ เช่น เรื่องความซับซ้อนของกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับกิจการที่ตรวจสอบหรือความซับซ้อนเรื่องโครงสร้างของกิจการที่ตรวจสอบ คุณภาพการควบคุมภายในสถานที่ตั้งของกิจการ โดยการวัดความซับซ้อนของกิจการจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Chan et al., 1993)

ผลการดำเนินงาน (Firm's Performance) หมายถึง การประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานที่สะท้อนถึงการเติบโตของยอดขายและการเติบโตของส่วนแบ่งการตลาดที่นำไปสู่การสร้างกำไรขององค์กร (Bititci et al., 1997; Hutchison and Gul, 2004; Mashayekhi and Bazazb, 2008 and Rouf, 2011) การศึกษาครั้งนี้จะอยู่ในรูปแบบของอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งการวัดประสิทธิภาพส่วนใหญ่อยู่ในรูปแบบของอัตราส่วนทางการเงิน (Gadenene, 1996)

อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT Margin) หมายถึง เป็นการวัดกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี โดย EBIT Margin คือ จำนวน EBIT (กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี) หารด้วย Net Sale (รายได้สุทธิ) โดยจะแสดงเป็นเปอร์เซ็นต์

อัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Margin) หมายถึง เป็นการวัดกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และรายการตัดจำหน่าย เป็นการวัดกำไรที่เป็นอิสระจากการวัดโครงสร้างเงินทุน EBITDA Margin คือ กำไร EBIT + ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย หารด้วย Net Sale (รายได้สุทธิ) โดยจะแสดงเป็นเปอร์เซ็นต์

กำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี (EBT Margin) หมายถึง ส่วนต่างกำไร EBT แสดงกำไรก่อนหักภาษีของบริษัท โดยแสดงเป็นเปอร์เซ็นต์ของยอดขายสุทธิ (Net Sale) ซึ่งเป็นการวัดค่าความมั่นคงของบริษัท

มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (Market Values) หมายถึง อัตราส่วนที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของกิจการในรูปแบบกำไรสุทธิต่อหุ้นและอัตรากำไรต่อหุ้นโดยใช้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิหรือราคาตามบัญชีต่อหุ้นเพื่อประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุน (Dalton et al., 1980; Haniffa and Hudaib, 2006)

มูลค่าทางการตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (Price-Earnings Ratio: P/E Ratio) หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงถึงการเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นสามัญ (EPS) โดยสะท้อนราคาตลาดของหุ้นสามัญเมื่อเทียบกับกำไรสุทธิต่อหุ้นที่กิจการทำได้ (Al Matari, 2014 and Ali, 2008)

มูลค่าหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio : P/BV) หมายถึง อัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีหุ้นสามัญ 1 หุ้นตามงบการเงิน โดย P/BV จะบอกให้ทราบว่าราคาหุ้น ณ ขณะนั้นสูงเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชีของหุ้น (Al Matari, 2014 and Ali, 2008)

Tobin's Q หมายถึง ตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาดและมีการนำมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์มาใช้ในการพิจารณาร่วมด้วยหรือเป็นการวัดมูลค่ากิจการโดยสะท้อนถึงมูลค่าทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นวิธีการวัดผลการปฏิบัติงานโดยการหารมูลค่าตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ของกิจการด้วยราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้นที่สามารถนำไปใช้ในการลงทุนด้านอื่น ๆ (Chung and Pruitt, 1994)

บทสรุป

ในบทนี้ผู้วิจัยได้อธิบายถึงความสำคัญของปัญหางานวิจัย วัตถุประสงค์ที่ต้องการศึกษา ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากงานวิจัย ขอบเขตของงานวิจัย นิยามศัพท์ ในบทที่ 2 ถัดไปจะกล่าวถึงแนวคิดทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สมมติฐานของงานวิจัยและกรอบแนวคิดของงานวิจัย



บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนวรรณกรรมและเอกสารที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยในเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อทำการวิเคราะห์และเรียบเรียงรายละเอียดเพื่อให้ครอบคลุมงานวิจัยตามลำดับดังต่อไปนี้

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน

2.1.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

2.1.2.1 กลไกการกำกับดูแลกิจการภายใน กรรมการบริษัท

ค่าตอบแทนกรรมการ

2.1.2.2 กลไกการกำกับดูแลกิจการภายนอก ผู้ถือหุ้น ผู้สอบบัญชี

2.1.3 ผลการดำเนินงาน

2.1.4 มูลค่ากิจการ

2.1.4.1 มูลค่ากิจการราคาตามบัญชี

2.1.4.2 มูลค่ากิจการตามราคาตลาด

2.2 สรุปผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย

2.4 สมมติฐานการวิจัย

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

การกำกับดูแลกิจการก่อตั้งขึ้นล้วนมีเป้าหมายหลักเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ เพราะฉะนั้นผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการจึงต้องการผลตอบแทนที่คุ้มค่าแก่การลงทุนซึ่งบางกิจการจะดำเนินงานทุกอย่างเพื่อให้เป็นไปตามจุดมุ่งหมายเพื่อสร้างผลตอบแทนให้มากที่สุดโดยไม่คว่าใครจะได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานบ้าง ทฤษฎีตัวแทนและตัวแทนเป็นอีกหนึ่งทฤษฎีที่ใช้อธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการซึ่งสะท้อนพฤติกรรมของคนและความเป็นไปในองค์กรเพื่อใช้อธิบายมูลเหตุจูงใจของผู้บริหารในการประพฤติมิชอบ เช่น การตกแต่งบัญชีเพื่อยกย้ายถ่ายเทผลประโยชน์ที่ควรจะเป็นของผู้ถือหุ้นให้กลายมาเป็นประโยชน์อันมิควรได้ของผู้บริหาร โดยที่ Jensen and Meckling (1976) ได้กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสองฝ่ายซึ่งฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวการ (Principle) คือ ผู้ซึ่งต้องการให้บริษัทมีกำไรและได้ผลประโยชน์สูงสุดเพื่อมุ่งให้บริษัทมีผลตอบแทนที่สูง คุ้มค่ากับที่ลงทุนไปให้มากที่สุดโดยจะคำนึงหรือไม่คำนึงถึงวิธีการที่จะได้มาของผลตอบแทนเหล่านั้น กับอีกฝ่ายหนึ่ง เรียกว่าตัวแทน (Agent) เปรียบเสมือนลูกจ้างไม่ว่าจะเป็นลูกจ้างระดับสูงหรือต่ำ เป็นเสมือนตัวแทนกรรมการบริษัทผู้ซึ่งมีหน้าที่ต้องทำให้ผู้ว่าจ้างหรือตัวการมีความพึงพอใจสูงสุด โดยวิธีการที่มีประสิทธิภาพภายใต้ค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่จำกัดและออกแบบการบริหารบริษัทให้เหมาะสมที่สุด และ Jensen and Meckling (1976) ยังกล่าวถึงความขัดแย้ง (Conflict of Interest) ทางผลประโยชน์ระหว่างเจ้าของกับตัวแทนที่นำไปสู่ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ซึ่งเกิดขึ้นเมื่อเจ้าของให้ความไว้วางใจให้อำนาจในการตัดสินใจทางการบริหารงานต่าง ๆ ผู้บริหารอาจใช้อำนาจที่มีอยู่ในการบริหารงานโดยไม่คำนึงถึงการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการมุ่งแต่ผลประโยชน์ส่วนตัว (Self Interest) มากกว่าจึงทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้นจึงนำไปสู่การเกิดต้นทุนของตัวแทน (Agency Cost) ดังนั้นการสร้างกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยจะเน้นการสร้างกลไกในการสอดส่องดูแล และการสร้างกลไกการรักษาสัญญาจะช่วยแก้ไขปัญหานี้ให้ลดลงได้ Freeman และ Reed (1983) ได้ให้ความหมายผู้มีส่วนได้เสีย คือกลุ่มผู้ที่มีความสนใจในการกระทำของบริษัท ซึ่งต่อมา Freeman (1984) ได้ศึกษาเพิ่มเติมในประเด็นดังกล่าวให้ความสำคัญกับบุคคลแต่ละกลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานของบริษัท โดยกลุ่มที่มีผลกระทบต่อการทำงานของบริษัท ได้แก่ กลุ่มนักลงทุน กลุ่มพนักงาน กลุ่มลูกค้า กลุ่มผู้ขาย รัฐบาล กลุ่มผู้มีความสนใจ และสังคม ถือได้ว่าเป็นผู้ให้ความชัดเจนในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทกับอีกคนหนึ่ง ซึ่งเรียกว่าแผนที่ Freeman โดยมีการนำแนวคิดและทฤษฎีนี้ไปใช้ในประเด็นที่มีสมมติฐานที่มีความสัมพันธ์ระหว่างผู้มี

ส่วนได้เสียที่แตกต่างกัน เช่น Deegan and Unerman (2006) นำทฤษฎีของผู้มีส่วนได้เสียมาใช้หาความสัมพันธ์ในเรื่องสิทธิของผู้มีส่วนได้เสีย อำนาจของผู้มีส่วนได้เสียเป็นต้น Fan และ Wong (2002) ได้กล่าวถึงโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวนั้นจะมีผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่สามารถคัดค้านหรือโต้แย้งการกระทำของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้เนื่องจากระบบกลไกและกฎหมายในการกำกับดูแลที่สร้างขึ้นมาเพื่อปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยนั้นมีความอ่อนแอและไม่มีประสิทธิผลเท่าที่ควรทำให้มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและเกิดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนจึงจำเป็นต้องลดแรงจูงใจลง อันเนื่องมาจากการที่ผลประโยชน์ไม่สอดคล้องไปในทิศทางเดียวกัน การหาโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่เหมาะสมกับกิจการเพื่อลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) โดยโครงสร้างการถือหุ้นในแบบต่าง ๆ ที่ทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งน่าจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีส่วนในการกำหนดผลการดำเนินงานที่เป็นเท็จ ดังนั้นเพื่อลดความขัดแย้งในการบริหารงานระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหารเพื่อก่อให้เกิดผลประโยชน์ที่สอดคล้องกันและเกิดมูลค่าสูงสุดแก่กิจการจะเห็นได้ว่าคุณภาพรายงานทางการเงินที่สูงมีความสัมพันธ์และส่งผลกับประสิทธิภาพในการทำงานและผลการดำเนินงาน เนื่องจากผลการดำเนินงานที่ดีสามารถบ่งบอกถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานของบริษัทได้เป็นอย่างดี ซึ่งเป็นไปตามที่ ศิลปพร ศรีจันเพชร (2551) ได้กล่าวไว้ว่าทฤษฎีตัวการและตัวแทนเสมือนมองว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียวได้จึงทำให้ต้องมีบุคคลที่เข้ามาช่วยในการบริหารงานแทน เช่นเดียวกับ กรินทร์รัตน์ บุญญวัฒน์ และศักดา มาณพัตน์ (2554) และยังสอดคล้องกับคำกล่าวของ ธกานต์ ชาติวงศ์ (2560) ซึ่งได้กล่าวถึงโครงสร้างการถือหุ้นจะสะท้อนถึงอำนาจการควบคุมภายในของบริษัทซึ่งมีผลกระทบต่อแรงจูงใจของผู้บริหารหรือผู้มีอำนาจควบคุมการจัดทำรายงานทางการเงินที่แตกต่างกัน ผู้บริหารในบริษัทที่มีอำนาจควบคุมในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมักมีแรงจูงใจในการสร้างรายการทางการเงินที่เป็นเท็จ ในขณะที่ผู้บริหารบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวมักมีแรงจูงใจในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีที่นำเสนอในรายงานทางการเงินซึ่งกระทบต่อคุณภาพของข้อมูลที่แสดงในรายงานทางการเงินเช่นกัน ซึ่งมูลเหตุที่สำคัญของการกำกับดูแลกิจการเกี่ยวกับแนวคิดตัวแทนกิจการที่ต้องอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกรรมการที่ได้รับการแต่งตั้งจากเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นและกรรมการเหล่านั้นสามารถกำหนดกลยุทธ์เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของกิจการ ในขณะเดียวกันการจ้างผู้จัดการหรือผู้ควบคุมงานและพนักงานเพื่อนำกลยุทธ์ที่ได้ดังกล่าวไปปฏิบัติซึ่งจะพบว่าทั้ง 2 กลไกที่ว่าผลการปฏิบัติงาน (Performance) และความรับผิดชอบต่อการปฏิบัติงานตามหน้าที่ (Accountability) มีความสัมพันธ์ตาม

แนวคิดตัวแทนของกิจการตามหลักการทั่วไปของการกำกับดูแลกิจการจะส่งผลให้เกิดคุณค่าหรือมูลค่าเพิ่มแก่กิจการและผู้ถือหุ้นในที่สุด (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551)

จากการศึกษาผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่าผู้มีส่วนได้เสียมีความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ของตัวการจะทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ขึ้นได้จากหลายสาเหตุ

Morol-Hazard หมายถึง ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากตัวแทนและตัวการ สาเหตุจากผู้บริหารหรือตัวแทนคำนึงถึงแต่ผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียหรือผู้ถือหุ้น กล่าวคือ ผู้บริหารหรือตัวแทนเอื้อประโยชน์ให้ครอบครัว

Earnings Retention หมายถึง ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนที่เกี่ยวข้องกับขนาดของกิจการ (Firm Size) ที่มีตัวชี้วัดเป็นกำไรสะสมของบริษัท กล่าวคือ การกำหนดนโยบายโครงสร้างเงินทุนที่เป็นแหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) มากกว่าการหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก (เจ้าหนี้) ซึ่งการใช้โครงสร้างเงินทุนดังกล่าวทำให้ค่าตอบแทนของผู้ถือหุ้นอยู่ในรูปเงินปันผล

Time Horizon หมายถึง ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนจากระยะเวลาในการลงทุนโดยผู้ถือหุ้นจะให้ความสำคัญในกระแสเงินสดของบริษัทในอนาคตแต่ผู้บริหารจะให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดของบริษัทในช่วงระยะเวลาที่ตนเองนั้นบริหารงานอยู่เท่านั้น กล่าวคือ ผู้บริหารมักจะเลือกลงทุนในโครงการระยะสั้นมากกว่าการลงทุนในโครงการระยะยาว

Risk Aversion หมายถึง ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนที่เกิดจากพฤติกรรม การยอมรับระดับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้บริหารบริษัทจากค่าตอบแทนที่ผู้บริหารบริษัทได้รับ กล่าวคือ ผู้บริหารบริษัทจะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบเงินเดือนเท่านั้น ดังนั้นผู้บริหารจะเลือกลงทุนในโครงการที่มีระดับความเสี่ยงต่ำ ส่วนผู้ถือหุ้นจะชอบเลือกลงทุนในโครงการที่ได้ผลตอบแทนสูงเพื่อเพิ่มความมั่งคั่งสูงสุดถึงแม้จะมีความเสี่ยงสูง

Jensen and Mecking (1976) ได้อธิบายถึงความขัดแย้งระหว่างตัวแทน (Agency Conflict) ไว้ดังนี้ (1) ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร สาเหตุเนื่องจากผู้บริหารไม่มีแรงจูงใจที่จะพยายามหาหนทางในการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กิจการเพื่ออำนวยความสะดวกประโยชน์ให้กับตัวเองเพื่อที่จะได้รับผลตอบแทนจากผลของกำไรของกิจการ จึงไม่ดำเนินงานตามวิธีการทำงานของบริษัทเนื่องจากการได้รับค่าตอบแทนเป็นเงินเดือนเท่านั้น (2) ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ กิจการที่มีการกู้ยืมเงินจากภายนอกมาจำนวนมากเพื่อลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง กล่าวคือ กิจการมุ่งหวังหากโครงการสำเร็จจะก่อให้เกิดผลตอบแทนที่สูงต่อผู้ถือหุ้น หากโครงการที่ลงทุนเกิดผลขาดทุน หรือ

ไม่ประสบความสำเร็จเจ้าหน้าที่อาจต้องร่วมเฉลี่ยความสูญเสียเนื่องจากบริษัทอาจไม่สามารถชำระคืนเงินกู้ได้ หรืออาจต้องปรับโครงสร้างหนี้ทำให้มูลค่าเจ้าหน้าที่ลดลง

สรุปได้ว่าปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เกิดขึ้นจากการที่ตัวแทนหรือผู้บริหารใช้อำนาจในทางการบริหารงานต่าง ๆ ที่ได้รับจากเจ้าของหรือตัวการโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตน (Self Interest) มากกว่าการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการทำให้เจ้าของได้รับผลตอบแทนมีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็นจึงนำไปสู่ปัญหาตัวแทน (Fama & Jensen, 1983) จากการศึกษาแนวคิดทฤษฎีตัวแทนและความขัดแย้งระหว่างตัวแทนทำให้ผู้วิจัยสนใจศึกษาในประเด็นของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับการบริหารกิจการและมีผลกระทบโดยตรงต่อผลการดำเนินงาน ไม่ว่าจะเป็นตัวการ หรือ ตัวแทนล้วนมีส่วนเกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการ แนวคิดตัวแทน (Agency Concept) เป็นมูลเหตุการสร้างกลไกการกำกับดูแลที่ดีที่จะช่วยลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ได้ (ศิลาปรภรณ์ ศรีจันเพชร, 2551; Banderlippe, 2009; Thoopsamut & Jaikengkit, 2009; Ugbede et al, 2013; Campa & Donnelly, 2014; Gonzalez & Garcia-Meca, 2014; Wiralestar, 2015)

2.1.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นลักษณะและวิถีทางของการใช้อำนาจรัฐเพื่อการจัดการทรัพยากรทางเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ เพื่อการพัฒนาโดยเฉพาะกิจการที่มีผลต่อนักลงทุนอย่างมาก กล่าวคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และปัจจุบันกลายมาเป็นปัจจัยหลักของการพิจารณาการลงทุนทั้งภายใน และภายนอกประเทศที่จะช่วยแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพและประสิทธิผลในการดำเนินงานขององค์กร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อธิบายว่า การกำกับดูแลกิจการ “เป็นระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของผู้นำและการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบตามที่ด้วยความโปร่งใส และสร้างความสามารถในการแข่งขัน เพื่อรักษาเงินทุนและเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวภายใต้กรอบการมีจริยธรรมที่ดี โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่นและสังคมโดยรวม” (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2561) สำหรับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของไทยดำเนินการมาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ 2542 ปัจจุบันประเทศไทยมีการพัฒนาระบบด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผ่านการทำงานของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ที่ได้ทำการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน มีการนำเสนอผลสำรวจแนวปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในภาพรวมไว้ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) การสำรวจและติดตามพัฒนาการด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยโดยใช้หลักเกณฑ์ในการประเมินที่พัฒนาจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) และหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2555 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การกำกับดูแลกิจการในความหมายของ Zingales (1998) ได้ให้ความหมายที่อิงกับแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์มากกว่า โดยให้ความหมายว่า การกำกับดูแลกิจการ คือ ชุดข้อจำกัด (a set of constraints) ที่ซับซ้อนเพื่อกำหนดการต่อรองที่เกิดขึ้นในภายหลังสำหรับการแบ่งปันถึงค่าเช่าทางเศรษฐกิจของกิจการซึ่ง North (1990) ได้เพิ่มเติมเกี่ยวกับข้อจำกัดว่าหมายความถึงข้อจำกัดทางด้านวัฒนธรรม ซึ่งถือว่าเป็นปัจจัยที่ควบคุมการแบ่งปันผลประโยชน์ โดยมองข้ามผลกระทบจากการกระทำที่บริษัทอาจมีต่อสังคมซึ่ง Jensen (2000) ผู้นำเสนอทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ โดยอิงแนวทางกฎหมายและการถือเอาบริษัทเป็นเพียงเครื่องมือทางการเงินว่าเป็นโครงสร้างการควบคุมระดับสูงประกอบด้วยสิทธิในการตัดสินใจซึ่งมีคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารเป็นเจ้าของ แนวปฏิบัติในการเปลี่ยนแปลงขนาดและความเป็นสมาชิกของคณะกรรมการผลตอบแทนและการถือหุ้นของผู้จัดการและคณะกรรมการ ตามที่ Porta et al. (2000) ได้กล่าวว่า บรรษัทภิบาล หมายถึง ระบบหรือกลไกที่ใช้จัดการ กำกับดูแลและควบคุมองค์กรหรือบริษัท แต่ที่สำคัญคือเป้าหมายหลักของบริษัท ซึ่งก็คือธรรมาภิบาล (Good Corporate Governance) ที่เน้นในเรื่องกระบวนการ กิจกรรม หรือกลไกที่องค์กรหรือบริษัทกระทำหรือดำเนินการ เพื่อให้เกิดการจัดการที่ดีในองค์กร ในขณะที่เดียวกันก็มุ่งขจัดความล้มเหลวหรือข้อผิดพลาดของธุรกิจที่อาจเกิดจากการทุจริต การคอร์รัปชัน หรือการบริหารจัดการที่ผิดพลาดที่จะส่งผลให้เกิดความเสียหายและส่งผลกระทบต่อกลุ่มบุคคลผู้มีส่วนได้เสียต่าง ๆ ของธุรกิจ Lazonick and O'Sullivan (2000) ได้ให้ความหมายที่กว้างกว่าว่า หมายถึง สถาบันซึ่งมีอิทธิพลต่อการจัดสรรทรัพยากรทางธุรกิจ เป็นระบบที่การตัดสินใจลงทุนในบริษัทประเภทของการลงทุน และการแบ่งปันผลตอบแทนจากการลงทุน OECD: Organization for Economic Co-operation and Development (2004) ได้กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการ เป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลต่าง ๆ ซึ่งได้แก่ คณะผู้บริหาร คณะกรรมการบริษัท ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียทุกราย ซึ่งเป็นโครงสร้างที่จะช่วยให้บริษัทสามารถกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายทางธุรกิจรวมทั้งวิธีการ กระบวนการและขั้นตอนในการบรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมายได้ง่ายขึ้น ตลอดจนสามารถเฝ้าติดตามและวัดผลการดำเนินงานของกิจการว่าเป็นไปตามเป้าหมายที่ตั้งไว้จากความหมายของการกำกับดูแลกิจการข้างต้น สามารถสรุปได้ว่า การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง หลักการอย่างหนึ่งที่มีส่วนช่วยให้เกิดโครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่น โดยมีคณะกรรมการเป็นตัวกลางของความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายบริหาร มีความ

รับผิดชอบในการติดตาม ควบคุมดูแลผู้บริหารของกิจการให้ปฏิบัติงานด้วยความโปร่งใส สร้างความสามารถและโอกาสในการแข่งขัน เพื่อเพิ่มคุณค่าให้กับกิจการในระยะยาว โดยยึดหลักคำนึงถึงผู้ที่เกี่ยวข้องอย่างมีจริยธรรม นอกจากนี้จากผลการศึกษาค้นคว้า พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลต่อประสิทธิภาพของบริษัท อาทิเช่น Drobetz et al. (2004) ที่ทดสอบกับบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศเยอรมันจำนวน 91 บริษัท ผลการวิจัยพบว่า บริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีความเข้าใจและให้ความสำคัญกับการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการอย่างแท้จริง โดยไม่ได้คิดเพียงว่าการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการเป็นหน้าที่ที่ต้องปฏิบัติตามกฎหมายเท่านั้น ระดับความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการจากผลคะแนนจากแบบสอบถาม พบว่า มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในส่วนของ Aggarwal (2013) ได้ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท เป็นการศึกษาของกิจการในประเทศอินเดีย ผลการศึกษาค้นคว้า พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และในปี 2013 ผลการวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรแต่ไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้พบว่า ความสามารถในการทำกำไรของกิจการไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับ Vo and Phan (2013) ได้ศึกษาเรื่อง การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการของบริษัทในประเทศเวียดนาม ผลการวิจัยพบว่า ตัวแปรของการกำกับดูแลกิจการเช่น จำนวนคณะกรรมการที่เป็นผู้หญิง การควรรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหาร ประสิทธิภาพทำงานของคณะกรรมการ และค่าตอบแทนของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ โดยวัดจากมุมมองทางบัญชีเกี่ยวกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) แต่อย่างไรก็ตามขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการ

การกำกับดูแลกิจการเกี่ยวข้องกับวิธีหรือแนวทางที่ทำให้ผู้ลงทุนมั่นใจในผลตอบแทนจากการลงทุนที่พวกเขาจะได้รับและกลไกการกำกับดูแลกิจการนั้นสามารถลดต้นทุนของเงินลงทุนจากเจ้าของส่งผลให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น (Shleifer & Vishny, 1997) นอกจากนี้ยังพบว่าความเป็นเจ้าของกิจการของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์โดยตรงกับผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า การยึดถือปฏิบัติตามนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะทำให้เกิดระบบการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่น และความมั่นใจแก่ผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายจะทำให้บริษัทนั้นมีภาพลักษณ์ที่ดีสร้างความน่าเชื่อถือให้กับบุคคล

ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง (Stakeholder, 2007) โดยเฉพาะการสร้างความมั่นใจแก่นักลงทุนซึ่งจะช่วยจูงใจให้นักลงทุนเหล่านั้นตัดสินใจเข้ามาลงทุนในกิจการหรือบริษัทได้โดยง่ายจึงกล่าวได้ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือสำหรับเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท จากการทบทวนแนวคิดและทฤษฎีจากหลากหลายนักวิชาการ สามารถสรุปได้ว่าการกำกับดูแลกิจการคือ กลไกที่ใช้ในการกำกับดูแลกิจการทั้งจากภายในและจากภายนอก (Gillan, 2006)

2.1.2.1 กลไกการกำกับดูแลกิจการจากภายใน (Internal Corporate Governance) เป็นส่วนที่เกี่ยวข้องกับการบริหารงานภายในกิจการซึ่งจะให้ความสำคัญกับคณะกรรมการ (Board of Director) ในส่วนของบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการในการเป็นผู้แต่งตั้งผู้จัดการหรือตัวแทนมาบริหารงานแทนผู้ถือหุ้น เป็นผู้ให้คำปรึกษาและตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารระดับสูง (CEO) มีอำนาจในการบริหารเงินที่ได้มาจากแหล่งเงินทุนที่เป็นเจ้าหนี้ และเงินทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้นและมีอำนาจในการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนในสินทรัพย์ของบริษัท รวมทั้งการให้ความสำคัญกับความเป็นอิสระของกรรมการและการให้ความสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการและฝ่ายบริหาร (Gillan, 2006) และ Gillan ยังอธิบายถึงกลไกการกำกับดูแลกิจการภายในที่สามารถลดปัญหาตัวแทนคือ การดำรงอยู่ของคณะกรรมการอิสระที่เป็นตัวแทนผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยมีความรับผิดชอบหลักในการอนุมัติที่สำคัญต่อการตัดสินใจในด้านการจัดการ นโยบายที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน นโยบายค่าตอบแทนผู้บริหารและคณะกรรมการตรวจสอบ (Byrdet et al., 1998; Bhagat, & Bolton, 2008) ในหลักทรัพย์การกำกับดูแลกิจการที่ดีของอินโดนีเซีย (2549) มีการระบุว่าคณะกรรมการอิสระเป็นสมาชิกของคณะกรรมการที่ไม่ได้มีส่วนเกี่ยวข้องกับกรรมการและสมาชิกคนอื่นๆ ของคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นที่ควบคุมไม่มีความสัมพันธ์ทางธุรกิจหรือครอบครัวกับผู้ถือหุ้นที่ควบคุมสมาชิกคนอื่นๆ ของทั้งคณะกรรมการบริษัทและคณะกรรมการเช่นเดียวกับบริษัทซึ่งอาจมีอิทธิพลต่อความเป็นอิสระและอำนาจกระทำเพื่อบริษัท ดังนั้นหนึ่งในภารกิจของคณะกรรมการอิสระคือการส่งเสริมการดำเนินงานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีในบริษัทในประเทศอินโดนีเซียศึกษาการกำกับดูแลกิจการภายในวัดจากสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระจากสมาชิกคณะกรรมการของบริษัททั้งหมด (David et al., 1998; Tihanvi et al., 2003; Aman and Nguyen, 2008; Chi and Lee, 2010) การจัดโครงสร้างและกลไกการบริหารภายในองค์กรเพื่อเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการผู้บริหาร พนักงาน และผู้ถือหุ้น โดยมีวัตถุประสงค์ที่สำคัญในการสร้างประโยชน์ที่เหมาะสมแก่ผู้ถือหุ้นโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียโดยรวม หลักการของการจัดโครงสร้างและกลไก การบริหารจัดการที่สำคัญควรสะท้อนถึงความรับผิดชอบต่อผู้ตัดสินใจ การกระทำของตนเองสามารถอธิบายและชี้แจงการ

ตัดสินใจนั้นได้ ความรับผิดชอบต่อการปฏิบัติหน้าที่ด้วยขีดความสามารถและประสิทธิภาพที่เพียงพอ การปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียอย่างเท่าเทียมกัน ความเป็นธรรม และมีคำอธิบายได้ ความโปร่งใสในการดำเนินงานที่สามารถตรวจสอบได้และมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสแก่ผู้ที่เกี่ยวข้อง การมีวิสัยทัศน์ในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่องค์กรในระยะยาว การมีจริยธรรมและจรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561)

กรรมการบริษัท (Corporate Board) หมายถึง คณะกรรมการบริษัทที่แต่ละบริษัทสามารถกำหนดจำนวนกรรมการไว้ในข้อบังคับของบริษัท โดยขั้นต่ำต้องไม่น้อยกว่า 5 คนตามที่กฎหมายกำหนดไว้ บริษัทควรกำหนดจำนวนกรรมการตามความเหมาะสมของขนาดและความซับซ้อนของธุรกิจ โดยพิจารณาจากปัจจัยที่สำคัญหลาย ๆ ด้าน (Mouselli & Hussainey, 2014)

โครงสร้างกรรมการบริษัท (Corporate Board Structure) เป็นกลไกของการกำกับดูแลกิจการจากภายในที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน กล่าวคือ คุณภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและมีความสำคัญในการผลักดันมูลค่าทางการตลาดสู่ความมั่งคั่งสูงสุด กลไกการกำกับดูแลมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน Mouselli & Hussainey (2014) ได้กล่าวถึง ผลกระทบที่ทำให้คุณภาพกลไกการกำกับดูแลกิจการมีผลการดำเนินงานบริษัทที่ช่วยลดปัญหาด้านตัวแทน เนื่องจากสามารถติดตาม กำกับ ดูแล ผู้บริหารในการจัดการผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัทเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียโดยมีบทบาทในการควบคุม ติดตามตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) (Jensen and Meckling, 1976) ซึ่งงานวิจัยของ Bermig & Frick (2010) ได้ศึกษาวิเคราะห์ผลกระทบขนาดกรรมการและผลการดำเนินงานบริษัท พบว่าขนาดของคณะกรรมการไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานบริษัท แต่ในคณะที่ Arora & Sharma (2016) พบว่า คณะกรรมการที่ขนาดใหญ่จะเกี่ยวข้องกับความรู้ทางปัญญามากขึ้นซึ่งจะช่วยในเรื่องการตัดสินใจมากขึ้น และ Orazalin et al (2016) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ขนาดกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ จากการศึกษาในอดีตส่วนใหญ่จะให้หลักฐานเกี่ยวกับการคุณลักษณะของคณะกรรมการในเรื่องของขนาด และองค์ประกอบของคณะกรรมการที่ส่งต่อการตัดสินใจ การกำกับดูแลกิจการ ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงกล่าวถึงโครงสร้างกรรมการบริษัทที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ประกอบด้วย สัดส่วนกรรมการบริหาร สัดส่วน

กรรมการอิสระ และสัดส่วนกรรมการตรวจสอบ (Organization of Economic Cooperation and Development: OECD)

สัดส่วนกรรมการบริหาร (Board Executive : BE) หมายถึง สมาชิกของคณะกรรมการบริหารที่เป็นบุคคลภายในและภายนอกบริษัทที่มาจากการคัดเลือกจากผู้ถือหุ้น (Akpan, 2015) คณะกรรมการมีส่วนช่วยในการผลักดันให้เกิดการปฏิบัติที่เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีบทบาทสำคัญในการควบคุมดูแลการดำเนินงานของผู้บริหารและฝ่ายจัดการให้บรรลุตามเป้าหมายของบริษัท ควรมียอดประกอบที่สร้างกลไกการถ่วงดุลอำนาจภายในได้อย่างเหมาะสม (ศิลาพร ศรีจันเพชร, 2552)

สัดส่วนกรรมการอิสระ (Board Independence : BI) หมายถึง จำนวนของคณะกรรมการบริษัทที่ไม่มีหุ้นของบริษัท บริษัทในเครือ และบริษัทร่วมเป็นผู้ซึ่งไม่มีความสัมพันธ์ทางธุรกิจกับบริษัท การศึกษาครั้งนี้ มุ่งศึกษาเกี่ยวกับจำนวนของกรรมการที่ไม่มีหุ้นของบริษัททำหน้าที่เป็นผู้บริหารบริษัท มีเท่ากับหรือมากกว่าร้อยละ 50 ของกรรมการทั้งหมดถือว่าอยู่ในกลุ่มของกรรมการอิสระแต่ถ้าน้อยกว่าร้อยละ 50 ของกรรมการทั้งหมดถือว่าไม่อยู่ในกลุ่มของกรรมการอิสระ (Raffiymier, 1995; Maheshwarl, 2007; Adelopo, 2010; Bemea and Rubin, 2010; and Ali et al., 2013) หรืออีกความหมายคือ สมาชิกคณะกรรมการที่ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทที่มีการยอมรับเข้ามาบริหารงาน (Liu et al., 2015) การกำหนดจำนวนคณะกรรมการบริหารที่ประกอบด้วยสัดส่วนกรรมการอิสระที่เป็นผู้บริหารและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารอย่างน้อย 3 คน โดยที่ผู้ถือหุ้นใช้หลักในการเลือกคุณสมบัติของกรรมการที่เป็นอิสระให้พิจารณาโดยใช้แนวทางเดียวกันกับคุณสมบัติของกรรมการตรวจสอบตามประกาศตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยคุณสมบัติและขอบเขตการดำเนินงานของคณะกรรมการตรวจสอบ (ศิลาพร ศรีจันเพชร, 2555) จากการศึกษาของนักวิจัยในอดีต อาทิเช่น Singh & Gaur (2009) พบว่า คณะกรรมการอิสระมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่ง Liu et al (2015) พบหลักฐานความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการอิสระและผลการดำเนินงานของบริษัท คณะกรรมการอิสระมีบทบาทสำคัญในการจัดการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวจากการควบคุมภายในและส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการลงทุน สรุปได้ว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการในส่วนของคณะกรรมการควรมีกรรมการอิสระที่สามารถแสดงความคิดเห็นหรือชี้แนะในการบริหารงานต่อผู้บริหารได้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561)

สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ (Board Audit) หมายถึง จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบที่เข้ามาช่วยคณะกรรมการบริษัทให้ปฏิบัติงานในประเด็นที่เกี่ยวกับกระบวนการในการจัดทำรายงานทางการเงินและเพื่อให้กิจการมีระบบการกำกับดูแลที่ดี และมีบทบาทสำคัญในการสอบทานเพื่อให้มีความเชื่อมั่นว่ากระบวนการรายงานทางบัญชีและการเงินของบริษัทมีการควบคุมที่เพียงพอทำให้มีความถูกต้องครบถ้วน เชื่อถือได้ และเปิดเผยข้อมูลได้อย่างโปร่งใส โดยกรรมการบริษัท ผู้บริหาร ผู้สอบบัญชีและผู้ตรวจสอบภายในเป็นผู้มีส่วนได้เสียโดยตรงต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของคณะกรรมการตรวจสอบ เนื่องจากคณะกรรมการตรวจสอบสามารถช่วยให้อรรถประโยชน์ความรับผิดชอบทางกฎหมายและการจัดการอย่างมืออาชีพ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2542) จากการศึกษางานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการตรวจสอบกับคุณภาพรายงานทางการเงิน เช่นงานวิจัยของ Klein (2002) พบว่า คณะกรรมการตรวจสอบที่มีความเป็นอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับรายการคงค้างเกินปกติ และงานวิจัยของ Bedard et al. (2004); Choi et al. (2004); Dhaliwat et al. (2006) และ Baxter and Cotter (2009) ที่พบว่าจำนวนกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อคุณภาพของกำไร

จากแนวคิด ทฤษฎีและการศึกษาผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต ผู้วิจัยพบว่าสัดส่วนคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้นผู้วิจัยจึงเห็นว่าตัวแปรโครงสร้างกรรมการเป็นตัวแปรที่มีความน่าสนใจในการศึกษาประกอบด้วย 1) สัดส่วนกรรมการบริหาร (Board Executive : BE) 2) สัดส่วนกรรมการอิสระ (Board Independence : BI) 3) สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ (Board Audit)

ค่าตอบแทนกรรมการ (Directors' remuneration) การกำหนดค่าตอบแทนกรรมการบริษัทสามารถอธิบายได้จากหลายแนวคิด (Andreas et al., 2012) แนวคิดหนึ่งที่มีกใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการกำหนดค่าตอบแทนกรรมการและการกำกับดูแลกิจการในงานวิจัยก่อนหน้าอย่างแพร่หลายคือ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งพิจารณาว่ากรรมการบริษัทจัดเป็นกลไกหนึ่ง ในการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างฝ่ายบริหารกับเจ้าของของบริษัท (Kumar and Sivaramakrishnan, 2008) 2016 Capital Market Research Institute, The Stock Exchange of Thailand WP02/2016 ดังนั้นเจ้าของบริษัทซึ่งเป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มสุดท้ายของบริษัทที่มีอำนาจในการต่อรองจะกำหนดโครงสร้างรวมทั้ง ค่าตอบแทนกรรมการบริษัทให้เป็นไปเพื่อประโยชน์ของตนโดยมุ่งเน้นให้ลดต้นทุนของปัญหาตัวแทน จึงกล่าวได้ว่าการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่กรรมการบริษัทเป็นไปเพื่อให้ติดตามและกำกับดูแลการ

ทำงานของผู้บริหาร เพื่อไม่ให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์แก่เจ้าของบริษัทจดทะเบียนเป็นจำนวนมาก มีกระบวนการสร้างความโปร่งใสในเรื่องการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการ ด้านการแต่งตั้งคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนที่มีบุคคลซึ่งมีความเป็นกลางและมีความเป็นอิสระ คือ มีกรรมการอิสระเป็นประธานและเป็นสมาชิกส่วนใหญ่ทำหน้าที่กลั่นกรองและพิจารณารูปแบบ หลักเกณฑ์ และความเหมาะสมของค่าตอบแทน ก่อนที่จะนำเสนอคณะกรรมการพิจารณา เพื่อเสนอผู้ถือหุ้นอนุมัติ เพราะฉะนั้นความเห็นของกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนจึงเป็นสิ่งที่ไม่ควรละเลย ดังนั้นหน้าที่หลักของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนสามารถสรุปได้ดังต่อไปนี้

1. นโยบายและหลักเกณฑ์การกำหนดค่าตอบแทน มีการเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นในอุตสาหกรรมเดียวกันกับบริษัทหรือไม่ มีการพิจารณาการขยายตัวทางธุรกิจหรือการเติบโตของผลกำไรบริษัทประกอบการกำหนดค่าตอบแทนด้วยหรือไม่ บางบริษัทเสนอนโยบายว่า การให้โบนัสแก่คณะกรรมการคิดเป็นกี่เปอร์เซ็นต์ของเงินปันผลที่จ่ายให้ผู้ถือหุ้น และแจกแจงหลักเกณฑ์การจัดสรรโบนัสให้กรรมการแต่ละคนตามภาระหน้าที่

2. รูปแบบหรือองค์ประกอบของค่าตอบแทนกรรมการ ส่วนใหญ่เราจะเห็นข้อมูลค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน เช่น ค่าตอบแทนรายเดือน เบี้ยประชุม โบนัส บางแห่งจ่ายค่าตอบแทนเป็นตัวเงินในรูปแบบค่าตอบแทนรายเดือนควบคู่กับเบี้ยประชุม เพราะมองว่า กรรมการมีหน้าที่ความรับผิดชอบตลอดเวลา ไม่ใช่เพียงเข้ามาประชุมคณะกรรมการ และหากผลการดำเนินงานดีก็มีโบนัสให้ด้วย แต่ผู้ถือหุ้นควรดูด้วยว่าบริษัทจ่ายค่าตอบแทนที่ไม่ใช่ตัวเงินและสิทธิประโยชน์อื่น ๆ ให้แก่กรรมการหรือไม่ เช่น สิทธิในการซื้อหุ้นหรือหลักทรัพย์แปลงสภาพจากโครงการ รถประจำตำแหน่ง สิทธิในการใช้สินค้าหรือบริการของบริษัทฟรี เป็นต้น

3. จำนวนเงินค่าตอบแทนที่เหมาะสม คือ สอดคล้องกับภาระหน้าที่ ผลการปฏิบัติงานของกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัท กรรมการที่ได้รับมอบหมายภาระหน้าที่เพิ่มขึ้น เช่น แต่งตั้งให้เป็นกรรมการชุดย่อย ก็ควรจะได้รับค่าตอบแทนเพิ่มขึ้น บางบริษัทอาจจะแยกเรื่องค่าตอบแทนของคณะกรรมการชุดย่อยออกมาเพื่อให้ผู้ถือหุ้นพิจารณาข้อมูลได้ชัดเจนขึ้น หากสงสัยว่ากรรมการและคณะกรรมการชุดย่อยมีภาระหน้าที่และความรับผิดชอบอะไรบ้างก็สามารถดูได้จากรายงานประจำปี ซึ่งจะมีข้อมูลการปฏิบัติหน้าที่ในปีที่ผ่านมาของคณะกรรมการแต่ละคนว่าเข้าประชุมคณะกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อยมากน้อยเพียงไร

ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) เป็นทฤษฎีที่มีพื้นฐานจากปรัชญาและสังคมศาสตร์ในด้านพฤติกรรมของบุคคลที่ตอบสนองต่อความต้องการของสังคมเป็นหลัก โดยมี

หลักการว่าการบริหารกิจการเป็นหน้าที่ที่จะต้องทำของผู้บริหารหรือตัวแทนของกิจการ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนรวมมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตัว ผู้บริหารหรือตัวแทนของกิจการจึงต้องมีพฤติกรรมที่ตอบสนองต่อผลประโยชน์สูงสุดของเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น เน้นการแก้ปัญหาความขัดแย้ง ใช้ความมีเหตุมีผล มีความยุติธรรม ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) ควรเป็นส่วนประกอบของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) กล่าวคือควรนำทั้งสองทฤษฎีมาผสมผสานกันเพื่อใช้ในการอ้างอิงในการศึกษามากกว่า (Davis et al., 1997) ซึ่งถ้าผู้บริหารที่เป็นเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นแสดงบทบาทผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ในการใช้ทรัพยากรของธุรกิจเป็นอย่างดี ทำให้ทุกฝ่ายเกิดความพึงพอใจจะส่งผลให้ผลประกอบการของธุรกิจสูงขึ้น (Davis et al., 1997) ผลการศึกษาจากผู้วิจัยในอดีตสรุปได้ว่าบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นและโครงสร้างกรรมการตามกลไกของการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยมีกรรมการอิสระเป็นประธานและเป็นสมาชิกส่วนใหญ่จะช่วยทำหน้าที่กลั่นกรองและพิจารณารูปแบบ หลักเกณฑ์ และความเหมาะสมของค่าตอบแทนก่อนที่จะนำเสนอคณะกรรมการพิจารณาและเสนอต่อผู้ถือหุ้นอนุมัติ และยังสรุปได้ว่าบทบาทของประธานบริหารที่ควรรวมตำแหน่งมีผลต่อการกำหนดค่าตอบแทนและผลการดำเนินงานของกิจการ

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เป็นทฤษฎีที่ศึกษาถึงพฤติกรรมที่บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งอาจนำไปสู่การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหุ้นได้ แนวคิดจากทฤษฎีนี้มองว่าโลกแห่งความเป็นจริง ตลาดไม่สมบูรณ์และผู้ลงทุนมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน (Information Asymmetry) การเปลี่ยนแปลงการจ่ายปันผล ถือเป็นเครื่องมือของผู้บริหารที่ใช้เงินปันผลในการส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้นเนื่องจากผู้ถือหุ้นสามารถเห็นการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลทำให้ปรับมุมมองที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรและคาดการณ์อนาคตของบริษัทได้ กล่าวคือ ถ้าบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลผู้ถือหุ้นอาจจะตีความได้ใน 2 มุมมอง คือ บริษัทมีแนวโน้มที่จะทำกำไร หรือบริษัทไม่มีโครงการลงทุนที่น่าสนใจจึงมีเงินสดส่วนเกินและสามารถจ่ายคืนผู้ถือหุ้นได้ และในทางกลับกันถ้าบริษัทประกาศลดการจ่ายเงินปันผล ผู้ถือหุ้นอาจจะมองในแง่ลบว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรในอนาคตลดลง และส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการ (Firm Value) ลดลง สรุปได้ว่า การกำหนดค่าตอบแทนเป็นเรื่องเกี่ยวกับผลประโยชน์ของกรรมการโดยตรง ควรได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นและดำเนินการด้วยความโปร่งใส ควรมีการเปิดเผยนโยบายค่าตอบแทนและจำนวนค่าตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารระดับสูงตามที่ประกาศของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กำหนดในรายงานประจำปี ค่าตอบแทนกรรมการบริษัทควรมีระดับและ

องค์ประกอบค่าตอบแทนควรเพียงพอที่จะจูงใจ สามารถรักษากรรมการที่มีคุณภาพไว้ตามต้องการและหลีกเลี่ยงการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการที่เกินความเหมาะสม (ศิลปพร ศรีจั่นเพชร, 2555)

ทฤษฎีกลไกการยึดติด (Bonding Mechanisms) เป็นกลไกที่เจ้าของหรือตัวการใช้ในการกำหนดเงื่อนไขต่าง ๆ รวมถึงกำหนดนโยบายและแผนการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารหรือตัวแทน เช่น เงินเดือน เบี้ยประชุม โบนัสรายปี และหุ้นหรือหลักทรัพย์แปลงสภาพ (Healy & Wahlen, 1999)

เนื่องจากรูปแบบการจ่ายค่าตอบแทนที่แตกต่างกันย่อมสร้างแรงจูงใจที่แตกต่างกันด้วย บริษัทที่มีความซับซ้อนในการดำเนินงานสูงหรือมีความเสี่ยงในการดำเนินงานสูง บริษัทจะต้องการทักษะ ประสบการณ์ เวลาจากกรรมการและ ผู้บริหารที่สูงขึ้น (Brick et al., 2006) ดังนั้น บริษัทที่กรรมการและผู้บริหารต้องเผชิญกับความซับซ้อนทำให้มีความยากในการติดตามมากกว่า ซึ่งได้แก่ บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูง (หรือโอกาสการลงทุนสูง) บริษัทที่มีขนาดใหญ่ หรือบริษัทที่มีระดับหนี้สินสูง เป็นต้น รูปแบบการจ่ายค่าตอบแทนที่กำหนดควรจะสร้างแรงจูงใจให้กรรมการบริษัทและผู้บริหารทุ่มเททักษะความสามารถและเวลาในการกำกับดูแล และบริหารจัดการบริษัทเพื่อให้สอดคล้องกับ มูลค่าเพิ่มที่จะสามารถสร้างได้จากบทบาทของตน และสร้างแรงจูงใจให้กรรมการและผู้บริหารตัดสินใจสอดคล้องกับ ผลตอบแทนของเจ้าของ (Duong and Evans, 2015; Prendergast, 2000 and 2002) นั่นคือจะจ่ายในรูปแบบที่อิงกับหุ้นสามัญ (Equity Based Compensation) หรือจ่ายในรูปแบบที่แปรผันตามผลการดำเนินงานหรือมูลค่าเพิ่มของบริษัทเพื่อ สร้างแรงจูงใจในการปฏิบัติหน้าที่ เช่น บำเหน็จหรือโบนัส Smith and Watts (1992) พบว่า บริษัทที่ต้องการเจริญเติบโตมีความจำเป็นที่ต้องดึงดูดผู้บริหารที่มีคุณภาพ และมีแนวโน้มของการจ่ายค่าตอบแทน เงินชดเชย เช่น ค่าเบี้ยประกันภัยสำหรับผู้บริหารที่สูงขึ้น Kato & Long (2005) ศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัท ความมีประสิทธิภาพขององค์กร และความสามารถในการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทในประเทศจีน กรณีศึกษาบริษัทที่มีรายชื่อในตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้และเซินเจิ้น: ศึกษาเกี่ยวกับค่าตอบแทนของผู้บริหารที่เกี่ยวข้องกับประสิทธิภาพการทำงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และบริษัทในประเทศจีน โดยใช้ข้อมูลทางการเงินและการบัญชีที่ครอบคลุมในเงินของบริษัทที่จดทะเบียนจากปี 1998 ถึงปี 2002 โดยพิจารณาข้อมูลจากการจ่ายค่าตอบแทนคณะกรรมการ โครงสร้างองค์กร และลักษณะเฉพาะของคณะกรรมการ ซึ่งพบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติและมีความยืดหยุ่นของการชดเชยเงินรายปี (เงินเดือนและโบนัส) สำหรับผู้บริหารระดับสูง นอกจากนี้อัตราการเติบโตของยอดขายแสดงถึงความเชื่อมโยงกับค่าตอบแทนของผู้บริหารนอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่แสดงให้เห็นถึงรูปแบบของค่าตอบแทนที่บริษัทจ่ายให้กับผู้บริหารมีดังนี้ Shrieves et al. (2002) และ Bergstresser et al. (2006) ต่างก็

พบว่า การให้สิทธิซื้อหุ้น (Stock Option) เป็นค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารนั้นมีความสัมพันธ์กับระดับการตกแต่งกำไรที่สูงขึ้นจริง Goldman and Slezak (2006) เสนอว่าการเชื่อมโยงค่าตอบแทนของผู้บริหารเข้ากับราคาหุ้นของบริษัทจะยิ่ง เป็นการเพิ่มแรงจูงใจให้กับ CEO ที่จะตกแต่งข้อมูลทางบัญชีเพื่อให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น ในขณะที่ Shuto (2007) ศึกษาค่าตอบแทนของผู้บริหารในประเทศญี่ปุ่นและทางเลือกในการจัดการกำไรของผู้บริหาร โดยรูปแบบของค่าตอบแทนที่ใช้ในการศึกษาคือเงินเดือนรวมโบนัส ผลการศึกษาพบว่า ค่าตอบแทน ผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการกำไรด้วยรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลพินิจ Ferri (2009) ศึกษาผลกระทบการออกเสียงลงคะแนนของผู้ถือหุ้นต่อการจ่ายค่าตอบแทนของ CEO พบว่า ตัวแปรค่าตอบแทนที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย ค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน (ผลรวมของเงินเดือนและเงินโบนัสรายปี) และค่าตอบแทนโดยตรง (เงินบำนาญ มูลค่าของหุ้น และมูลค่าของเงินรางวัล และผลประโยชน์อื่น ๆ) Balsam (2013) ศึกษาผลกระทบของนโยบาย Say – on – Pay ที่มีต่อการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ได้กำหนดตัวแปรเกี่ยวกับค่าตอบแทนผู้บริหารไว้ ประกอบด้วย เงินเดือน โบนัส การชดเชยค่าตอบแทน ค่าตอบแทนรวม (สิทธิประโยชน์อื่น ๆ หุ้น บำนาญ และค่าตอบแทนอื่น ๆ) โดยการศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างบริษัท ExecuComp จำนวน 981 บริษัท เก็บรวบรวมข้อมูลหลังจากการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี พบว่า ตัวแปรค่าตอบแทนที่ใช้ในการศึกษาคำนวณได้จาก ค่าตอบแทน = เงินเดือนของผู้บริหาร (เงินเดือนของผู้บริหารที่รายงานใน ExecuComp) + เงินโบนัส (โบนัสของผู้บริหารที่รายงานไว้ใน ExecuComp) + การชดเชยค่าตอบแทน (เงินเดือน + โบนัส) + ค่าตอบแทนรวม (ค่าตอบแทนรวมของผู้บริหารตามรายงานใน ExecuComp รวมถึงเงินเดือน โบนัส สิทธิประโยชน์อื่น ๆ หุ้น บำนาญ และค่าตอบแทนอื่น ๆ) Correa and Lel (2014) พบว่า การจ่ายค่าตอบแทนสำหรับผู้บริหาร ประกอบด้วย เงินเดือน ค่าตอบแทนประจำปี และจำนวนหุ้น Kronlund (2014) ศึกษาการตรวจสอบผู้ถือหุ้นต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร: หลักฐานจากการจ่ายค่าตอบแทน Say – on – Pay โดยการศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,669 บริษัท เก็บรวบรวมข้อมูลหลังจากการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปีที่เกิดขึ้นหลังวันที่ 2 มกราคม 2556 พบว่า ในการศึกษาครั้งนี้ได้กำหนดตัวแปรค่าตอบแทน CEO ประกอบด้วย เงินเดือน โบนัส รางวัลหุ้น รางวัลพิเศษ สิ่งจูงใจที่ไม่มีเงื่อนไข และค่าชดเชยอื่น ๆ Conyon (2015) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการออกเสียงลงคะแนนของผู้ถือหุ้นกับการจ่ายค่าตอบแทนของ CEO พบว่า ตัวแปรค่าตอบแทน CEO ที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย เงินเดือน โบนัส หุ้น จากการศึกษางานวิจัยข้างต้น พบว่า การจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร จะประกอบไปด้วยตัวแปรดังนี้ เงินเดือน (CEO PAY) เงินชดเชย (CEO Abnormal Pay) รางวัลหุ้น (CEO Stock Awards) และ CEO Option Awards. ดังนั้นจากการศึกษาแนวคิดและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตสามารถสรุปได้ว่า ตัวแปร

ค่าตอบแทนกรรมการเป็นตัวแปรที่มีความน่าสนใจในการศึกษาซึ่งประกอบด้วยการกำหนดค่าตอบแทนได้ 4 แบบ ได้แก่ 1) เงินเดือนรายเดือน 2) โบนัสรายปี 3) เบี้ยประชุม และ 4) ผลประโยชน์อื่น หุ้นหรือหลักทรัพย์

2.1.2.2 กลไกการกำกับดูแลกิจการจากภายนอก (External Corporate Governance) กล่าวถึงประเด็นที่เกี่ยวข้องจากการจัดหาเงินทุนของบริษัทซึ่งได้มาจากแหล่งเงินทุนที่ได้จากเจ้าหนี้ (Debt holders) และแหล่งเงินทุนที่ได้จากเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น (Shareholder) ซึ่งจะเกี่ยวข้องกับเรื่องการปกป้องสิทธิจากการลงทุนจากเจ้าหนี้และจากเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น (Gillan, 2006) การกำกับดูแลกิจการเป็นแนวคิดที่เกิดขึ้นจากทฤษฎีของหน่วยงานเพื่อประสานระหว่างเจ้าของและความสนใจของผู้บริหารความสำเร็จของผลการดำเนินงานขององค์กรขึ้นอยู่กับประสิทธิภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการทั้งภายในและภายนอก Dharmastuti & Wahyudi (2013) ได้ศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานขององค์กร ความสามารถในการทำกำไรและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทผลการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการภายนอกที่วัดจากการดำรงอยู่ของการเป็นเจ้าของสถาบันและผู้ถือตราสารหนี้มีประสิทธิภาพสูงกว่าการกำกับดูแลกิจการภายในซึ่งวัดจากอัตราส่วนของผู้ตรวจสอบอิสระต่อผลการดำเนินงานขององค์กร Jensen and Meckling (1976) ได้อธิบายถึงความเป็นเจ้าของตามโครงสร้างความเป็นเจ้าของ การกำกับดูแลกิจการที่อาจทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency problem) เนื่องจากการแยกความเป็นเจ้าของและการควบคุมโครงสร้างความเป็นเจ้าของไม่เพียงแต่เชื่อมโยงกับต้นทุนตัวแทน (Cost Agency) เจ้าหนี้และส่วนของผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ยังรวมถึงปัจจัยการกระจายหุ้นที่เกี่ยวข้องกับคะแนนเสียงและความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นและ Demsetz and Lehn (1985) ได้กล่าวถึงอำนาจทั่วไปบางอย่างที่อาจมีผลต่อโครงสร้างความเป็นเจ้าของคือ ขนาดของบริษัท การควบคุมศักยภาพและระบบการควบคุมที่มีศักยภาพจากผลลัพธ์ขององค์กร นักลงทุนโดยทั่วไปแบ่งออกเป็นสองประเภทคือ บุคคลและนักลงทุนสถาบันความเป็นเจ้าของมีบทบาทสำคัญมากในการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งความสัมพันธ์กับความสามารถในการตรวจสอบการได้รับข้อมูลและผลกระทบที่มีต่อนโยบายและผลการปฏิบัติงานของบริษัท จากการศึกษาในอดีตมีบางการศึกษาเชิงประจักษ์ที่ดำเนินการเกี่ยวกับความสามารถในการติดตามความเป็นเจ้าของสถาบัน ได้แก่ Cornett et al. (2007); Guo and Ni (2008); Elyasiani and Jia (2010) ได้ชี้ให้เห็นว่าสถาบันนักลงทุนอาจแตกต่างจากบุคคลในแง่ของจำนวนหุ้นและความเชี่ยวชาญของผู้ลงทุนในการรับรู้ข้อมูลและการตรวจสอบการบริหารจัดการ บทบาทของความเป็นเจ้าของบริษัทในการกำหนดนโยบายเชิงกลยุทธ์ขององค์กรวิเคราะห์โดย Denis et al. (1999); Tihanyi et

al. (2003) ที่ระบุว่า การตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ขององค์กร ไม่มีความสัมพันธ์กับการกระจายความเสี่ยงความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้จัดการ (ตัวแทน) และผู้ถือหุ้น

ผู้ถือหุ้น (Shareholder) เป็นผู้ที่นำเงินมาลงทุนในบริษัท มีสิทธิในความเป็นเจ้าของบริษัท โดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตน และมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท รวมถึงผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและที่ไม่เป็นผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่และผู้ถือหุ้นส่วนย่อย รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติที่ได้รับการปฏิบัติจากบริษัทที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นมีสิทธิจากความเป็นผู้ถือหุ้น ตามกลไกการกำกับดูแลกิจการ ได้ระบุนอกจากนี้ มีนักวิจัยรวมถึงงานวิจัยหลายเรื่อง ที่สนับสนุนความสำคัญของการศึกษาเกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้น ในระบบการกำกับดูแลกิจการไว้หลากหลาย อาทิเช่น Nestor and Jesover (2000) ศึกษาหลักการเบื้องต้นของ OECD ในการกำกับดูแลกิจการที่ดีเกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้นและการปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นของธนาคารในประเทศรัสเซีย พบว่า หลักการเบื้องต้นที่ OECD กำหนดไว้เกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้นที่สำคัญคือ สิทธิในการเข้าร่วมประชุมอย่างเป็นทางการและออกเสียงลงคะแนน เป็นการให้สิทธิของผู้ถือหุ้นในการลงคะแนนด้วยตนเองหรือผ่านตัวแทนที่ได้รับมอบฉันทะ โดยได้รับข้อมูลเกี่ยวกับวันเวลาสถานที่ที่ใช้ในการจัดประชุม และวาระการประชุมอย่างชัดเจนเพียงพอ Milton and Todd (2001) ได้ทำการศึกษาถึงผลตอบแทนที่กิจการได้รับจากการเป็นบริษัทมหาชนในภาวะวิกฤติการณ์ทางการเงิน โดยค้นพบว่ากิจการที่มีผู้ถือหุ้นภายนอกเข้ามามีส่วนร่วมอย่างเข้มข้นในการควบคุมกิจการนั้นจะมีมูลค่าของกิจการสูงตามด้วย Porta et al. (2002) ซึ่งได้ศึกษาถึงความสำคัญและความจำเป็นที่จะต้องมีการคุ้มครองนักลงทุนภายนอกและผู้ถือหุ้นรายย่อยรวมถึงผลกระทบที่มีต่อมูลค่าของกิจการจากการคุ้มครองดังกล่าว ซึ่ง Porta et al. (2002) พบว่า การให้การคุ้มครองนักลงทุนภายนอกและนักลงทุนรายย่อยจากการเอาเปรียบโดยนักลงทุนภายในหรือผู้ถือหุ้นเสียงข้างมากจะช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการในตลาดได้ Gompers et al. (2003) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับผลจากการนำหลักบรรษัทภิบาลไปใช้ต่อการเพิ่มมูลค่าขององค์กร โดยการศึกษาแสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีสิทธิของผู้ถือหุ้น (Shareholder Rights) สูงกว่าจะมีมูลค่าผลตอบแทนดีกว่ากิจการที่สิทธิของผู้ถือหุ้นต่ำกว่า Circi (2005) ซึ่งได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบที่เกิดจาก Sarbanes and Oxley act ในปี 2002 ซึ่งเป็นกฎหมายที่เกี่ยวกับการควบคุมและปกป้องนักลงทุนในแคนาดา พบว่า ภายหลังจากกฎหมายฉบับนี้มีการบังคับใช้ได้ทำให้ความมีบรรษัทภิบาลของกิจการธุรกิจในประเทศแคนาดาเพิ่มสูงขึ้น และยังมีผลทำให้ค่าตลาดของกิจการเพิ่มสูงตามไปด้วย Javid and Iqbal (2005) แสดงให้เห็นว่าความเป็นเจ้าของและลักษณะการถือหุ้น เป็นปัจจัยหลักที่มีผลในเชิงบวกต่อศักยภาพและมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อพิจารณาในตัวแปรย่อย พบว่า กิจการที่มี ownership

dominant block holder จะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่าขององค์กร นั่นคือ กิจการที่ดีนั้นไม่ควรให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เข้ามาใช้อำนาจบังคับหรือเอาเปรียบผู้ลงทุนรายย่อย อันจะทำลายความสำเร็จในการสร้างบริษัทภิบาลและลดมูลค่าของกิจการ นอกจากนี้ในรายงานได้ชี้ให้เห็นว่าสิทธิของเจ้าของและผู้ถือหุ้นเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อมูลค่าขององค์กร รวมถึงสิทธิในการควบคุมและการได้รับประโยชน์เป็นต้น Klein (2005) พบว่า การมีแนวปฏิบัติเกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้นที่ชัดเจนจะโน้มนำให้กิจการมีผลประกอบการดีขึ้นด้วย Klapper and Love (2006) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการบังคับใช้กฎหมายคุ้มครองนักลงทุนในประเทศต่าง ๆ รวมถึงบทบัญญัติที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการธุรกิจ เช่น สิทธิของผู้ถือหุ้น บทบาทของคณะกรรมการบริหารที่มีผลต่อศักยภาพในการปฏิบัติงานและคุณค่าขององค์กร ได้อธิบายถึงมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในทางกฎหมายว่าเป็นสิ่งสำคัญที่จะทำให้เกิดบริษัทภิบาลกระจายไปทั่วโลก นอกจากนี้ยังค้นพบว่า ประเทศที่มีบทบังคับในการปกป้องผู้ถือหุ้นที่ด้อยประสิทธิภาพจะมีอำนาจในทางธุรกิจและมูลค่าขององค์กรต่ำกว่าประเทศที่มีกฎหมายเข้มแข็ง OECD (2004), Cheung et al. (2010) และ Connelly et al. (2012) ได้สรุปถึงสิทธิของผู้ถือหุ้นสามารถวัดได้จาก 1) นโยบายการจ่ายเงินปันผล และ 2) การเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้นในการประชุมสามัญผู้ถือหุ้น Knyazen (2012) กล่าวว่า การปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นอย่างเข้มแข็งมีความเกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของบริษัท Cheung et al. (2010) และ Connelly et al. (2012) ได้กล่าวถึงตัวชี้วัดสิทธิของผู้ถือหุ้นจากสองมุมมอง คือ การเปิดเผยข้อมูลผู้ถือหุ้นและการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นในการประชุมสามัญประจำปี ประการแรกเพื่อประเมินสิทธิของผู้ถือหุ้นเวลาที่ใช้ในการแจ้งเพื่อเรียกประชุมผู้ถือหุ้นของกรรมการผู้สอบบัญชี นโยบายการจ่ายเงินปันผลและคำชี้แจงเกี่ยวกับการจ่ายเงิน วิธีการลงคะแนนเสียง และระบบการนับคะแนนเสียงก่อนวันประชุมสามัญผู้ถือหุ้น ประการที่สองผู้ถือหุ้นได้มีส่วนร่วมในการเข้าร่วมประชุมสามัญผู้ถือหุ้น Smith (2015) ได้สนับสนุนความสำคัญของสิทธิของผู้ถือหุ้น โดยพบว่า การให้ความเห็นของผู้ถือหุ้นในการอนุมัติงบประมาณสำหรับโครงการที่มีความเสี่ยงสูงของบริษัท และการทำสัญญาเงินกู้ยืมที่เหมาะสมสามารถทำผลประโยชน์ให้กับบริษัทสูงสุด Bigioi and Dumitru (2016) ได้ศึกษาวิจัยเกี่ยวกับหลักการเบื้องต้นของการกำกับดูแลกิจการในเรื่องของสิทธิของผู้ถือหุ้นตามมิติด้านกฎหมาย ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า สิทธิของผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้รับการดูแลให้เป็นไปตามหลักของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบด้วย 1) สิทธิในทรัพย์สิน สิทธิของการซื้อขาย หรือโอนหุ้น สิทธิของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย 2) สิทธิในการเข้าร่วมการประชุมสามัญของผู้ถือหุ้นและการลงคะแนนเสียง 3) สิทธิในการได้รับแจ้งข้อมูลข่าวสาร และ 4) สิทธิในการถูกเสนอชื่อเพื่อรับเลือกตั้งเป็นคณะกรรมการบริษัท Ducassy and Guyot (2017) ได้ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของความซับซ้อนของโครงสร้างของผู้ถือหุ้น การกำกับดูแล

กิจการ และผลการดำเนินงานของกิจการของบริษัทในประเทศฝรั่งเศส พบว่า ผู้ถือหุ้นใช้การติดตามผลการดำเนินงานของคณะกรรมการบริหารบริษัทเพื่อที่จะให้มีอำนาจต่อรองเพิ่มเติม นอกจากนี้ยังพบว่าความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นจะช่วยลดความขัดแย้งภายในบริษัท ระดับความมีบทบาทของผู้ถือหุ้นจะมีความสำคัญมากขึ้นเมื่อมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับกลไกการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ยังขึ้นอยู่กับลักษณะของผู้ถือหุ้น และความซับซ้อนของโครงสร้างของผู้ถือหุ้น Tran et al. (2017) ได้ศึกษาวิจัยเกี่ยวกับนโยบายการจัดสรรเงินปันผล ทัศนคติของผู้ถือหุ้นและสิทธิของเจ้าหนี้ภายใต้ผลกระทบของวิกฤตการณ์ทางการเงินของโลกสรุปได้ว่าการใช้สิทธิของผู้ถือหุ้นเพื่อลงคะแนนเสียงส่วนใหญ่เพื่อพิจารณาต่อต้านผู้บริหารที่จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทสรุปผลการวิจัยส่วนใหญ่เป็นหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นและการใช้สิทธิของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทโดยผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ใช้สิทธิเพื่อการลงคะแนนเสียงเป็นสำคัญ

โครงสร้างผู้ถือหุ้น หมายถึง สัดส่วนของผู้ถือหุ้นในธุรกิจหรือเจ้าของกิจการที่ถูกต้องตามกฎหมาย จากการที่ผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการมีความแตกต่างกันจึงจำเป็นต้องมีตัวแทนในการบริหารงานตามนโยบายเพื่อผลประโยชน์จึงเกิดปัญหาระหว่างตัวแทนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่มีความแตกต่างกันมีกลไกในการแก้ปัญหาแตกต่างกัน Fama (1980) และ Fama and Jensen (1983) กล่าวว่าคณะกรรมการเป็นกลไกการควบคุมที่อยู่ภายในกิจการที่มีความสำคัญในการติดตามและกำกับดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหาร ทฤษฎี Entrenchment Effect Theory ได้อธิบายถึงสาเหตุของปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ว่าปัญหาที่เกิดขึ้นนั้นไม่ได้เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้น (ตัวการ) และผู้บริหาร (ตัวแทน) แต่เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม (Controlling Shareholder) กับผู้บริหารที่เกิดจากผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุมที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว Morck et al. (1988) ได้กล่าวกับผู้ถือหุ้นภายในมีสัดส่วนการถือหุ้นของกิจการสูงผู้บริหารนั้นย่อมมีอำนาจในการใช้สิทธิออกเสียงเพื่อผลประโยชน์ต่อการจ่ายค่าตอบแทนและการให้สิทธิประโยชน์ต่อผู้บริหารของตนเองเพิ่มสูงขึ้นอย่างไม่เหมาะสมอันส่งผลกระทบต่อการใช้สิทธิออกเสียงของผู้มีส่วนได้เสียรายอื่น โดยที่ Fan and Wong (2002) ได้อธิบายถึงทฤษฎี Alignment Effect Theory ว่าความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุม โดยมองว่าการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมบริษัทอยู่แล้วนั้นจะไม่เอาเปรียบต่อผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุมเนื่องด้วยผู้บริหารอาจมองว่าสิทธิในการออกเสียงจะไม่เปลี่ยนแปลงมากนักแต่ยังมีอำนาจควบคุมกิจการอยู่เหมือนเดิมและหากผู้บริหารยังคงหาประโยชน์ส่วนตนอาจมีต้นทุนสูงกว่าประโยชน์ที่จะได้รับจากการฉวยโอกาส Morck et al. (1988) ได้อธิบายว่าหากผู้บริหารถือหุ้นมากขึ้นและบริหารเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัทจะส่งผลให้มูลค่าทางการตลาด

(มูลค่าหุ้น) ของบริษัทเพิ่มมากขึ้นไปด้วยและ Fan and Wong (2002) ยังได้อธิบายถึงอำนาจการควบคุมบริษัททำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถกำหนดเกี่ยวกับการจ่ายปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้จากอำนาจควบคุมที่มีอยู่ซึ่งอาจจะเมคสิทธิผู้ถือหุ้นส่วนน้อยได้ Klien (2002) พบว่า คณะกรรมการตรวจสอบมีหน้าที่สอบทานรายงานทางการเงินที่ผู้บริหารจัดทำขึ้นเพื่อให้รายงานทางการเงินมีความถูกต้องและเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วนแก่ผู้ที่เกี่ยวข้องเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน Djankov et al. (2008) ได้กล่าวถึงโครงสร้างการถือหุ้นเป็นองค์ประกอบที่มีความสำคัญต่อการปกป้องสิทธิของผู้ลงทุนได้ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดโครงสร้างผู้ถือหุ้นไว้ดังนี้ (1) การถือหุ้นใหญ่ (2) การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (3) การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (4) การถือหุ้นอื่น โดยสอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศไทย อรณี ยศบุตร (2553) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น ลักษณะของบริษัท และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีต่อแนวปฏิบัติในการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นประกอบด้วย การกระจุกตัวของการถือหุ้น การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน การถือหุ้นของต่างชาติ การถือหุ้นของรัฐบาล การถือหุ้นของครอบครัว และการมีความสัมพันธ์ทางการเมือง กล่าวคือ บริษัทที่มีสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน รัฐบาล หรือครอบครัวถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงจะมีแนวปฏิบัติการกำกับดูแลกิจการที่แข็งแกร่ง การศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยให้ความสำคัญกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบสัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่โดยสัดส่วนของการเป็นเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นในธุรกิจที่ตนเองเข้าไปลงทุนถูกต้องตามกฎหมายหากมีการถือหุ้นเท่ากับหรือมากกว่าร้อยละ 50 ถือว่าจัดอยู่ในกลุ่มของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและหากการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 50 ถือว่าจัดอยู่ในกลุ่มของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว (Singhvi and Desai, 1971; Meek et al., 1995; Camfferman and Cook, 2002; Alsaeed, 2006; Nazli, 2007; Adelopo, 2010 and Magali et al., 2013) ในการศึกษาครั้งนี้ กล่าวถึง การถือหุ้นของกลุ่มผู้ถือหุ้นรายหลักมีความสัมพันธ์ระหว่างการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร ของคณะกรรมการบริหารบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัทมีส่วนทำให้ค่าตอบแทนสำหรับคณะกรรมการบริหารบริษัทเปลี่ยนแปลงเป็นอย่างมาก (Wang and Xiao, 2011) จากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและผลงานการวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องสามารถสรุปได้ว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลการดำเนินงานของกิจการ มีผลกระทบความแตกต่างระหว่างผู้ถือหุ้นและขนาดของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หมายถึง บุคคลที่ถือหุ้นหรือผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนเกินกว่าร้อยละ 10 ของจำนวนที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนนับรวมถึงหุ้นที่ถือครองโดยผู้ที่

เกี่ยวข้องกับไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561) การศึกษาครั้งนี้กล่าวถึง สัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และมีสิทธิออกเสียงที่มีสาระสำคัญหรือผู้มีอำนาจควบคุมบริษัท ซึ่งเป็นผู้มีอำนาจควบคุมกิจการและมีบทบาทสำคัญในการบริหารและกำหนดนโยบายของบริษัท โดยสัดส่วนการถือหุ้นแบบนี้จึงมีลักษณะที่รวมกันระหว่างความเป็นเจ้าของและอำนาจการควบคุมกิจการซึ่งเป็นกลุ่มครอบครัวที่มีนามสกุลเดียวกันเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่

สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว หมายถึง บริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีผู้บริหารหลักของบริษัทนั้นเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่เท่ากับหรือเกินกว่า 50% การศึกษาของ Schooly & Barney (1994) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลเป็นไปในทิศทางเดียวกัน นอกจากนี้ผู้บริหารมองว่าการจ่ายเงินปันผลยังเป็นการรักษาความมั่นคง และความปลอดภัยในตำแหน่งหน้าที่การงานและเป้าหมายหรือผลประโยชน์ที่ตนเองต้องการรวมถึงปัญหาการถูกตรวจสอบจากบุคคลภายนอกตามกฎหมาย Denis, (2001); Gillan, (2006) พบว่า อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมากขึ้นทำให้ผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินปันผลทั้งในรูปแบบเงินปันผลเป็นเงินสด และราคาหุ้นที่สูงขึ้น สอดคล้องกับ Brigham & Houston (2001) ได้ศึกษาทฤษฎี Information Signal ที่ว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารให้ทราบว่าบริษัทจะมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้นในอนาคตที่จะทำให้ราคาหุ้นสูงตามไปด้วย ในขณะที่ Hu & Kumar (2004) ได้อ้างถึงทฤษฎี Alignment Effect โดยพบว่า เมื่อผู้ถือหุ้นมอบหุ้นให้กับผู้บริหารเพื่อจูงใจให้ผู้บริหารทำงานเพื่อบริษัท โดยมีเป้าหมายในการทำงานเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้น กล่าวคือ ปริมาณการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นตัวบ่งชี้ถึงความมีอำนาจในการกำหนดผลตอบแทนของผู้บริหาร สอดคล้องกับ Hu & Kumar (2004); Jo & Pan (2009); Florackisa et al. (2015) ได้อธิบายถึงทฤษฎี Entrenchment Effect กล่าวคือ ผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร อำนาจผู้บริหารและอัตราผลตอบแทนเงินปันผลเป็นไปในทิศทางเดียวกัน โดยพบว่า เมื่ออำนาจผู้บริหารมากจะมีการจ่ายเงินปันผลมาก หากผู้บริหารมีอำนาจน้อยจะมีการจ่ายเงินปันผลน้อย ซึ่งในขณะที่ Tee et al. (2018) การถือหุ้นของผู้บริหารจะทำให้มีแรงจูงใจ (Motivation) ในการทำงานสูงกว่าบริษัทที่ผู้บริหารรับเพียงเงินเดือนอย่างเดียว Cho and Sang (2017) แรงจูงใจของ CEO ในการปกป้องความสำเร็จในระยะสั้นส่งผลต่อนวัตกรรมของบริษัท

สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน (Institutional Ownership : IO) หมายถึง บริษัทที่มีนักลงทุนที่เป็นนิติบุคคลอยู่ในรูปแบบทางกฎหมาย แต่จะไม่ได้เป็นตัวบุคคล Pound, (1988) ได้กล่าวว่า สัดส่วนการถือหุ้นนักลงทุนสถาบันจะมีความเป็นมืออาชีพมากกว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลทั่วไปจะมีประสิทธิผลมากกว่านักลงทุนเหล่านั้นมีการชักชวนให้ผู้ถือหุ้นออกเสียงให้ (Lobby) Celik & Isaksson (2014) กล่าว

ว่า นักลงทุนสถาบันเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่หรือกลุ่มบริษัทในเครือทำหน้าที่อิสระ พฤติกรรมการถือครองหุ้นของกองทุนรวมที่แตกต่างกันส่งผลให้ผลตอบแทนของกองทุนและการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นแตกต่างกัน (Ratanabancheun and Saengchore, 2018)

สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ หมายถึง สัดส่วนการถือหุ้นของชาวต่างชาติที่เป็นบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลที่ไม่ได้ใช้สัญชาติไทยเข้าไปถือหุ้นของบริษัท การถือหุ้นต่างชาติช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายอื่น (Singhvi and Desai, 1971; Alsaed, 2006; Bamea and Rubin, 2010; Chan et al., 2013)

จากแนวคิด ทฤษฎีและการศึกษาผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต ผู้วิจัยพบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้นผู้วิจัยจึงเห็นว่าตัวแปร โครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรที่มีความน่าสนใจในการศึกษาประกอบด้วย 1) สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 2) สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว 3) สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน 4) สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ

ผู้สอบบัญชี (Auditor) หมายถึง ผู้ที่มีหน้าที่ตรวจสอบบัญชีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการตรวจสอบความถูกต้อง ความเชื่อได้ ของรายงานทางการเงิน ปัจจุบันผู้สอบบัญชีแบ่งเป็น 2 ประเภท คือ 1) ผู้สอบบัญชีภาษีอากรซึ่งสามารถสอบบัญชีห้างหุ้นส่วนสามัญนิติบุคคลและห้างหุ้นส่วนจำกัดที่มีทรัพย์สินและรายได้ในงวดที่สอบนั้นไม่เกิน 30 ล้านบาท ทุนจดทะเบียนไม่เกิน 5 ล้านบาท 2) ผู้สอบบัญชีรับอนุญาตซึ่งสามารถสอบบัญชีบริษัทจำกัดและกิจการห้างหุ้นส่วนที่ผู้สอบบัญชีภาษีอากรไม่สามารถสอบได้ ส่วนการสอบบัญชีของบริษัทมหาชนจะต้องมีคุณสมบัติตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ได้ออกประกาศเกี่ยวกับการให้ความเห็นชอบผู้สอบไว้

การสอบบัญชี หมายถึง การตรวจสอบสมุดบัญชี เอกสารประกอบการลงบัญชี และหลักฐานอื่น ๆ โดยผู้ประกอบวิชาชีพสอบบัญชีปฏิบัติงานตามแนวทางที่สภาวิชาชีพกำหนดเป็นมาตรฐานไว้เพื่อสามารถวินิจฉัยและแสดงความเห็นได้ว่างบการเงินที่จัดทำขึ้นขัดกับข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญและเป็นไปตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปเพียงใด ผู้สอบบัญชีเพียงแค่แสดงความเห็นต่องบการเงินเท่านั้น ประกอบด้วย การแสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไข การแสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไข การแสดงความเห็นงบการเงินไม่ถูกต้อง และการไม่แสดงความเห็น (สภาวิชาชีพบัญชี, 2555)

ความเป็นอิสระของผู้สอบบัญชี หมายถึง การปฏิบัติหน้าที่โดยปราศจากอิทธิพลของบุคคลอื่นที่ทำให้เกิดความสงสัยในความเป็นกลางหรือความเที่ยงธรรมของผู้ประกอบวิชาชีพบัญชี คือ ต้องใช้ดุลยพินิจและปฏิบัติงานอย่างเป็นอิสระภายใต้กรอบวิชาชีพบัญชี และต้องไม่ปฏิบัติงานที่ตนขาดความ

เป็นอิสระภายใต้กรอบวิชาชีพบัญชี ความเป็นอิสระของผู้สอบบัญชีมีอิทธิพลต่อการตรวจสอบนอกจากปัจจัยด้าน ขนาดของกิจการ ระดับการแข่งขันในการให้บริการตรวจสอบ รวมถึงการดำรงอยู่ของบริษัท ผู้สอบบัญชีเป็นต้น โดยบริษัทลูกค้าที่กำหนดขนาดของค่าสอบบัญชีจากการให้บริการที่ปรึกษาด้านการบริหารงานนอกเหนือจากการบริการสอบบัญชีและการดำรงอยู่ของคณะกรรมการตรวจสอบ (Adeyemi, 2011)

ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี (Audit Fees) หมายถึง ราคาค่าตรวจสอบบัญชีที่เหมาะสมสำหรับการปฏิบัติงานทางวิชาชีพและผู้ใช้บริการสอบบัญชี ตามที่ Che-Ahmad and Houghton (1996) พบว่าขนาดของกิจการ ความซับซ้อนและระดับความเสี่ยงของกิจการลูกค้ามีอิทธิพลต่อราคาค่าตรวจสอบบัญชีอย่างมีสาระสำคัญ ในส่วนของ Niemi (2004) กล่าวว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีและค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวก ซึ่งแสดงให้เห็นถึงค่าธรรมเนียมในการตรวจสอบบัญชีจะผันแปรตามคุณลักษณะของสำนักงานบัญชีและคุณลักษณะของลูกค้า Belle et al. (2008) ได้สรุปไว้ว่า ลูกค้ามีความเสี่ยงเป็นปกติโดยได้รับมอบหมายถึงความพยายามมากขึ้นแล้วนั้น ส่งผลต่อค่าสอบที่สูงขึ้นด้วยกล่าวคือการกำหนดราคาค่าสอบในภายหลังและการเกิดความเสี่ยงของแนวทางการวางแผนการตรวจสอบมีความสำคัญกับราคาผู้สอบที่สูงขึ้น ดังนั้นมุมมองของ Stanley (2011) คาดว่าค่าธรรมเนียมการตรวจสอบจะเป็นสัญญาณของผลการดำเนินงานในปัจจุบันและอนาคต ซึ่งในขณะที่ Moutinho et al. (2012) ได้ตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงประจักษ์และเชิงทฤษฎีระหว่างค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีและผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีความสำคัญเป็นลบระหว่างการจ่ายเงินให้กับผู้สอบบัญชีและการพิจารณาตอบแทนจากการคาดหวังว่ามูลค่ากิจการจะสูงขึ้น ในมุมมองของ Martinez and Moraes (2014) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมกับผู้สอบบัญชีและประสิทธิภาพของบริษัทจดทะเบียนในบราซิลพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างเข้มแข็งระหว่างค่าสอบบัญชีกับมูลค่ากิจการ

ขนาดกิจการ (Firm Size) หมายถึง ความสัมพันธ์ของปริมาณงานตรวจสอบที่จะต้องปฏิบัติเพื่อรวบรวมหลักฐานให้เพียงพอต่อการแสดงความเห็นของผู้สอบบัญชี ปริมาณการทดสอบรายการบัญชีและยอดคงเหลือของกิจการที่ตรวจสอบรวมทั้งปริมาณของกระดาษทำการที่ใช้ในการรวบรวมหลักฐาน ค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่เพิ่มขึ้นและระยะเวลาของการปฏิบัติงานตรวจสอบของผู้สอบบัญชี ดังนั้นปัจจัยเหล่านี้จะมีผลต่อค่าธรรมเนียมการตรวจสอบที่จะเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน Che-Ahmad and Houghton (1996) ได้ศึกษาและพบความสัมพันธ์อย่างมีสาระสำคัญระหว่างขนาดของการตรวจสอบและค่าสอบบัญชี และ Chan et al., (1993) ได้อธิบายถึงการใช้วิธีที่อยู่บนพื้นฐานของงบแสดงฐานะการเงินจากการใช้มูลค่าของสินทรัพย์รวม และกรณีใช้วิธีที่อยู่บนพื้นฐานของรายการค้ารายได้ อาจเป็นตัวแปรที่ดีกว่าใน

การวัดขนาดของการตรวจสอบ ในการศึกษาครั้งนี้จะใช้มูลค่าของสินทรัพย์รวมในการวัดขนาดกิจการของลูกค้า (Chan, 1993)

ระดับความเสี่ยงกิจการ (Risk) หมายถึง ระดับความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากการปฏิบัติงานการตรวจสอบบัญชีที่ผู้สอบบัญชีจะแสดงความเห็นไม่ตรงกับข้อเท็จจริงที่เป็นอยู่ Che-Ahmad and Houghton (1996) ได้แสดงถึงความสัมพันธ์ของความเสี่ยงที่มีอิทธิพลอย่างมีสาระสำคัญต่อการกำหนดค่าสอบบัญชี จากการศึกษาบริษัทตรวจสอบบัญชีขนาดใหญ่ (big8) พบว่าปัจจัยที่มีผลต่อค่าสอบบัญชีคือความเสี่ยงในการตรวจสอบบัญชีบริษัทลูกค้าที่มีความเสี่ยงสูงจะมีค่าสอบบัญชีจำนวนมากกว่าบริษัทลูกค้าที่มีความเสี่ยงน้อยกว่า ในอดีตที่ผ่านมาจะวัดความเสี่ยงในการตรวจสอบบัญชีจากระดับหนี้ในกิจการลูกค้า การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจะวัดความเสี่ยงจากระดับของหนี้ โดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (Chan et al., 1993) ได้จากสูตรการคำนวณมีดังนี้

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น} = \text{หนี้สินรวม} / \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}$$

ความซับซ้อนกิจการ (Complexity) หมายถึง ความสัมพันธ์อย่างมีสาระสำคัญของความซับซ้อนของกิจการที่ตรวจสอบต่อการกำหนดค่าธรรมเนียมสอบบัญชี จากการศึกษาของ Che-Ahmad and Houghton (1996) ได้อธิบายถึงความซับซ้อนของกิจการลูกค้า เช่น โครงสร้างกิจการที่ตรวจสอบบัญชี ความซับซ้อนของกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับกิจการที่ตรวจสอบบัญชี คุณภาพการควบคุมภายในสถานที่ตั้งของกิจการซึ่งอาจจะทำให้ผู้สอบบัญชีต้องใช้เวลาในการปฏิบัติงานตรวจสอบมากขึ้นนำมาสู่ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบที่เพิ่มขึ้นได้ด้วย Chan et al., (1993) จะพิจารณาความซับซ้อนของกิจการลูกค้าที่ตรวจสอบจากจำนวนสาขา จำนวนของบริษัทย่อย ที่ตั้งของบริษัทย่อย จำนวนประเภทธุรกิจที่ลูกค้าประกอบกิจการและความหลากหลายของกิจการลูกค้า โดยวัดจากอัตราส่วนของสินค้างเหลือต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนลูกหนี้ต่อสินทรัพย์รวม ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยจะวัดความซับซ้อนของกิจการลูกค้าโดยใช้ อัตราส่วนลูกหนี้ต่อสินทรัพย์รวม (Chan et al., 1993) ได้จากสูตรการคำนวณมีดังนี้

$$\text{อัตราส่วนลูกหนี้ต่อสินทรัพย์รวม} = \text{ลูกหนี้คงเหลือ} / \text{สินทรัพย์รวม}$$

สรุปได้ว่าจากความหลากหลายทางธุรกิจและความแตกต่างของผู้มีส่วนได้เสียมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานของกิจการและมีผลกระทบต่อการคาดหวังมูลค่าที่สูงขึ้นจากการกำหนดค่าสอบบัญชีและการปฏิบัติงานด้านการตรวจสอบบัญชีจึงทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีผลต่อผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม MAI

2.1.3 ผลการดำเนินงาน (Firm Performance) ผลการดำเนินงานของบริษัทตามคำนิยามของนักวิจัย เช่น Neeye et al., (2005) กล่าวว่า เป็นกระบวนการในการวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน Evas et al., (2008) ได้ตรวจสอบผลการดำเนินงานและนำเสนอข้อมูลที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ช่วยให้ติดตามการบริหารงานของผู้บริหารจากความเปลี่ยนแปลงในการปฏิบัติงานภายใต้สถานการณ์เดียวกัน ดังนั้นผลการดำเนินงานไม่มีข้อสรุปแน่นอน

การวัดผลการดำเนินงานเป็นองค์ประกอบสำคัญที่ทำให้ทราบถึงประสิทธิภาพและประสิทธิผลขององค์กรที่แสดงถึงความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารและผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น การวัดประสิทธิภาพเป็นสิ่งสำคัญสำหรับการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพของบริษัทใด ๆ Demirbag (2006) บริษัทไม่สามารถปรับปรุงกระบวนการได้โดยไม่ต้องวัดค่าผลลัพธ์ ดังนั้นการปรับปรุงประสิทธิภาพขององค์กรต้องมีการวัดเพื่อระบุระดับการใช้ทรัพยากรขององค์กรที่ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพทางธุรกิจ การวัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่ใช้กันอย่างแพร่หลาย คือ การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis) อัตราส่วนทางการเงินเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างรายงานทางการเงินและสามารถนำไปตีความเพื่อประเมินประสิทธิภาพในการดำเนินงานจากการประเมินฐานะการเงิน โดยเปรียบเทียบอัตราส่วนแบบ Across Time เป็นการเปรียบเทียบอัตราส่วนของบริษัท ณ เวลาปัจจุบันกับอัตราส่วนทางการเงินในอดีต เช่นการเปรียบเทียบย้อนหลังไป 5 ปี เพื่อดูแนวโน้มบริษัทในอนาคต และการเปรียบเทียบอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าทางบัญชี หรือ มูลค่าทางการตลาด เพื่อประเมินผลการดำเนินงานที่สำคัญของบริษัทในด้านต่าง ๆ Gadenene (1996) ได้แสดงให้เห็นว่าความสำเร็จของบริษัทได้รับการอธิบายโดยอาศัยประสิทธิภาพในช่วงระยะเวลาหนึ่งจากการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทช่วยให้แสดงการเปรียบเทียบในช่วงเวลาต่าง ๆ Bititci et al. (1997) อธิบายว่าการจัดการประสิทธิภาพเป็นกระบวนการที่องค์กรจัดการประสิทธิภาพเพื่อให้ตรงกับกลยุทธ์และวัตถุประสงค์ขององค์กร นอกจากนี้ Rouf (2011) ได้กล่าวว่ามูลค่าของบริษัทยังสามารถอธิบายได้ว่าเป็นผลประโยชน์ที่เกิดจากบริษัทและผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงานของบริษัทสามารถดูได้จากงบการเงินที่รายงานโดยบริษัท ดังนั้นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีจะเสริมสร้างการบริหารจัดการเพื่อการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพ Herly and Sisnubadi (2011) กล่าวว่าเทคนิคและวิธีการต่าง ๆ ที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงานขององค์กรจึงถูกคิดค้นขึ้นเป็นจำนวนมาก ไม่ว่าจะเป็นการวัดผลการปฏิบัติงานที่เน้นเฉพาะตัวเลขทางบัญชีจากงบการเงิน ข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าทางการตลาด ข้อมูลเชิงคุณภาพ หรือการผสมผสานข้อมูลจากแหล่งต่าง ๆ เข้าด้วยกัน การวัดมูลค่าตามบัญชีโดยทั่วไปถือว่าเป็นตัวบ่งชี้ที่มีประสิทธิภาพของความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและธุรกิจเมื่อ

เทียบกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของกองทุนเท่ากับความเสี่ยงปรับต้นทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก การวัดตามบัญชี มีตัวชี้วัดในการทำกำไรของบริษัทในระยะสั้นในปีที่ผ่านมา เช่น ROA, ROE ซึ่ง Hutchison and Gul (2004) ตัววัดผลทางการเงินในด้านการดำเนินงานขององค์กรเป็นการวัดผลการดำเนินงานจากภายในและ Mashayekhi and Bazazb (2008) กล่าวว่า การวัดผลการดำเนินงานตามบัญชีเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของฝ่ายบริหารมากกว่ามาตรการตลาด และในแนวคิดของ Ionescu (2012) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าของกิจการตลาดเกิดใหม่ในประเทศลาตินอเมริกา พบว่า ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าของกิจการ บริษัทตลาดเกิดใหม่ดำเนินการตามหลักการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน ROE และมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) เพิ่มขึ้น

Robert Luciano (2003) ได้เขียนบทความโดยกล่าวถึง รายได้ก่อนดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เป็นมาตรการทางการเงินที่ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางและนำไปใช้ในตลาดการเงินเพื่อวัตถุประสงค์มากมายรวมถึงการวิเคราะห์หังบการเงินการวิเคราะห์สินเชื่อและการประเมินมูลค่าการแพร่กระจายของการใช้ EBITDA ได้เกิดขึ้นแม้ว่าจะมีจุดอ่อนและข้อบกพร่องที่อาจเกิดขึ้นมากมายจากการใช้ EBITDA ในฐานะที่เป็นตัวชี้วัดเชิงวิเคราะห์และการประเมิน ดังนั้นจึงไม่น่าแปลกใจเลยว่าเมื่อมีการทุจริตเกิดขึ้น บริษัท มีการตรวจสอบความถูกต้องของการใช้ EBITDA ภายใต้การตรวจสอบและการวิจารณ์ที่เพิ่มขึ้นโดยฝ่ายต่าง ๆ รวมถึงหน่วยงานจัดอันดับเครดิตที่ปรึกษาด้านการจัดการกลุ่มผู้สนับสนุนผู้ถือหุ้น และจากงานวิจัยของ Trejo-Pech et al. (2006) เป็นการสำรวจความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบคงค้างและกระแสเงินสดของรายได้สำหรับธุรกิจการเกษตรแบบจำลองการรับรู้กระแสเงินสดสามแบบของธุรกิจอุตสาหกรรมเกษตร โดยนำไปเปรียบเทียบกับผลลัพธ์ที่ได้ของทุกบริษัท ซึ่งการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดโดยมี EBITDA เป็นตัวแทนในแบบจำลอง และผลลัพธ์เชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าทั้งขนาดและพฤติกรรมของ EBITDA แตกต่างจากกระแสเงินสดและไม่ควรใช้เป็นตัวแทน แต่การศึกษาของ Bouwens et al. (2019) การศึกษานี้เพื่อประเมินมาตรการทางการเงิน EBITDA และตรวจสอบการใช้ EBITDA ในการรายงานทางการเงินจากสิ่งแรกที่มีคำถามกับความคิดเห็นที่ ก.ล.ต. และ IASB เก็บตัวเลขจากกำไร EBITDA ที่ไม่ใช่ GAAP แม้ว่า EBITDA จะสะท้อนภาพที่ถูกต้องของผลการดำเนินงานและเป็นบทสรุปของข้อมูลกำไรสุทธิจากการดำเนินเพื่อการยืนยันวิธีการจัดหาเงินทุนสินทรัพย์ และการศึกษาี้ยังแสดงให้เห็นว่าสามารถใช้ EBITDA เพื่อประเมินคุณภาพของรายได้ของบริษัท โดยทำการกระทบยอด EBITDA กับกระแสเงินสด

จากการดำเนินงานเพื่อแสดงความสามารถในการลงทุน การใช้เงินทุนและกำไรมากขึ้นหรือน้อยลงตามขนาดของกิจการ ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาตัวแปรต่าง ๆ ในแต่ละด้านดังนี้

อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT Margin) หมายถึง เป็นการวัดกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี โดย EBIT Margin คือ จำนวน EBIT (กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี) หารด้วย Net Sale (รายได้สุทธิ) โดยจะแสดงเป็นเปอร์เซ็นต์ ซึ่งส่วนใหญ่จะค้นหาข้อมูลจากการรายงานตัวเลขทั้งหมดในงบกำไรขาดทุนของบริษัททุกสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปีปัจจุบันเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า หรือต้องการดูเปอร์เซ็นต์ที่เท่ากับหรือมากกว่าของปีก่อน เช่นเดียวกันเมื่อเปรียบเทียบกำไร EBIT ของ บริษัท กับ บริษัท อื่น EBIT ที่ต่ำกว่าอาจบ่งบอกถึงปัญหาเกี่ยวกับประสิทธิภาพการดำเนินงานของธุรกิจ EBIT และ EBIT margin เป็นตัววัดว่าธุรกิจจัดการการดำเนินงานได้ดีเพียงใด และเหตุผลที่ค่าใช้จ่ายเงินทุนหมายถึงค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและภาษี เนื่องจากดอกเบี้ยและภาษีไม่ใช่ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเมื่อถูกหักออกหลังจากกำหนด EBIT ในงบกำไรขาดทุนจึงไม่มีผลกระทบต่อประสิทธิภาพการดำเนินงาน คำนวณได้จากสูตร

$$\text{EBIT Margin} = \frac{\text{EBIT (รายได้สุทธิ + ดอกเบี้ย + ภาษี)}}{\text{Net Sale (รายได้สุทธิ)}}$$

$$\text{EBIT} = \text{รายได้ก่อนค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย และ ภาษี}$$

$$\text{T} = \text{ภาษี}$$

$$\text{Net Sale} = \text{รายได้} - \text{ต้นทุนขาย} - \text{ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน}$$

กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Margin) หมายถึง เป็นการวัดกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และรายการตัดจำหน่าย เป็นการวัดกำไรที่เป็นอิสระจากการวัดโครงสร้างเงินทุน การวัดกำไรของ EBITDA จะดีกว่าเนื่องจากการวัดกำไรของ EBITDA เป็นการมองกำไรก่อนหักรายการที่ไม่เป็นตัวเงิน จึงทำให้ในการมองการวัดผลกำไรของ EBITDA จะสามารถมองเห็นกำไรในรูปแบบของเงินสดได้ดีกว่า คำนวณได้จาก

$$\text{EBITDA Margin} = \frac{\text{EBITDA (รายได้สุทธิ + ดอกเบี้ย + ภาษี + ค่าเสื่อมราคา + ค่าตัดจำหน่าย)}}{\text{Net Sale (รายได้สุทธิ)}}$$

$$\begin{aligned} \text{EBITDA} &= \text{รายได้ก่อนค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย} \\ \text{T} &= \text{ภาษี} \\ \text{Net Sale} &= \text{รายได้} - \text{ต้นทุนขาย} - \text{ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน} \end{aligned}$$

กำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี (EBT Margin) หมายถึง ส่วนต่างกำไร EBT แสดงกำไรก่อนหักภาษีของบริษัท โดยแสดงเป็นเปอร์เซ็นต์ของยอดขายสุทธิ (Net Sale) ซึ่งเป็นการวัดค่าความมั่นคงของบริษัท อัตราส่วนนี้อยู่ใกล้กับส่วนต่างกำไรสุทธิมาก ข้อมูลที่ใช้คำนวณอัตราส่วนนี้รวบรวมจากงบกำไรขาดทุน EBI Margin จะต้องได้รับการพิจารณาโดยเจ้าของบริษัท เพราะเนื่องจากแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงในค่าอัตราส่วนนั้นบ่งบอกถึงความมั่นคงของ บริษัท และสิ่งสำคัญคือการสังเกตแนวโน้มการลดลงอาจหมายถึงการแข่งขันที่ยิ่งใหญ่ และความเสี่ยงของการล้มละลายของบริษัท

$$\text{EBT Margin} = \frac{\text{EBT (รายได้สุทธิ + ภาษี)}}{\text{Net Sale (รายได้สุทธิ)}}$$

$$\begin{aligned} \text{EBI} &= \text{รายได้ก่อนค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย} \\ \text{T} &= \text{ภาษี} \\ \text{Net Sale} &= \text{รายได้} - \text{ต้นทุนขาย} - \text{ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน} \end{aligned}$$

2.1.4 มูลค่ากิจการ (Firm Value) หมายถึง การวัดผลของมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดในอนาคตขององค์กร จากการศึกษาแต่อดีตนั้น มีผู้สนใจศึกษาในเรื่องระบบการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรหรือมูลค่าขององค์กรและมีการให้ความหมายที่แตกต่างกันไป โดยใช้แนวคิดเชิงกลยุทธ์ขององค์กรหรือเชิงการบริหาร ซึ่งจะมี Balanced Scorecard ของ Kaplan และ Norton (1996) เป็นแนวคิดในการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรสำหรับใช้เป็นเครื่องมือในการวัดผลการปฏิบัติงานเพื่อเป็นการขับเคลื่อนกลยุทธ์ขององค์กรไปในแนวทางที่เหมาะสมและบรรลุเป้าหมายโดยอาศัยหลักการบริหารธุรกิจ 4 ด้าน ได้แก่ ด้านการเงิน ด้านลูกค้า ด้านการเจริญเติบโตและด้านกระบวนการภายใน จากที่ Santos et al (2007) ได้ให้คำนิยามของระบบการวัดมูลค่าไว้ 3 ด้าน คือ (1) ด้านลักษณะของระบบการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรโดยระบบของตัววัดผลจากผลการปฏิบัติงานและระบบทรัพยากรบุคคลหรือระบบพื้นฐานขององค์กร (2) ด้านบทบาทของระบบการวัดผลการปฏิบัติงานองค์กรจากการวัดผลการปฏิบัติงาน การบริหารจัดการกลยุทธ์ การสื่อสารข้อมูล การปรับปรุง และพฤติกรรมของพนักงาน และ (3) ด้านกระบวนการของระบบการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กร กระบวนการเลือกและการ

ออกแบบตัววัดผล กระบวนการจัดเก็บและรวบรวมข้อมูล การปรับปรุงข้อมูล การตรวจสอบ และการ
 ชมเชยการวัดผลการวัดผลการปฏิบัติงาน ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการเป็นตัวชี้วัดความอยู่
 รอดของกิจการ ในส่วนของ Carney (2012) ได้กล่าวถึง 5 ลักษณะของระบบและกระบวนการวัดผลการ
 ปฏิบัติงานที่ประสบความสำเร็จ ได้แก่ (1) มีเป้าหมายและหลักการที่ชัดเจน (2) มีตัวผลักดันผลการ
 ปฏิบัติงานที่เหมาะสมกับเป้าหมายหลัก (3) พนักงานทุกคนจะถูกกำหนดเป้าหมายในการปฏิบัติงานที่
 ชัดเจนและสมเหตุสมผล (4) มีการให้ความรู้แก่พนักงานด้านการวัดผลการปฏิบัติงานอย่างสม่ำเสมอ (5)
 มีระบบการติดตามผลที่ชัดเจนและเข้าใจง่าย และมี 4 องค์ประกอบได้แก่ (1) มีตัววัดผลการปฏิบัติงาน
 ของระบบที่ครบถ้วน (2) ระบบมีความพร้อมในการวัดผลการปฏิบัติงาน (3) ผู้บริหารและบุคคลใน
 องค์กรจะต้องมีความพร้อมในการใช้ระบบ (4) เป็นระบบสามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้จริงและกระทำ
 ตามได้ง่าย

2.1.4.1 มูลค่ากิจการราคาตามบัญชี (Book Value) หมายถึง สินทรัพย์รวมหักหนี้สินรวมหาร
 ด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่เรียกชำระแล้ว

ข้อมูลทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์หรือผลตอบแทนที่เปลี่ยนแปลงไปของข้อมูลในตลาดทุน
 เพื่อตอบสนองแก่นักลงทุนในตลาดทุน ในต่างประเทศมีการวิจัยเชิงประจักษ์ทางบัญชี (Empirical
 Research) อย่างแพร่หลายโดยนำผลการวิจัยมากำหนดแนวทางปฏิบัติทางบัญชีเพื่อให้ได้ข้อมูลที่
 เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจและความต้องการของผู้ลงทุน โดยมุ่งให้ผู้ลงทุนได้รับข้อมูลที่มี
 ประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนมากขึ้น (Fields et al. (2001) การศึกษาในอดีตของ Graham et al.
 (2000) พบว่า การใช้ข้อมูลทางบัญชี มูลค่าทางบัญชีและกำไรทางบัญชีไม่มีอิทธิพลต่อกลุ่มอุตสาหกรรม
 ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ Alsalman (2003) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชีที่
 รายงานและราคาหุ้นและผลตอบแทนจากปัจจัยด้านสถาบันมีผลต่อความแตกต่างของการอนุรักษ์
 รายได้ ผลการศึกษาครั้งนี้ชี้ให้เห็นว่าการประสานงานระหว่างประเทศของมาตรฐานการบัญชีอาจไม่
 สามารถทำได้ง่ายดายเพราะปัจจัยเชิงสถาบันมีบทบาทสำคัญในการเผยแพร่ข้อมูล Ahsan (2004)
 ศึกษาผลกระทบของการจัดการรายได้ที่มีต่อความเกี่ยวข้องของมูลค่าของข้อมูลทางการบัญชีใน
 บริบทของญี่ปุ่นพบว่า มาตรการการจัดการรายได้และมาตรการการจัดการรายได้รวม (การรวมกัน
 ของรายการปรับทั้งหมดของรายได้และการจัดการกำไร) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ และ
 รายได้ (รูปแบบรวม) และความเกี่ยวข้องของมูลค่าของรายได้ (รูปแบบรายได้) Marquardt and

Wiedman (2004) พบว่า การจัดการกำไรที่ช่วยโอกาสส่งผลกระทบต่อความเกี่ยวข้องของมูลค่าของรายได้สุทธิและมูลค่าทางบัญชีในการกำหนดราคาหุ้นและการลดลงของราคาดังนี้ยิ่งใหญ่มากกว่าสำหรับองค์ประกอบที่พิจารณารายได้มากกว่าส่วนที่ไม่ใช่การตัดสินใจ Wu et al. (2005) พบว่า ราคาหลักทรัพย์ในธุรกิจขนาดเล็กมีผลต่อการลงทุน และมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ และ Altintas et al. (2017) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างรายได้และผลตอบแทนจากหุ้นโดยใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์อิสตันบูลของตุรกี (Borsa Istanbul-BIST) โดยการวิเคราะห์การมีอยู่ของการจัดการรายได้โดยใช้ข้อมูลทางการเงินของบริษัทพบว่าบริษัทที่มีประสิทธิภาพต่ำมีแนวโน้มที่จะใช้การเพิ่มรายได้มากกว่าบริษัทที่มีประสิทธิภาพสูง และบริษัทที่มีประสิทธิภาพต่ำมีแนวโน้มที่จะเพิ่มรายได้ของพวกเขาเพื่อให้พวกเขาสามารถซ่อนประสิทธิภาพต่ำของพวกเขาผลลัพธ์นี้ชี้ให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญและเป็นบวกระหว่างกำไรและผลตอบแทนของตลาด

2.1.4.2 มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (Firm Market Value) หมายถึง อัตราส่วนที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของกิจการในรูปแบบกำไรสุทธิต่อหุ้นและอัตราการปันผลโดยใช้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิหรือราคาตามบัญชีต่อหุ้นเพื่อประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุนจากการศึกษาของ Dalton et al. (1980); Haniffa and Hudaib (2006) พบว่า การประเมินผลการปฏิบัติงานจึงควรสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กรที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงในช่วงเวลาที่เกี่ยวข้อง ซึ่งหากกระบวนการประเมินผลการปฏิบัติงานที่ใช้แสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงแล้วก็จะทำให้องค์กรดำเนินต่อไปในทิศทางที่เหมาะสม ส่วน Gordon (2000) กล่าวว่า การประเมินผลการปฏิบัติงานขององค์กรจึงเป็นสิ่งสำคัญเนื่องจากตัววัดผลการปฏิบัติงาน (Performance Measures) นอกจากจะเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานแล้วยังเป็นสิ่งผลักดันให้เกิดมูลค่า (Value) อีกด้วย Bhagat and Black (2003) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทมหาชนในประเทศสหรัฐอเมริกาโดยใช้ Return on Assets, Ratio of Sales to Assets และ Tobin's Q เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทมีความสัมพันธ์กันในเชิงลบ Hutchison and Gul (2004) การวัดมูลค่ากิจการตามตลาดเป็นลักษณะของการคาดการณ์ล่วงหน้าและการสะท้อนความคาดหวังของผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับผลประกอบการในอนาคตของบริษัทซึ่งมีพื้นฐานจากผลประกอบการในอดีตหรือปัจจุบัน การวัดมูลค่ากิจการตามตลาด ซึ่งเป็นการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาว เช่น Tobin's Q มูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (MTBY) ผลตอบแทนคิดปกติ: ผลตอบแทนของหุ้นประจำปี (RET) และอื่น ๆ

Beiner et al. (2004) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของขนาดของกรรมกรกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนโดยใช้ Tobin's Q เป็นตัววัดมูลค่าของกิจการ ผลการศึกษา พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นที่วัดจากร้อยละของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นใหญ่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่าของกิจการ

Carvalho and Pereira (2005) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการระดับดีและมูลค่ากิจการ พบว่า ความต่อเนื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้นจากการวัดค่าของTobin's Q นอกจากนี้ Pham et al. (2007) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดจากค่า Tobin's Q และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) กับการกำกับดูแลกิจการ พบว่า ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทและกลไกการกำกับดูแลกิจการ Shan and McIver (2012) การใช้มูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้นอาจแสดงให้เห็นถึงอนาคตของบริษัท โอกาสในการเติบโตซึ่งอาจเกิดจากปัจจัยภายนอกที่มีต่อการตัดสินใจในการบริหารจัดการ Zaharia (2012) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าทางการตลาดของบริษัทมหาชนในประเทศเกาหลี พบว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทหลังจากมีความเข้มงวดปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้รัดกุมมากยิ่งขึ้นและระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลในเชิงบวกกับมูลค่าของกิจการทำให้มูลค่าทางการตลาดเพิ่มสูงขึ้น Al-Matari (2014) กล่าวว่า แม้ว่าจะมีการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นจำนวนมากแต่ที่นิยมใช้ในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทกันอย่างแพร่หลาย ได้แก่ ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มูลค่าการตลาด (Market Value) และ Tobin's Q ในส่วนของ Selvam (2016) ได้เสนอแบบจำลองเพื่อวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท พบว่า มีการวัดประสิทธิภาพผลการดำเนินงาน 9 มิติ ได้แก่ ประสิทธิภาพในการทำกำไร การดำเนินงานด้านมูลค่าการตลาด ประสิทธิภาพการเติบโต ความพึงพอใจของพนักงาน ความพึงพอใจของลูกค้า ประสิทธิภาพสิ่งแวดล้อม การตรวจสอบด้านสิ่งแวดล้อม การกำกับดูแลกิจการ และประสิทธิภาพทางสังคม ซึ่งในแต่ละมิติจะประกอบด้วยตัวชี้วัดย่อย โดยเฉพาะการดำเนินงานด้านมูลค่าการตลาดวัดได้จาก ความผันผวนของราคาหุ้น การเพิ่มมูลค่าตลาด และ Tobin's Q การศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยมุ่งศึกษามูลค่ากิจการตามราคาตลาดที่ประกอบด้วย มูลค่าตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น มูลค่าหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีและTobin's Q

มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรต่อหุ้น (Price-Earnings Ratio: P/E Ratio) หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงถึงการเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นสามัญ (EPS)

โดยสะท้อนราคาตลาดของหุ้นสามัญเมื่อเทียบกับกำไรสุทธิต่อหุ้นที่กิจการทำได้ (Matari, 2014 and Ali, 2008) การคำนวณได้จากสูตรการคำนวณมีดังนี้

อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น = ราคาปิดของหุ้นสามัญ / อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้นสามัญ

มูลค่าหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV Ratio) หมายถึง อัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชีหุ้นสามัญ 1 หุ้นตามงบการเงิน โดย P/BV จะบอกให้ทราบว่าราคาหุ้น ณ ขณะนั้น สูงเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชีของหุ้น (Matari, 2014 and Ali, 2008) การคำนวณได้จากสูตรการคำนวณมีดังนี้

ราคาปิดของหุ้นสามัญ / มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น

Tobin's Q การวัดมูลค่ากิจการโดยใช้แนวคิดเกี่ยวกับ Tobin's Q โดย Prof. James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale โดยเป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดและมีการนำมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์มาใช้ในการพิจารณาพร้อมด้วยหรือเป็นการวัดมูลค่ากิจการโดยสะท้อนถึงมูลค่าทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นวิธีการวัดผลการปฏิบัติงานโดยการหารมูลค่าตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ของกิจการด้วยราคาเปลี่ยนแปลงแทน (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น กล่าวคือ ราคาเปลี่ยนแปลงแสดงให้เห็นถึงมูลค่าของสินทรัพย์นั้น ๆ ที่สามารถนำไปใช้ในการลงทุนด้านอื่น ๆ ราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นในมือของผู้ถือหุ้นและหนี้สิน ซึ่งมีแนวทางในการคำนวณค่าอยู่หลากหลายแนวทาง การคำนวณ Tobin's Q: มูลค่าของกิจการ (ผลคูณราคาตลาดของหุ้นสามัญกับจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (มูลค่าได้ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ) และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียนและมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว) ใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ แปลความหมายว่า บริษัทที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จัดว่าเป็นบริษัทที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ ตรงกันข้ามกับบริษัทที่มีค่า Tobin's Q ต่ำกว่า 1 จัดว่าเป็นบริษัทที่ไม่สามารถใช้ทรัพยากรให้เกิดประโยชน์ได้อย่างเต็มที่ไม่ก่อให้เกิดมูลค่าของกิจการ (Chung and Pruitt, 1994) และ Chung and Pruitt ได้ปรับสูตรและพัฒนาโดยคำนวณมูลค่าทางการตลาดของกิจการจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญตามสมการดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = (\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT}) / \text{BV}$$

MVE	=	มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ
PS	=	มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ
DEBT	=	มูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน
BV	=	มูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงแทนของสินทรัพย์

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

การวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม MAI จากทฤษฎีกลไกการตรวจสอบ (Monitoring Mechanisms) เป็นกลไกที่ผู้ถือหุ้นหรือตัวการใช้ในการตรวจสอบ ควบคุมและประเมินพฤติกรรมกรรมการบริหารจัดการและผลการปฏิบัติงานของตัวแทนหรือผู้บริหาร (Healy & Wahlem, 1999) จากงานวิจัยของ Drobetz et al. (2004) ได้ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนที่คาดหวังหลักฐานจากประเทศเยอรมนี แสดงหลักฐานการประเมินมูลค่าที่สูงขึ้นของ บริษัทในประเทศที่มีสภาพแวดล้อมทางกฎหมายที่ดีขึ้น โดยตรวจสอบว่าความแตกต่างของระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในบริษัทยังช่วยอธิบายผลการดำเนินงานของบริษัท สำหรับบริษัทมหาชนของเยอรมันนั้น พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการปฏิบัติด้านการกำกับดูแลและการประเมินมูลค่าของบริษัท นอกจากนี้ยังพบหลักฐานผลตอบแทนหุ้นที่คาดหวังมีความสัมพันธ์เชิงลบกับระดับการกำกับดูแลกิจการหากใช้อัตรผลตอบแทนจากเงินปันผลสำหรับต้นทุนของเงินทุน และนี่จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพให้กับองค์การในขณะที่ลดต้นทุน นอกจากนี้ทฤษฎีการตรวจสอบอย่างมีประสิทธิภาพแล้ว Pound (1988) ยังได้ให้ทฤษฎีเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ซึ่งตั้งอยู่บนความสัมพันธ์ที่เป็นประโยชน์ทางเศรษฐกิจของ บริษัทนักลงทุนอาจถูกผูกมัดในประเด็นการจัดการเมื่อลงทุนในธุรกิจนักลงทุนขององค์กรจะมีข้อกังวลที่แตกต่างกันมากขึ้น

2.2.1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลต่อผลการดำเนินงาน การศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

2.2.1.1 สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ Porta (1998) กล่าวถึงการเป็นเจ้าของบริษัททั่วโลก ได้นำเสนอข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัทขนาดใหญ่ใน 27 ประเทศที่สำรวจจากการใช้ความพยายามในการระบุผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมสูงสุดของ บริษัทเหล่านี้ เราพบว่ายกเว้นในทาง

เศรษฐกิจที่มีการคุ้มครองผู้ถือหุ้นที่ดีมากกว่าบริษัทเหล่านี้มีอยู่น้อยมากที่ตรงกันข้ามกับภาพลักษณ์ของ Berle กล่าวคือ การเป็นเจ้าของของบริษัที่ทันสมัย บริษัทเหล่านี้มักถูกควบคุมโดยครอบครัวหรือรัฐ การควบคุมทุนโดยสถาบันการเงินหรือ บริษัท ที่ถือครองกันอย่างแพร่หลายนั้นพบได้น้อยกว่ามาก ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมมีอำนาจเหนือบริษัทอย่างมีนัยสำคัญในส่วนที่เกินกว่าสิทธิในกระแสเงินสด ส่วนใหญ่ผ่านการใช้ปริมิตและการมีส่วนร่วมในการจัดการ ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าปัญหาของหน่วยงานกลางในองค์กรขนาดใหญ่ทั่วโลกคือการจำกัดการเวนคืนผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมมากกว่าการจำกัดการสร้างอาณาจักร โดยผู้จัดการมืออาชีพที่ไม่สามารถนับได้ จากแนวคิดของ Pound (1988) ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนร่วมในการบริหารงานโดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย สอดคล้องกับแนวคิดของ Lskavyan & Spatareanu (2006) กล่าวไว้ว่ากิจการที่มีผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพทางการตลาดของบริษัท การใช้ข้อมูลสำหรับบริษัท การค้าสาธารณะจากสหราชอาณาจักรและประเทศเปลี่ยนผ่านสองประเทศคือสาธารณรัฐเช็กและ โปแลนด์ วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงาน ในขณะที่ยังคำนึงถึงผลกระทบจากภัยคุกคามการเข้าครอบงำ บางคนแย้งว่าความเข้มข้นของความเป็นเจ้าของระปรับปรุงประสิทธิภาพโดยทำให้เจ้าของเต็มใจหรือสามารถตรวจสอบผู้จัดการ ได้ดีขึ้นคนอื่นแย้งว่าในตลาดที่มีประสิทธิภาพการตรวจสอบตลาด(ผ่านการคุกคามของการครอบครองกิจการที่ไม่เป็นมิตร) จะสร้างวินัยให้ผู้จัดการ ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่าการกระจุกตัวของผู้มีส่วนได้เสียมีนัยสำคัญในการอธิบายประสิทธิภาพทั้งในประเทศที่เปลี่ยนแปลงซึ่งการตรวจสอบตลาดมีความอ่อนแอ และในสหราชอาณาจักรซึ่งการตรวจสอบตลาดมีความแข็งแกร่ง Sechnackenberg and Tomlinson (2016) การเปิดเผยข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้น การเปิดเผยข้อมูลสัดส่วนกรรมการอิสระ นโยบายและหลักเกณฑ์การจ่ายค่าตอบแทนกรรมการ ความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูล โครงสร้างเจ้าของและผลตอบแทนกรรมการอย่างโปร่งใส ชัดเจนตรวจสอบได้มีความสำคัญต่อผู้มีส่วนได้เสียที่ไว้วางใจในองค์กร Chatiwong (2017) โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว แรงจูงใจในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชี ผลการวิจัยพบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและแรงจูงใจในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีและ โครงสร้างการถือหุ้นที่แตกต่างกันมีผลกระทบต่อรายงานทางการเงินและผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ Tee et al. (2018) แรงจูงใจของประธานกรรมการและผู้จัดการ ผลการ

ดำเนินงาน โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผู้บริหารรายหลักเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีแรงจูงใจในการทำงานสูงกว่าและส่งผลต่อการดำเนินงานสูง

2.2.1.2 สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว จากผลงานวิจัยของ Lam (2007) การศึกษาที่จะตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) ความเป็นคู่และผลการดำเนินงานของบริษัทและผลกระทบจากการควบคุมปัจจัยการควบคุมครอบครัวต่อความสัมพันธ์นี้กับ บริษัท มหาชนในฮ่องกง โดยการออกแบบ วิธีการ แนวทางการศึกษานี้ใช้ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชนจากฐานข้อมูลทางการเงินและรายงานประจำปีของตัวอย่างบริษัทจดทะเบียน 128 แห่งในฮ่องกงในปี 2546 ผลการวิจัยกล่าวถึงทั้งทฤษฎีตัวแทนหรือทฤษฎีการดูแลรักษาเพียงอย่างเดียวไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ในการปฏิบัติงานของคู่ได้อย่างเพียงพอ หลักฐานเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างคู่ซีอีโอและการบัญชีนั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยการควบคุมครอบครัวคู่ซีอีโอเป็นสิ่งที่ดีสำหรับ บริษัทที่ไม่ใช่ครอบครัวในขณะที่ความเป็นคู่ไม่ใช่สิ่งที่ดีสำหรับบริษัทที่ควบคุมโดยครอบครัว ข้อจำกัดผลการวิจัยการศึกษาขึ้นอยู่กับข้อมูลทางการเงินที่เปิดเผยต่อสาธารณชนและไม่ได้สังเกตกระบวนการบอร์คจริง Wang & Shailer (2015) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นเจ้าของและผลประกอบการของบริษัทในตลาดเกิดใหม่ที่บริษัทจดทะเบียน 42 แห่งใน 18 ประเทศเกิดใหม่ ผลการทดสอบพบว่า ความเป็นเจ้าของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทในหลายประเทศ ซึ่งผลลัพธ์เน้นความสำคัญของการกำหนดรูปแบบและวิธีการจัดการกับจุดสิ้นสุดของจุดกำเนิดและสนับสนุนการศึกษาเปรียบเทียบเพิ่มเติมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของความเป็นเจ้าของกับผลการดำเนินงานขององค์กรระหว่างประเทศที่มีสภาพแวดล้อมการกำกับดูแลที่คล้ายกัน Orazalin et al. (2016) ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน มาตรการประสิทธิภาพการบัญชีและกลไกการกำกับดูแลกิจการ การศึกษาครั้งนี้เป็นการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการบัญชีและกลไกการกำกับดูแลกิจการ โดยการสำรวจการกำกับดูแลกิจการในบริษัทน้ำมันและก๊าซของรัสเซียในช่วงปี 2552-2555 การศึกษาค้นพบว่า ความเป็นเจ้าของของการบริหารและความเป็นเจ้าของต่างชาตินั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับประสิทธิภาพของบริษัท ในทำนองเดียวกันการเป็นเจ้าของของรัฐบาลมีผลกระทบในเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการบัญชี อย่างไรก็ตามผลการวิจัยยังชี้ให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการและกรรมการอิสระในคณะกรรมการจะไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท การศึกษาครั้งนี้แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการในตลาดที่พัฒนาแล้วมีความสัมพันธ์ร่วมกับการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจในรัสเซีย

2.2.1.3 สัดส่วนผู้ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน Ali et al. (2008) ได้กล่าวถึงสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจบริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับบริษัทขนาดใหญ่เมื่อเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก สัดส่วนของผู้ถือหุ้นสถาบันและผู้ถือหุ้นต่างชาติมีความสัมพันธ์กับรายการบัญชีคงค้างอย่างมีนัยสำคัญ ความเป็นเจ้าของสถาบันคืออัตราร้อยละของความเป็นเจ้าของที่แสดงผ่านเปอร์เซ็นต์ของจำนวนหุ้นที่องค์กรถืออยู่ในจำนวนหุ้นที่ค้างชำระทั้งหมด ทฤษฎีความเป็นเจ้าของขององค์กรถูกยกขึ้นโดย Pond (1988) มีสามข้อโต้แย้งเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นเจ้าของขององค์กรและประสิทธิภาพของการดำเนินธุรกิจคือการตรวจสอบประสิทธิภาพความขัดแย้งทางผลประโยชน์การวางแผนเชิงกลยุทธ์ การโต้เถียงเรื่องทฤษฎีการตรวจสอบประสิทธิภาพของ Pond (1988) คือนักลงทุนในองค์กรจะมีประสบการณ์จำนวนมากและความสามารถตรวจสอบการกำกับดูแลกิจการในราคาที่ต่ำกว่านักลงทุนรายย่อย ความเป็นเจ้าของสถาบันก็ถือเป็นวิธีการบริหารที่มีประสิทธิภาพ ตามสมมติฐาน “การควบคุมที่มีประสิทธิภาพ” ที่โดดเด่นนักลงทุนสถาบันที่เป็นเจ้าของกลุ่มยังสามารถจำกัดอำนาจ (Pound, 1988) สิ่งนี้ไม่เป็นความจริงหากนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ทางธุรกิจกับผู้จัดการ (สมมติฐานการจัดตำแหน่งเชิงกลยุทธ์) สามารถสังเกตเห็นบทบาทที่ไม่ใช่การแบ่งแยกของนักลงทุนสถาบันซึ่งดูเหมือนจะไม่ได้ใช้งานในการเลือกผู้จัดการ สิ่งนี้ขัดแย้งกับการสนับสนุนของ activism และการควบคุมที่มีประสิทธิภาพของนักลงทุนสถาบัน (Pound, 1988) นอกจากนี้ผลลัพธ์ยังแสดงให้เห็นถึงผลกระทบที่เป็นกลางจากการแยกฟังก์ชันของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและประธานคณะกรรมการเกี่ยวกับลักษณะทางประชากร โดยที่ Zouari & Rebai (2009) การศึกษานี้ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นเจ้าของของนักลงทุนสถาบันที่แตกต่างกันและการปฏิบัติในการจัดการรายได้โดยใช้วิธีเครือข่ายประสาทในการสำรวจความสัมพันธ์จากตัวอย่างของบริษัทสหรัฐ 121 แห่ง นอกจากนี้ยังตรวจสอบผลกระทบของความเป็นเจ้าของสถาบันในระดับการจัดการเงินคงค้างของบริษัท ที่มีสภาพแวดล้อมข้อมูลที่แตกต่างกัน (S&P 500 เทียบกับไม่ใช่ S&P 500) ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่าการมีส่วนร่วมของกองทุนบำเหน็จบำนาญและธนาคารในเมืองหลวงของบริษัทจำกัดพฤติกรรมจัดการรายได้ อย่างไรก็ตามการเป็นเจ้าของกองทุนรวมการลงทุนจะเพิ่มรายได้ สมมติฐานของความเกี่ยวข้องของข้อมูลสภาพแวดล้อมในการอธิบายพฤติกรรมของนักลงทุนสถาบันไม่สำคัญในกรณีนี้ Charfeddine & Elmarzougui (2010) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นเจ้าของของสถาบันและประสิทธิภาพของบริษัท ความเป็นเอกภาพของกรรมสิทธิ์ในโครงสร้างความเป็นเจ้าของมีผลกระทบด้านลบต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทวัดจาก Tobin's Q Magali et al., (2013) การเปิดข้อมูลสัดส่วนของผู้ถือหุ้น สัดส่วนของผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทมีความสัมพันธ์ กับโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงานทางการเงินของ บริษัทเชื่อมโยงกับ

กระบวนการของความแปรปรวนของข้อมูล Ayadi & Boujelbene (2014) โครงสร้างความเป็นเจ้าของ คุณภาพรายได้ การจัดการรายได้ ข้อมูลเชิงรายได้ การเป็นเจ้าของการจัดการมีผลกระทบเชิงบวกต่อการจัดการรายได้และการรวมความเป็นเจ้าของและความเป็นเจ้าของสถาบันมีผลกระทบเชิงบวกต่อความไม่มั่นคงของรายได้และการดำรงอยู่ Celik & Isaksson (2014) การกำกับดูแลกิจการ นักลงทุนสถาบัน แรงจูงใจการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้น การเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้น การมีส่วนร่วมของเจ้าของที่แตกต่างกัน ตั้งแต่ “ไม่มีการมีส่วนร่วม” ถึง “มีส่วนร่วมภายใน” การมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของไม่ได้เป็นส่วนสำคัญของรูปแบบธุรกิจนโยบายสาธารณะและมาตรฐานความสมัครใจ Ajay & Msdhumathi (2015) การจัดการรายได้ เงินคงค้าง ความเป็นเจ้าของสถาบัน การจัดการรายได้วัดโดยใช้รายการคงค้างทางบัญชี บริษัท ที่มีการถือครองสถาบันสูงกว่ามีคุณภาพของรายได้ที่สูงขึ้น ความเป็นเจ้าของสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการรายได้สำหรับ บริษัทขนาดใหญ่และบริษัทที่เติบโตจะพบว่าการจัดการกำไรที่สูงขึ้น

2.2.1.4 สัดส่วนผู้ถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ Orazalin et al., (2016) การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน ความสัมพันธ์ระหว่างมาตรการประสิทธิภาพการบัญชีและกลไกการกำกับดูแลกิจการ ความเป็นเจ้าของของการบริหารและความเป็นเจ้าของต่างชาติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับประสิทธิภาพของบริษัท และการเป็นเจ้าของรัฐบาลมีผลกระทบในเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการบัญชี Freeman (1984) กล่าวถึง ผู้มีส่วนได้เสียที่ต่างกันของบริษัทที่มีความสำคัญกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ Moreck et al. (1988) กล่าวถึงสัดส่วนการถือหุ้นที่แตกต่างกันส่งผลกระทบต่อการใช้สิทธิออกเสียงของผู้มีส่วนได้เสีย Mc-Colgan (2001) กล่าวถึง ปัญหาความขัดแย้งของตัวการและตัวแทนตามทฤษฎีตัวแทนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการ Camfferma and Cook (2002) กล่าวถึง โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับขนาดของกิจการ Drobetz (2004) กล่าวถึง การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น และผลตอบแทนหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหุ้น Alsaeed (2006) กล่าวถึง สัดส่วนผู้มีส่วนได้เสียและลักษณะกิจการที่แตกต่างกันและขนาดกิจการมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างผู้ถือหุ้น Maheshwarl (2007) กล่าวถึง โครงสร้างกำไรและการเปิดเผยข้อมูลต่อสังคมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ Nazli (2007) กล่าวถึง ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของกิจการ Visser (2007) กล่าวถึง ประเภทธุรกิจ ความยั่งยืนขององค์กร ผู้จัดการหรือตัวแทนและพนักงานจากประเภทธุรกิจที่แตกต่างกันมีบทบาทต่อความยั่งยืนขององค์กร ศิลปพร ศรีจันเพชร (2551) กล่าวถึง ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และขอบเขตอำนาจของตัวแทน ผลประโยชน์

ของตัวแทนและตัวการ การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มของกิจการและปัญหาตัวแทนส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน Hilary et al. (2014) กล่าวถึง ความสอดคล้องการคาดการณ์การจัดการปฏิบัติการของนักลงทุน ผู้จัดการทำให้เกิดข้อผิดพลาดในการพยากรณ์มีอิทธิพลต่อปฏิบัติการของนักลงทุนและการแก้ไขของนักวิเคราะห์แม้ว่าจะควบคุมผลของความแม่นยำ ผลกระทบนี้มีความสำคัญทางเศรษฐกิจและมีความแข็งแกร่งทางสถิติมากกว่าความแม่นยำในการคาดการณ์ นักลงทุนที่มีความซับซ้อนมากขึ้นและนักวิเคราะห์ที่มีประสบการณ์มีความเข้าใจที่ดีขึ้นเกี่ยวกับประโยชน์ของการพยากรณ์ที่สอดคล้องกัน

ตารางที่ 2.1 สรุปการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดการกำกับดูแลกิจการ - โครงสร้างผู้ถือหุ้น

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Freeman (1984)	Strategic Management: A Stakeholder Approach	- ประเภทธุรกิจ - กลุ่มผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท	ผู้มีส่วนได้เสียที่ต่างกันของบริษัทมีความสำคัญกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ
Moreck et al. (1988)	Management ownership and market valuation an empirical analysis	- สัดส่วนผู้ถือหุ้น - สิทธิในการออกเสียง - การกำหนดค่าตอบแทน	สัดส่วนการถือหุ้นที่แตกต่างกันส่งผลกระทบต่อการใช้สิทธิออกเสียงของผู้มีส่วนได้เสีย
Pound (1988)	Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight	- สิทธิของผู้ถือหุ้น - ผู้ถือหุ้นสถาบัน	การใช้สิทธิออกเสียงโดยผู้ถือหุ้นแทนการมอบฉันทะสามารถทำหยาต่อการจัดการและถ่ายโอนอำนาจการควบคุมบริษัทและนักลงทุนสถาบันจะเลือกลงคะแนนเสียงกับผู้บริหารที่มีประโยชน์ต่อตนเองและการมอบฉันทะไม่ช่วยให้มูลค่าหุ้นสูงขึ้นแต่อาจทำให้ต้นทุนสูงขึ้น
Porta (1998)	Corporate Ownership Around the World	- โครงสร้างความเป็นเจ้าของ - การมีส่วนร่วมการบริหาร	ความเป็นเจ้าของโดยการควบคุมโดยครอบครัวหรือรัฐ การควบคุมโดยสถาบันการเงินหรือบริษัทพบการถือครองน้อยมาก โดยผู้ถือหุ้นมีอำนาจควบคุมมักมีอำนาจเหนือบริษัทอย่างมีนัยสำคัญในส่วนที่เกินกว่าสิทธิในกระแสเงินสดคือ ปัญหาของหน่วยงานในองค์กรขนาดใหญ่ทั่วโลกคือการจำกัดสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อยโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมและสร้างอาณาจักรโดยผู้จัดการมืออาชีพที่ไม่ควบคุมได้

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Mc-Colgan (2001)	Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective	- ปัญหาความขัดแย้งของตัวการและตัวแทน - การกำกับดูแลกิจการที่ดี - ผลการดำเนินงานของกิจการ	ปัญหาความขัดแย้งของตัวการและตัวแทน ตามทฤษฎีตัวแทนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการ
Camfferma and Cook (2002)	An Analysis of Disclosure in the Annual Reports of U.K. and Dutch Companies	- การเปิดเผยข้อมูลรายงานทางการเงิน - สัดส่วนของผู้ถือหุ้น - ขนาดกิจการ	การเปิดเผยข้อมูลรายงานประจำปีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับขนาดของกิจการ
Drobetz (2004)	Corporate Governance and Expected Stock Returns : Evidence from Germany	- การเปิดเผยข้อมูลหลักการกำกับดูแลกิจการ - ผลตอบแทนหุ้น	การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น และผลตอบแทนหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหุ้น
Alsaeed (2006)	The Association between Firm-Specific Characteristics and Disclosure: The Case of Saudi Arabia	- คุณลักษณะบริษัท - ขนาดกิจการ - สัดส่วนผู้มีส่วนได้เสีย	ลักษณะกิจการที่แตกต่างและขนาดกิจการมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างผู้ถือหุ้น
Lam (2007)	CEO Duality and Firm Performance: Evidence from Hong Kong	- การควมรวมตำแหน่งผู้บริหาร - ผู้ถือหุ้นครอบครัว - ผลการดำเนินงาน	ความสัมพันธ์ระหว่างคู่ซีอีโอและการบัญชีนั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยการควบคุม โดยสถาบันครอบครัวคู่ CEO จะส่งผลดีต่อกิจการแต่จะไม่ได้ส่งผลดีกับบริษัทที่ไม่ได้ควบคุมโดยครอบครัว
Lskavyan & Spatareanu (2006)	Ownership concentration, Market monitoring and Performance Evidence from the UK, the Czech Republic and Poland	- โครงสร้างผู้ถือหุ้น - มูลค่ากิจการ	ความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานกิจการที่มีผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพทางการตลาดของบริษัท

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Maheshwarl (2007)	Corporate Characteristics & social Responsibility Reporting	- ลักษณะและขนาดของ บริษัท - โครงสร้างบริษัทและการเปิดเผยข้อมูลต่อสังคม	ขนาดกิจการ ประเภทอุตสาหกรรม โครงสร้างกำไรและการเปิดเผย ข้อมูลต่อสังคมมีความสัมพันธ์กับ ผลการดำเนินงานของกิจการ
Nazli (2007)	Ownership Structure and Corporate Social Responsibility Disclosure: Some Malaysian Evident	- สัดส่วนผู้มีส่วนได้เสีย - ขนาดกิจการ - อัตราส่วนทางการเงิน	ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์กับ โครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานของกิจการ
Visser (2007)	Corporate Sustainability and the individual	- ประเภทธุรกิจ - ความยั่งยืนขององค์กร	ผู้จัดการหรือตัวแทนและพนักงาน จากประเภทธุรกิจแตกต่างกันมี บทบาทต่อความยั่งยืนขององค์กร
Ali et al. (2008)	Ownership Structure and Earnings Management in Malaysian Listed Companies: The size Effect	- โครงสร้างผู้ถือหุ้น - การบริหารกำไร - รายการบัญชีคงค้าง	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจ บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ บริษัทขนาดใหญ่เมื่อเทียบกับ บริษัทขนาดเล็กสัดส่วนของผู้ถือหุ้นสถาบันและผู้ถือหุ้นต่างชาติมีความสัมพันธ์กับรายการบัญชีคงค้าง
ศิลปพร ศรีจันเพชร (2551)	ความรับผิดชอบของ คณะกรรมการบริษัท โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับ มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์	- ขอบเขตอำนาจของ ตัวแทน - ผลประโยชน์ของตัวแทน และตัวการ	การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มของ กิจการและปัญหาตัวแทนส่งผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน
Zouari & Rebai (2009)	Institutional Ownership Differences and Earnings Management: A Neural Networks Approach	- ผู้ถือหุ้นสถาบัน - การบริหารกำไร	การวิเคราะห์รายการคงค้างทางบัญชีต่อการบริหารกำไรไม่มีความสัมพันธ์กับ ผู้ถือหุ้นสถาบันจากกรณีมีส่วนร่วมของ กองทุนบำนาญ บำนาญและธนาคารในเมืองหลวง

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Charfeddine & Elmarzougui (2010)	Institutional Ownership and Firm Performance : Evidence from France	- ผู้ถือหุ้นสถาบัน - ประสิทธิภาพของบริษัท - Tobin's Q	ความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นเจ้าของของสถาบันและประสิทธิภาพของบริษัท ความเป็นเอกภาพของกรรมสิทธิในโครงสร้างความเป็นเจ้าของมีผลกระทบต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทวัดจาก Tobin's Q
Magali et al. (2013)	Triangulating Environmental Performance: What do Corporate Social Responsibility Ratings Really Capture	- การเปิดข้อมูลสัดส่วนของผู้ถือหุ้น	สัดส่วนของผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท เชื่อมโยงกับกระบวนการของความแปรปรวนของข้อมูล
Ayadi & Boujelbene (2014)	The relationship between ownership structure and earnings quality in the French context	- โครงสร้างความเป็นเจ้าของ - คุณภาพรายได้ - การจัดการรายได้ - ข้อมูลเชิงรายได้	การเป็นเจ้าของการจัดการมีผลกระทบต่อการจัดการรายได้และการรวมความเป็นเจ้าของและความเป็นเจ้าของสถาบันมีผลกระทบต่อความไม่มั่นคงของรายได้ การดำรงอยู่
Celik & Isaksson (2014)	Institutional investors and ownership engagement	- การกำกับดูแลกิจการ - นักลงทุนสถาบัน - แรงจูงใจการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้น - การเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้น	การมีส่วนร่วมของเจ้าของที่แตกต่างกันตั้งแต่ "ไม่มีการมีส่วนร่วม" ถึง "มีส่วนร่วมภายใน" การมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของไม่ได้เป็นส่วนสำคัญของรูปแบบธุรกิจ นโยบายสาธารณะและมาตรฐานความสมัครใจ

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Hilary et al. (2014)	Management Forecast Consistency	- ความสอดคล้องการ คาดการณ์ - การจัดการปฏิภพของ นักลงทุน	ผู้จัดการทำให้เกิดข้อผิดพลาดใน การพยากรณ์มีอิทธิพลต่อ ปฏิภพของนักลงทุนและการ แก้ไขของนักวิเคราะห์แม้ว่าจะ ควบคุมผลของความแม่นยำ ผลกระทบนี้มีความสำคัญทาง เศรษฐกิจและมีความแข็งแกร่ง ทางสถิติมากกว่าความแม่นยำใน การคาดการณ์ นักลงทุนที่มีความ ซับซ้อนมากขึ้นและนักวิเคราะห์ ที่มีประสบการณ์มีความเข้าใจที่ดี ขึ้นเกี่ยวกับประโยชน์ของการ พยากรณ์ที่สอดคล้องกัน
Ajay & Msdhumathi (2015)	Institutional Ownership and Earnings Management in India	- การจัดการรายได้ - เงินคงค้าง - ความเป็นเจ้าของสถาบัน	การจัดการรายได้วัดโดยใช้รายการ คงค้างทางบัญชี บริษัท ที่มีการถือ ครองสถาบันสูงกว่ามีคุณภาพของ รายได้ที่สูงขึ้น ความเป็นเจ้าของ สถาบันมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ การจัดการรายได้สำหรับ บริษัท ขนาดใหญ่และบริษัทที่เติบโตจะ พบว่ามีจัดการกำไรที่สูงขึ้น
Wang & Shailer (2015)	Ownership Concentration and Firm Performance in Emerging Markets: A Meta-Analysis	- ตลาดเกิดใหม่ - ความเข้มข้นของความ เป็นเจ้าของ - ผลการดำเนินงาน	ความเป็นเจ้าของบริษัท มี ความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการ ดำเนินงานของบริษัทในหลาย ประเทศ โดยองค์ระหว่าง ประเทศที่มีสภาพแวดล้อมการ กำกับดูแลที่คล้ายกัน

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Orazalin et al. (2016)	Corporate Governance and Firm Performance in The Oil and Gas Industry of Russia	- การกำกับดูแลกิจการ - ผลการดำเนินงาน	ความสัมพันธ์ระหว่างมาตรการประสิทธิภาพการบัญชีและกลไกการกำกับดูแลกิจการและการเป็นเจ้าของการบริหารและความเป็นเจ้าของต่างชาตินั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับประสิทธิภาพของบริษัท และการเป็นเจ้าของรัฐบาลมีผลกระทบในเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการบัญชี
Sechnackenberg and Tomlinson (2016)	Organizational transparency: A new perspective on Managing trust in organization-stakeholder relationships	- การเปิดเผยข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้น - การเปิดเผยข้อมูลสัดส่วนกรรมการอิสระ - นโยบายและหลักเกณฑ์การจ่ายค่าตอบแทนกรรมการ	ความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูล โครงสร้างเจ้าของและผลตอบแทนกรรมการอย่างโปร่งใส ชัดเจนตรวจสอบได้มีความสำคัญต่อผู้มีส่วนได้เสียที่ไว้วางใจในองค์กร
Chatiwong (2017)	Accounting Theory Research: From the Past to the Future	- โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระตุกตัว - โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว - แรงจูงใจในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชี	พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและแรงจูงใจในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีและโครงสร้างการถือหุ้นที่แตกต่างกันมีผลกระทบต่อรายงานทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ
Tee et al. (2018)	Institutional Investors and CEO pay Performance in Malasian Firms	- แรงจูงใจของประธานกรรมการและผู้จัดการ - ผลการดำเนินงาน	โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผู้บริหารรายหลักเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีแรงจูงใจในการทำงานสูงกว่าและส่งผลต่อการดำเนินงานสูง

จากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตผู้วิจัยสามารถสรุปได้ว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ประกอบด้วย สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว สัดส่วนผู้ถือหุ้น นักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ดังนั้นในการศึกษาคั้งนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐาน การวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 (H₁) โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

2.2.2 โครงสร้างกรรมการบริษัท มีผลต่อผลการดำเนินงาน การศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างกรรมการบริษัท มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

2.2.2.1 สัดส่วนกรรมการบริหาร จากงานวิจัยของ Mouseli & Hussainey (2014) บรรษัทภิบาล นักวิเคราะห์ค่านิยมคุณภาพ CG โดยรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับจำนวนนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัทนอกจากนี้คะแนนการชดเชยเป็นองค์ประกอบหลักที่มีผลต่อจำนวนนักวิเคราะห์ที่ติดตาม บริษัทในสหราชอาณาจักร นักวิเคราะห์การเงินมีความกังวลเกี่ยวกับจำนวนผู้บริหารและ กรรมการกำหนดค่าตอบแทนที่ได้รับค่าตอบแทนผู้บริหารระดับสูง (CEO) สามารถใช้เป็นกลไกที่มีประสิทธิภาพในการลดต้นทุนของหน่วยงาน Arora & Sharma (2016) การกำกับดูแลกิจการ คณะกรรมการบริษัท ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถ บรรลุผลทางการบัญชีและการตลาดที่สูงขึ้น แสดงว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีนำไปสู่การลดค่าใช้จ่ายของหน่วยงานบริษัทของโลกกำลังพัฒนาสามารถเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานโดยใช้การกำกับดูแล กิจการที่ดี AL-Shaer et al. (2017) จาummองที่ผู้จัดการต้องแสวงหาการรับรองที่เป็นอิสระจากข้อมูล ความยั่งยืนเพื่อส่งสัญญาณความน่าเชื่อถือและนักลงทุนมีแนวโน้มที่จะประเมินข้อมูลที่มั่นใจได้อย่าง อิสระที่เชื่อมโยงกับระบบแรงจูงใจ การศึกษาเพื่อตรวจสอบผลกระทบของการรับประกันความยั่งยืน หลังจากควบคุมกลไกการกำกับดูแลและปัจจัยเฉพาะบริษัทพบว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ มีความยั่งยืนและบริษัทโดยเฉพาะอย่างยิ่งการดำเนินการในอุตสาหกรรมที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม ด้วยความสมัครใจ

2.2.2.2 สัดส่วนกรรมการอิสระ จากการศึกษาของนักวิจัยในอดีต อาทิเช่น Singh & Gaur (2009) พบว่า คณะกรรมการอิสระมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท สอดคล้องกับงานวิจัย ของ Bermig & Frick (2010) ประสิทธิภาพของบริษัท ผลการดำเนินงานของบริษัท ขนาดของ คณะกรรมการไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทการควบคุมปัจจัยอื่น ๆ (ที่มีศักยภาพ)

ของผลการดำเนินงานของบริษัท รวมถึงอิทธิพลของขนาดของคณะกรรมการอิสระไม่สามารถหาผลกระทบที่สอดคล้องกันของขนาดบอร์ดหรือองค์ประกอบของบอร์ดต่อการประเมินค่าและประสิทธิภาพของบริษัท Gulzar & Wang (2011) ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนของกรรมการอิสระ สัดส่วนของการถือหุ้นของกรรมการ การเข้าประชุมของคณะกรรมการ การบริหารกำไร ลักษณะการกำกับดูแลกิจการมีบทบาทสำคัญในการลดการจัดการรายได้และมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการจัดการรายได้ ผลการดำเนินงานและคุณลักษณะการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างกัน Duc Vo & Thuy Phan (2013) การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทหลักฐานทางธุรกิจจากเวียดนาม เป็นการศึกษาเชิงประจักษ์ครั้งนี้เป็นการศึกษาเพื่อหาปริมาณความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในเวียดนามในการศึกษานี้ผู้เขียนได้ทำการทบทวนวรรณกรรมอย่างละเอียดเพื่อระบุองค์ประกอบต่าง ๆ ที่มีส่วนในการกำกับดูแลกิจการโดยรวมในการศึกษานี้การกำกับดูแลกิจการที่ถูกพิจารณาว่าประกอบด้วยองค์ประกอบดังนี้ ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนการเป็นสมาชิกของคณะกรรมการหญิง ความเป็นคู่ของ CEO ระดับการศึกษาของสมาชิกคณะกรรมการ ประสบการณ์การทำงานของคณะกรรมการ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระภายนอก ค่าตอบแทนของคณะกรรมการ ความเป็นเจ้าของของคณะกรรมการ และกลุ่มผู้ถือครองหุ้นจากการใช้การทดสอบ FGLS ใน 77 บริษัทที่ซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงระหว่างปี 2549-2554 ผลการศึกษาเห็นว่าองค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการเช่น ความเป็นคู่ของ CEO ค่าตอบแทนคณะกรรมการมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทวัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของคณะกรรมการมีผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท การเป็นเจ้าของของสมาชิกในคณะกรรมการมีความสัมพันธ์แบบไม่เชิงเส้นกับการทำงานของบริษัท Yamg & Zhao (2014) ประสิทธิภาพของบริษัท การกำกับดูแลกิจการ ความเป็นเอกเทศ สภาพแวดล้อมการแข่งขัน บริษัทที่ความเป็นคู่ของ CEO มีประสิทธิภาพดีกว่า บริษัท ที่ไม่เป็นคู่ เมื่อสภาพการแข่งขันเปลี่ยนไปความแตกต่างด้านประสิทธิภาพมีขนาดใหญ่ขึ้นสำหรับบริษัทที่มีค่าใช้จ่ายด้านข้อมูลที่สูงขึ้นและการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นเกิดประโยชน์ของความเป็นคู่ของ CEO ในการประหยัดต้นทุนข้อมูลและการตัดสินใจที่รวดเร็ว Johl et al (2015) การกำกับดูแลกิจการ ลักษณะคณะกรรมการ การประชุมคณะกรรมการ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ความเชี่ยวชาญด้านการบัญชี ผลการดำเนินงานของบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทด้วยประสิทธิภาพการทำงานของคณะกรรมการที่มั่นคง มีความขยันการประชุมคณะกรรมการมีผลกระทบต่อประสิทธิภาพการทำงานของบริษัทความเชี่ยวชาญด้านการบัญชีและผลการดำเนินงานของบริษัท พบหลักฐานความสัมพันธ์

ระหว่างคณะกรรมการอิสระและผลการดำเนินงานของบริษัท คณะกรรมการอิสระมีบทบาทสำคัญในการจำกัดการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวจากการควบคุมภายในและส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการลงทุนสรุปได้ว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการในส่วนของคณะกรรมการควรมีกรรมการอิสระที่สามารถแสดงความคิดเห็นหรือชี้แนะในการบริหารงานต่อผู้บริหารได้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561)

2.2.2.3 สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ จากการศึกษางานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการตรวจสอบกับคุณภาพรายงานทางการเงิน เช่น งานวิจัยของ Klein (2002) พบว่า คณะกรรมการตรวจสอบที่มีความเป็นอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับรายการคงค้างเกินปกติ และงานวิจัยของ Choi et al. (2004); Dhaliwat et al. (2006); Baxter and Cotter (2009) และ Bedard et al. (2010) ที่พบว่าจำนวนกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อคุณภาพของกำไร

ตารางที่ 2.2 สรุปการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดการกำกับดูแลกิจการ - โครงสร้างกรรมการ

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Klein (2002)	Audit Committee, Board of Director Characteristics and Earnings Management	- การจัดการรายได้ - การกำกับดูแลกิจการ - คณะกรรมการตรวจสอบ - คณะกรรมการบริษัท	คณะกรรมการตรวจสอบที่มีความเป็นอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับรายการคงค้างเกินปกติ
Choi et al (2004)	The Role of Audit Committees in Decreasing Earnings Management	- คณะกรรมการตรวจสอบ - ความเป็นอิสระของกรรมการ - ความสามารถของกรรมการ - กิจกรรมของคณะกรรมการ - การจัดการรายได้	ความเป็นอิสระและความสามารถของคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรของบริษัท การถือหุ้นของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการรายได้ คณะกรรมการจากสถาบันการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการรายได้ อย่างไรก็ตามกิจกรรมของคณะกรรมการไม่เกี่ยวข้องกับการจัดการรายได้
Dhaliwal et al (2006)	Audit Committee Financial Expertise, Corporate Governance and Accruals Quality:	- คณะกรรมการตรวจสอบ - ความเชี่ยวชาญด้านบัญชี - คุณภาพสะสม	ความเชี่ยวชาญทางการเงินที่มีอิทธิพลในเชิงบวกต่อประสิทธิภาพของคณะกรรมการตรวจสอบ มี

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
	: An Empirical Analysis		ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างความเชี่ยวชาญด้านการเงินคณะกรรมการตรวจสอบ(ความเชี่ยวชาญด้านการบัญชีการเงินและการกำกับดูแล) และคุณภาพคงค้าง เมื่อมีการกำกับดูแลที่ดี คณะกรรมการตรวจสอบมีความเชี่ยวชาญด้านการบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อคุณภาพกำไร
Baxter & Cotter (2009)	Audit Committees and Earnings Quality.	- การกำกับดูแลกิจการ - กรรมการตรวจสอบ - คุณภาพของกำไร	จำนวนกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อคุณภาพกำไร
Singh & Gaur (2009)	Business Group Affiliation, Firm Governance, and Firm Performance: Evidence from China and India	- การกำกับดูแลกิจการ - ความเข้มข้นของความเป็นเจ้าของ - ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ	ความเข้มข้นของความเป็นเจ้าของมีผลในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในขณะที่ความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท นอกจากนี้พบว่าความเป็นเจ้าของมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพของบริษัทในบริบทของประเทศนั้น ๆ
Bedard et al (2010)	Strengthening the Financial Reporting System: Can audit committees deliver?	- การกำกับดูแลกิจการ - กรรมการตรวจสอบ - คุณภาพของกำไร	จำนวนกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อคุณภาพกำไร

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Bermig & Frick (2010)	Board Size, Board Composition and Firm Performance: Empirical Evidence from Germany	<ul style="list-style-type: none"> - การกำกับดูแลกิจการ - ประสิทธิภาพของบริษัท - ผลการดำเนินงานบริษัท 	ขนาดของคณะกรรมการไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทการควบคุมปัจจัยอื่น ๆ ของผลการดำเนินงานของบริษัท เรา ประเมินข้อมูลรวมถึงอิทธิพลของขนาดของคณะกรรมการอิสระไม่สามารถหาผลกระทบที่สอดคล้องกัน ของขนาดบอร์ดหรือองค์ประกอบของบอร์ดต่อการประเมินค่าและประสิทธิภาพของบริษัท
Gulzar & Wang (2011)	Corporate Governance Characteristics and Earnings Management: Empirical Evidence from Chinese Listed Firms	<ul style="list-style-type: none"> - ขนาดของคณะกรรมการ - สัดส่วนของกรรมการอิสระ - สัดส่วนของการถือหุ้นของกรรมการ - การเข้าประชุมของคณะกรรมการ 	ลักษณะการกำกับดูแลกิจการมีบทบาทสำคัญในการลดการจัดการรายได้มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการจัดการรายได้และคุณลักษณะการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างกัน
Duc Vo a b * & Thuy Phan (2013)	Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnam	<ul style="list-style-type: none"> - การกำกับดูแลกิจการ - ค่าตอบแทนกรรมการ - ความเป็นเจ้าของของคณะกรรมการ - กลุ่มผู้ถือหุ้นหลัก - ผลการดำเนินงาน 	องค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการเช่น ความเป็นคู่ของ CEO ค่าตอบแทนของคณะกรรมการมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท วัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของคณะกรรมการมีผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Mouseli & Hussainey (2014)	Corporate Governance, Analay Following and Firm Value	- บรรษัทภิบาล - นักวิเคราะห์ - ค่านิยม	คุณภาพ CG โดยรวม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับจำนวนนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัท คะแนนการชดเชยเป็นองค์ประกอบหลักที่มีผลต่อจำนวนนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัทในสหราชอาณาจักร นักวิเคราะห์การเงินมีความกังวลเกี่ยวกับจำนวนผู้บริหารและกรรมการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารระดับสูง (CEO) สามารถใช้เป็นกลไกที่มีประสิทธิภาพในการลดต้นทุนของหน่วยงาน
Yamg & Zhao (2014)	CEO Duality and Firm Performance: Evidence from an Exogenous Shock to the Competitive Environment	- ประสิทธิภาพของ บริษัท - การกำกับดูแลกิจการ - ความเป็นเอกเทศ - สภาพแวดล้อมการแข่งขัน	บริษัทที่ CEO คู่มีประสิทธิภาพดีกว่าบริษัทที่ไม่เป็นคู่ เมื่อสภาพการแข่งขันเปลี่ยนไปความแตกต่างด้านประสิทธิภาพมีขนาดใหญ่ขึ้นสำหรับบริษัทที่มีค่าใช้จ่ายด้านข้อมูลที่สูงขึ้นและการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นเกิดประโยชน์ของความเป็นคู่ของ CEO ในการประหยัดต้นทุนข้อมูลและการตัดสินใจที่รวดเร็ว
Johl et al (2015)	Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Malaysian Public Listed Firms	- การกำกับดูแลกิจการ - ลักษณะคณะกรรมการ - การประชุมคณะกรรมการ - ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ - ความเชี่ยวชาญด้านการ	ความเป็นอิสระของคณะกรรมการไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทด้วยประสิทธิภาพการทำงานของคณะกรรมการที่มั่นคง มีความชยันการประชุมคณะกรรมการมี

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
		บัญชี - ผลการดำเนินงานของ บริษัท	ผลกระทบต่อประสิทธิภาพการ ทำงานของบริษัท ความเชื่อวาง ด้านการบัญชีและผลการดำเนินงาน ของ บริษัท
Arora & Sharma (2016)	Corporate governance and firm performance in developing countries: evidence from India	- การกำกับดูแลกิจการ - คณะกรรมการบริษัท - ผลการดำเนินงานของ บริษัท	บริษัทที่ปฏิบัติตามหลักการกำกับ ดูแลกิจการที่ดีสามารถบรรลุผลการ บัญชีและการตลาดที่สูงขึ้น แสดงว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีนำไปสู่การ ลดค่าใช้จ่ายของหน่วยงาน บริษัท ของโลกกำลังพัฒนาสามารถเพิ่ม ประสิทธิภาพการทำงานโดยใช้การ กำกับดูแลกิจการที่ดี
AL-Shaer et al. (2017)	CEO Compensation and Sustainability Assurance from the UK	- ผลตอบแทนกรรมการ - ผลการดำเนินงาน	การควบคุมกลไกการกำกับการดูแล และ บั จ ฉ ย เ พ า ะ บ ริ ษั ท มี ความสัมพันธ์เชิงบวกกับการ ค่าตอบแทนกรรมการระยะสั้นและ ระยะยาวและความยั่งยืนในการ ดำเนินงานของกิจการ

จากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตผู้วิจัยสามารถสรุปได้ว่า โครงสร้างกรรมการที่ประกอบด้วย สัดส่วนกรรมการบริหาร สัดส่วนกรรมการอิสระ และสัดส่วน กรรมการตรวจสอบมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม MAI ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 2 (H₂) โครงสร้างกรรมการมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

2.2.3 ค่าตอบแทนกรรมการมีผลต่อผลการดำเนินงาน จากแนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต การศึกษาค่าตอบแทนกรรมการสามารถสรุปรายละเอียดได้ดังต่อไปนี้

Smith and Watts (1992) ได้ศึกษาเกี่ยวกับโอกาสการลงทุน นโยบายทางการเงิน นโยบายการจ่ายเงินปันผล ตัวเลือกทางการเงิน เงินปันผล และนโยบายค่าตอบแทน ผลการวิจัยพบว่า การตัดสินใจในนโยบายของบริษัทและลักษณะของบริษัทต่าง ๆ จากทฤษฎีการทำสัญญาที่มีความสำคัญมากกว่าในการอธิบายความแปรปรวนแบบตัดขวางในนโยบายการเงินเงินปันผลและการชดเชยที่สังเกตได้มากกว่าทฤษฎีภาษีหรือทฤษฎีการส่งสัญญาณ ในส่วนของ Shrieves et al (2002) มีแนวคิดเรื่องการจัดการรายได้ ค่าตอบแทนผู้บริหารมีองค์ประกอบของค่าตอบแทนที่มีผลต่อพฤติกรรมจัดการรายได้ การออกแบบสัญญาชดเชยนั้น มีผลต่อการจัดการรายได้และอิทธิพลขององค์ประกอบค่าตอบแทนต่าง ๆ นั้น คาดการณ์ได้อย่างมากจากข้อสันนิษฐานที่ผู้จัดการ (อย่างน้อยบางคน) ที่มีโอกาส Kato & Long (2005) กล่าวถึง ค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัท ประสิทธิภาพขององค์กร ผลการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทและประสิทธิภาพขององค์กร อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อค่าตอบแทนกรรมการ Bergstresser et.al. (2006) ศึกษาเกี่ยวกับค่าตอบแทนกรรมการ การตกแต่งกำไร ผลการวิจัยพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการและการตกแต่งกำไร ผลตอบแทนกรรมการคาดหวังการให้สิทธิซื้อหุ้นมีความสำคัญในระดับการตกแต่งกำไรที่สูงขึ้นกว่าการรับเงินเดือน Brick, Palmon and Wald (2006) ศึกษาเรื่องความแตกต่างค่าตอบแทน แรงจูงใจในการบริหารบริษัท การชดเชย ประสิทธิภาพการบริหาร CEO ลักษณะของ CEO และตัวแปรการกำกับดูแล ผู้รับมอบฉันทะ ผลการศึกษาพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่สำคัญระหว่าง CEO ค่าตอบแทนผู้บริหาร และการชดเชยที่มากเกินไป ผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่ขึ้นอยู่กับการกำกับดูแลที่ไม่ดี Shuto (2007) ได้ศึกษาค่าตอบแทนผู้บริหาร การจัดการรายได้ เงินคงค้างตามดุลยพินิจในรายการพิเศษ ผลการวิจัยพบว่า บริษัทที่ไม่ได้รับโบนัสจะใช้เงินคงค้างที่ลดลงจากรายได้ และรายการพิเศษมีความเกี่ยวข้องเชิงลบอย่างยิ่งกับการไม่จ่ายโบนัส ในความสัมพันธ์ระหว่างเงินคงค้างตามดุลยพินิจและโบนัสผู้บริหารนั้นแตกต่างกันไปตามสถานการณ์ของบริษัท Adelopo (2010) ทดสอบในเรื่องของความสัมพันธ์ระหว่างพันธะทางเศรษฐกิจกับบทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบ ผลการทดสอบพบว่าพันธะทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับบทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบ มีผลต่อค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้น และพบการบริหารงานจากผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและแบบกระจายตัวมีความสอดคล้องกับบทบาทคณะกรรมการตรวจสอบ Bermig & Frick (2010) กล่าวถึง จำนวนกรรมการไม่ส่งผลกระทบต่อ

ผลการดำเนินงานของบริษัท การควบคุมปัจจัยอื่น ๆ ของผลการดำเนินงานของบริษัทที่ประเมินความเชื่อมโยงรวมถึงอิทธิพลของขนาดของคณะกรรมการอิสระไม่สามารถหาผลกระทบที่สอดคล้องกันของขนาดบอร์ดหรือองค์ประกอบของบอร์ดต่อการประเมินค่าและประสิทธิภาพของบริษัท Ertimur, Ferri and Muslu (2011) กล่าวถึง ความสัมพันธ์ระหว่างสิทธิการออกคะแนนเสียงของผู้ถือหุ้น การตรวจสอบและวิธีการผลักดันคณะกรรมการและผู้บริหารระดับสูง โครงสร้างการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานขององค์กร Duc Vo and Thuy Phan (2013) กล่าวถึง การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท: หลักฐานทางธุรกิจจากเวียดนาม การศึกษาเชิงประจักษ์ครั้งนี้ เป็นการศึกษาเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทประกอบด้วยองค์ประกอบ ค่าตอบแทนของคณะกรรมการ จากการใช้การทดสอบ FGLS ใน 77 บริษัทที่ซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงระหว่างปี 2549-2554 ผลการศึกษาพบว่า องค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการ ค่าตอบแทนคณะกรรมการมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทวัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ส่วนในด้านของ Correa and Lel (2014) ศึกษาเกี่ยวกับ ค่าตอบแทนผู้บริหาร นโยบายการจ่ายเงิน โครงสร้างการจ่ายค่าตอบแทน และการประเมินมูลค่าบริษัท ผลการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการมีระดับค่าจ้างที่ต่ำกว่า แต่มาตรการ SoP จะช่วยกระชับความไวของการจ่ายค่าตอบแทนให้กับผู้บริหารได้ ผลการดำเนินงานของบริษัทจะมีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญ นโยบายค่าตอบแทนผู้บริหารและการประเมินมูลค่าของบริษัทหลังจากผ่านมาตรการของ SoP ทั่วโลก ระดับค่าจ้างที่ต่ำกว่ากับผลการดำเนินงานของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญ ตอนนโยบายค่าตอบแทนของผู้บริหารและการประเมินมูลค่าของบริษัท Mouseli & Hussainey (2014) พบว่า บรรษัทภิบาล นักวิเคราะห์ค่านิยมคุณภาพ CG โดยรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับจำนวนนักวิเคราะห์ที่ติดตามบริษัท นอกจากนี้คะแนนการชดเชยเป็นองค์ประกอบหลักมีผลต่อจำนวนนักวิเคราะห์ที่ติดตาม บริษัทในสหราชอาณาจักร นักวิเคราะห์การเงินมีความกังวลเกี่ยวกับจำนวนผู้บริหารและกรรมการกำหนดค่าตอบแทนที่ได้รับค่าตอบแทนผู้บริหารระดับสูง (CEO) สามารถใช้ เป็นกลไกที่มีประสิทธิภาพในการลดต้นทุนของหน่วยงาน Conyon (2015) กล่าวถึง ตัวแปรค่าตอบแทน CEO สำคัญที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย เงินเดือน โบนัส หุ้น มีความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหาร แรงจูงใจในการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร การใช้สิทธิของผู้ถือหุ้นกับการจ่ายค่าตอบแทนของ CEO Sechnackenberg and Tomlinson (2016) พบว่า ความสัมพันธ์ของความโปร่งใสชัดเจนตรวจสอบได้ของการเปิดเผยข้อมูลนโยบายและหลักเกณฑ์การจ่ายค่าตอบแทนกรรมการมีความสำคัญต่อผู้มีส่วนได้เสียที่ไว้วางใจองค์กร จากมุมมองของ AL-Shaer et al. (2017) ที่เห็นว่าผู้จัดการ

ต้องแสวงหาการรับรองที่เป็นอิสระจากข้อมูลความยั่งยืนเพื่อส่งสัญญาณความน่าเชื่อถือแก่นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะประเมินข้อมูลที่มั่นใจได้อย่างอิสระ เชื่อมโยงกับระบบแรงจูงใจ การศึกษานี้ได้ตรวจสอบผลกระทบของการรับประกันความยั่งยืน หลังจากควบคุมกลไกการกำกับดูแลและปัจจัยเฉพาะบริษัทพบว่า การพัฒนาอย่างยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายค่าตอบแทนระยะสั้นและระยะยาว นอกจากนี้ยังพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ความยั่งยืนและบริษัทที่มีการพัฒนาอย่างยั่งยืนกับการตอบแทน CEO ของพวกเขาด้วยค่าตอบแทนที่สูงขึ้นและมีแนวโน้มโดยรวมว่ากลยุทธ์ที่ยั่งยืนและเชื่อมโยงประสิทธิภาพระยะสั้นให้สูงสุด ด้วยการคำนึงถึงการมีส่วนร่วมของ CEO ช่วยควบคุมพฤติกรรมการฉวยโอกาสของ CEO และลดการกระทำใด ๆ ที่เป็นเหตุจูงใจ ซึ่งสอดคล้องกับ Tee et al. (2018) ที่พบว่า แรงจูงใจของประธานกรรมการและผู้จัดการ ผลการดำเนินงาน โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผู้บริหารรายหลักเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีแรงจูงใจในการทำงานสูงกว่าและส่งผลต่อการดำเนินงานสูง และการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร จะประกอบไปด้วยองค์ประกอบหลักดังนี้ เงินเดือน (CEO PAY) เงินชดเชย (CEO Abnormal Pay) รางวัลหุ้น (CEO Stock Awards) และ CEO Option Awards

ตารางที่ 2.3 สรุปการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดการกำกับดูแลกิจการ- ค่าตอบแทนกรรมการ

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Smith and Watts (1992)	The Investment opportunity set and corporate financing dividend and compensation policies	- ชุดโอกาสการลงทุน - นโยบายทางการเงิน - นโยบายการจ่ายเงินปันผล - นโยบายค่าตอบแทน	ตัวเลือกทางการเงิน เงินปันผล และนโยบายค่าตอบแทน การตัดสินใจในนโยบายของบริษัท และลักษณะของบริษัทต่าง ๆ ทฤษฎีการทำสัญญา มีความสำคัญมากกว่าในการอธิบายความแปรปรวนแบบตัดขวางในนโยบายการเงินเงินปันผลและการชดเชยที่สังเกตได้มากกว่าทฤษฎีภาษีหรือการส่งสัญญาณ
McColgan & Patrick (2001)	Agency theory and corporate governance: a review of the literature from UK perspective	- สัดส่วนผู้ถือหุ้น - สิทธิในการออกเสียง - การกำหนดค่าตอบแทน	สัดส่วนการถือหุ้นที่แตกต่างกันส่งผลกระทบต่อการใช้สิทธิออกเสียงของผู้มีส่วนได้เสีย

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Shrieves et al (2002)	Earnings Management and Executive Compensation: a Case of Overdose of Option and Underdose of Salary?	- การจัดการรายได้ - ค่าตอบแทนผู้บริหาร	องค์ประกอบของค่าตอบแทนที่มีผลต่อพฤติกรรมการจัดการรายได้ การออกแบบสัญญาชดเชยนั้นมีผลต่อการจัดการรายได้และอิทธิพลขององค์ประกอบค่าตอบแทนต่าง ๆ นั้นคาดการณ์ได้อย่างมากจากข้อสันนิษฐานที่ผู้จัดการ (อย่างน้อยบางคน) ที่มีโอกาส
Kato & Long (2005)	Executive compensation, firm performance, and corporate governance in China: Evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen stock exchanges	- ค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัท - ประสิทธิภาพขององค์กร	ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทและประสิทธิภาพขององค์กร อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อค่าตอบแทนกรรมการ
Bergstresser et.al. (2006)	CEO Incentives and Earnings Management	- ค่าตอบแทนกรรมการ - การตกแต่งกำไร	ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการและการตกแต่งกำไร ผลตอบแทนกรรมการคลาดหวังการให้สิทธิซื้อหุ้นมีความสำคัญในระดับการตกแต่งกำไรที่สูงขึ้นกว่าการรับเงินเดือน
Brick, Palmon and Wald (2006)	CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?	- ความแตกต่างค่าตอบแทน - แรงจูงใจในการบริหารบริษัท - การชดเชย CEO - ประสิทธิภาพการบริหาร	ลักษณะของ CEO และตัวแปรการกำกับดูแลผู้รับมอบฉันทะมีความสัมพันธ์เชิงบวกที่สำคัญระหว่าง CEO และค่าตอบแทนผู้บริหารและการชดเชยที่มากเกินไปส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่ขึ้นอยู่กับตัวแปรการกำกับดูแลที่ไม่ดี

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Shuto (2007)	Executive Compensation and Earnings Management: Empirical Evidence from Japan	<ul style="list-style-type: none"> - ค่าตอบแทนผู้บริหาร - การจัดการรายได้ - เงินคงค้างตามดุลยพินิจ - รายการพิเศษ 	บริษัทที่ไม่ได้รับโบนัสจะใช้เงินคงค้างที่ลดลงจากรายได้และรายการพิเศษ รายการพิเศษมีความเกี่ยวข้องกับเชิงลบอย่างยิ่งกับการไม่จ่ายโบนัส ในความสัมพันธ์ระหว่างเงินคงค้างดุลยพินิจและโบนัสผู้บริหารนั้นแตกต่างกันไปตามสถานการณ์ของบริษัท
Berming & Frick (2010)	Board Size, Board Composition, and Firm Performance: Empirical Evidence from Germany	<ul style="list-style-type: none"> - การกำกับดูแลกิจการ - ประสิทธิภาพของบริษัท - การกำหนดรหัส 	ผลกระทบของขนาดและองค์ประกอบของคณะกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเยอรมัน พบว่า ไม่มีผลกระทบที่สอดคล้องกันของขนาดบอร์ดหรือองค์ประกอบของบอร์ดต่อการประเมินค่าและประสิทธิภาพของบริษัทผลที่ได้ตรงกันข้ามกับการศึกษาที่มีอยู่ส่วนใหญ่
Ertimur, Ferri and Muslu (2011)	Shareholder Activism and CEO pay	<ul style="list-style-type: none"> - สิทธิการออกคะแนนเสียงของผู้ถือหุ้น - การตรวจสอบและวิธีการผลักดันคณะกรรมการและผู้บริหารระดับสูง - โครงสร้างการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการ 	ความสัมพันธ์ของสิทธิการออกเสียงต่อโครงสร้างการจ่ายผลตอบแทนกรรมการและผู้บริหารระดับสูงมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานขององค์กร

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Duc Vo a b * & Thuy Phan (2013)	Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnam	<ul style="list-style-type: none"> - การกำกับดูแลกิจการ - ค่าตอบแทนกรรมการ - ความเป็นเจ้าของของคณะกรรมการ - กลุ่มผู้ถือหุ้นหลัก - ผลการดำเนินงาน 	องค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการเช่น ความเป็นคู่ของ CEO ค่าตอบแทนของคณะกรรมการมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท วัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของคณะกรรมการมีผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน
Correa and Lel (2014)	Say on Pay Laws, Executive Compensation, CEO Pay Slice, and Firm Value around the World	<ul style="list-style-type: none"> - ค่าตอบแทนผู้บริหาร - นโยบายการจ่ายเงิน - โครงสร้างการจ่ายค่าตอบแทน - การประเมินมูลค่าบริษัท - การกำกับดูแลกิจการ 	ระดับค่าจ้างที่ต่ำกว่าแต่กฎ SoP จะกระชับความไวของการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารให้กับผลการดำเนินงานของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในนโยบายค่าตอบแทนผู้บริหารและการประเมินมูลค่าของบริษัทหลังจากผ่านกฎหมายของ SoP ทั่วโลก
Conyon (2015)	CEO Compensation and Corporate Governance in China	<ul style="list-style-type: none"> - ค่าตอบแทนผู้บริหาร - แรงจูงใจในการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร 	ความสัมพันธ์ระหว่างการออกเสียงลงคะแนนของผู้ถือหุ้นกับการจ่ายค่าตอบแทนของ CEO พบว่า ตัวแปรค่าตอบแทน CEO ที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย เงินเดือน โบนัส หุ้น
Sechnackenberg and Tomlinson (2016)	Organizational transparency: A new perspective on Managins trust in organization-stake holder relation ships	<ul style="list-style-type: none"> - การเปิดเผยข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้น - การเปิดเผยข้อมูลสัดส่วนกรรมการอิสระ - นโยบายและหลักเกณฑ์การจ่ายค่าตอบแทนกรรมการ 	ความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูล โครงสร้างเจ้าของและผลตอบแทนกรรมการอย่างโปร่งใส ชัดเจนตรวจสอบได้มีความสำคัญต่อผู้มีส่วนได้เสียที่ไว้วางใจในองค์กร

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
AL-Shaer et al. (2017)	CEO Compensation and Sustainability Reporting Assurance: Evidence from the UK	- การชดเชยความยั่งยืน - การกำกับดูแลกิจการที่ดี	ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการความยั่งยืนและการรับรองภายนอกที่เป็นอิสระเกี่ยวกับการรวมเป้าหมายที่เกี่ยวข้องกับความยั่งยืนในสัญญาค่าตอบแทนของ CEO และการควบคุมการกำกับดูแลและลักษณะของ บริษัท เราพบว่าทั้งคณะกรรมการความยั่งยืนระดับคณะกรรมการและการรายงานการพัฒ น าย อ ย่าง ยั ง ยื น มี ความสัมพันธ์เชิงบวก
Tee et al. (2018)	Institutional Investor and CEO pay Performance in Malaysian Firms	- ความเป็นเจ้าของของนักลงทุนสถาบัน - ภูมิฐานะของนักลงทุนสถาบัน - ค่าตอบแทนผู้บริหาร	การเป็นเจ้าของนักลงทุนสถาบันโดยรวมมีผลกระทบเชิงลบต่อความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทและค่าตอบแทนของซีอีโออันเนื่องมาจากความเป็นเจ้าของสถาบันในท้องถิ่นซึ่งสอดคล้องกับการโต้แย้งว่านักลงทุนสถาบันต่างประเทศมีความเกี่ยวข้องกับการตรวจสอบที่ดี

จากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตผู้วิจัยสามารถสรุปได้ว่าค่าตอบแทนกรรมการที่ประกอบด้วย ค่าตอบแทนรายเดือน(เงินเดือน) เบี้ยประชุม โบนัสรายปี และหุ้นหรือหลักทรัพย์แปลงสภาพโครงการมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม MAI ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 3 (H₃) ค่าตอบแทนกรรมการมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

2.2.4 ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีผลต่อผลการดำเนินงาน จากงานวิจัยในอดีตของ Che-Ahmad and Houghton (1996) กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมสอบบัญชี ขนาดของกิจการ ความซับซ้อน และระดับความเสี่ยงของกิจการลูกค้ำมีอิทธิพลต่อราคาค่าตรวจสอบบัญชีอย่างมีสาระสำคัญของ 8 บริษัทผู้สอบบัญชีใหญ่ Niemi (2004) พบว่า ขนาดของผู้สอบบัญชี ราคาค่าสอบบัญชี และค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวก ซึ่งแสดงให้เห็นถึงค่าธรรมเนียมในการตรวจสอบบัญชีจะผันแปรตามคุณลักษณะของสำนักงานบัญชีและคุณลักษณะของลูกค้ำ Belle et al. (2008) ได้ศึกษาความสัมพันธ์การใช้แรงงาน ค่าธรรมเนียม และความเสี่ยงทางธุรกิจพบว่า ลูกค้ำมีความเสี่ยงเป็นปกติ โดยได้รับมอบหมายถึงความพยายามมากขึ้นแล้วนั้นส่งผลต่อค่าสอบที่สูงขึ้นด้วยกล่าวคือการกำหนดราคาค่าสอบในภายหลังและการเกิดความเสี่ยงของแนวทางการวางแผนการตรวจสอบมีความสำคัญกับราคาค่าสอบที่สูงขึ้น Adelopo (2010) กล่าวถึงผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่เป็นอิสระจากผู้ตรวจสอบบัญชีโดยการศึกษาของคณะกรรมการตรวจสอบในบริษัทที่จัดทะเบียนในสหราชอาณาจักร ได้สำรวจความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการตรวจสอบกับค่าธรรมเนียมของผู้ตรวจสอบภายนอกของกลุ่มตัวอย่างของบริษัท FTSE 350 ในสหราชอาณาจักรในช่วงระหว่างปี 2005-2006 พบว่าความสำเร็จโดยการให้คำตอบสำหรับคำถามวิจัยสามหลัก ขึ้นแรกปัจจัยของกิจกรรมของคณะกรรมการตรวจสอบคืออะไร ประการที่สองความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมของคณะกรรมการตรวจสอบกับค่าธรรมเนียมของผู้สอบภายนอกคืออะไร ประการที่สามความสัมพันธ์ระหว่างค่าตรวจสอบกับค่าที่ไม่ใช่ผู้สอบบัญชีคืออะไรและคณะกรรมการตรวจสอบมีผลต่อสิ่งเหล่านี้ได้อย่างไรเริ่มต้นด้วยพื้นฐานทางทฤษฎีของหน่วยงานการศึกษาพบหลักฐานที่สอดคล้องกับมุมมองที่สัดส่วนที่สูงขึ้นของกรรมการอิสระที่ไม่เป็นผู้บริหารในคณะกรรมการไม่พบว่ามีสถิติ สำคัญในการอธิบายกิจกรรมนอกจากนี้ยังมีเอกสารหลักฐานที่แสดงว่ากิจกรรมของคณะกรรมการตรวจสอบนั้นเกี่ยวข้องกับการเป็นเจ้าของการบริหารจัดการของหุ้นใน บริษัทสอดคล้องกับทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ของการตรวจสอบนักวิจัยใช้ค่าธรรมเนียมที่จ่ายให้กับผู้สอบบัญชีภายนอก สำหรับระดับของความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจระหว่างผู้สอบบัญชีและลูกค้ำของพวกเขา ค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้นถูกตีความเพื่อบ่งบอกถึงความเป็นอิสระที่ถูกบงกช มีการใช้มาตรการทางเลือกห้าข้อในการเชื่อมเศรษฐกิจ ผู้วิจัยพบความสัมพันธ์เชิงบวกที่มั่นคงและมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างมาตรการของพันธะทางเศรษฐกิจและกิจกรรมของคณะกรรมการตรวจสอบ การค้นพบนี้สอดคล้องกับมุมมองที่คณะกรรมการตรวจสอบซื้อบริการเพิ่มเติมจากผู้สอบบัญชีเพื่อเพิ่มคุณภาพการตรวจสอบและการรายงานความสัมพันธ์เชิงบวกที่แข็งแกร่งระหว่างการตรวจสอบและบริการที่ไม่ใช่การตรวจสอบและในทางกลับกันพบว่าใช้รูปแบบค่าธรรมเนียมสมการเดียว แต่ความสัมพันธ์เหล่านี้ไม่

สอดคล้องกันเมื่อนักวิจัยควบคุมสำหรับความเป็นเนื้อเดียวกันระหว่างการตรวจสอบกิจกรรมของ คณะกรรมการตรวจสอบไม่มีความสำคัญทางสถิติในความสัมพันธ์เหล่านี้หลักฐานนี้นำมารวมกัน สนับสนุนข้อเสนอที่ประหยัคขอบเขตของการมีส่วนร่วมในการให้บริการการตรวจสอบและไม่ได้ ตรวจสอบกับลูกค้ารายเดียวกัน ในที่สุดยังมีเอกสารหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่าความรู้ที่ล้นไหลจากบริการ ที่ไม่ใช่การตรวจสอบไปยังบริการตรวจสอบบัญชีและผู้สอบบัญชีไม่ได้ใช้การตรวจสอบเป็นผู้นำการ สูญเสีย Stanley (2011) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบ การกำหนดราคาการ ตรวจสอบและความเสี่ยงทางธุรกิจของลูกค้าผลการวิจัยพบว่า มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญและ คาดว่าค่าธรรมเนียมการตรวจสอบจะเป็นสัญญาณของผลการดำเนินงานในปัจจุบันและอนาคต Cumat et al. (2012) พบว่า มีความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมการตรวจสอบ การกำหนดราคาการตรวจสอบ ความเสี่ยงทางธุรกิจของลูกค้าและการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารจากสิทธิของผู้ถือหุ้นและผลการ ดำเนินงานของบริษัท Moutinho et al. (2012) ได้ศึกษาประสิทธิภาพของบริษัท ค่าธรรมเนียมการ ตรวจสอบและการกำกับดูแลกิจการ โดยได้ตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงประจักษ์และเชิงทฤษฎีระหว่าง ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีและผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่ามีค่าความสำคัญเป็นลบระหว่างการ จ่ายเงินให้กับผู้สอบบัญชีและการพิจารณาค่าตอบแทนจากการคาดหวังว่ามูลค่ากิจการจะสูงขึ้น Martinez and Moraes (2014) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีและประสิทธิภาพของบริษัท จดทะเบียนในประเทศบราซิลพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างเข้มแข็งระหว่างค่าสอบบัญชีกับมูลค่ากิจการ จากการตรวจสอบ Tobin's Q

ตารางที่ 2.4 สรุปการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดการกำกับดูแลกิจการ - ค่าธรรมเนียมสอบ บัญชี

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Che-Ahmad et al. (1996)	Audit fee premiums of big eight firms: Evidence from the market for medium-size U.K. audit fees	- ค่าธรรมเนียมการสอบ บัญชี - 8 บริษัทที่ผู้สอบบัญชี	ขนาดของกิจการ ความซับซ้อนและ ระดับความเสี่ยงของกิจการลูกค้ามี อิทธิพลต่อราคาค่าตรวจสอบบัญชี อย่างมีสาระสำคัญ
Niemi (2004)	Auditor size and audit pricing: evidence from small audit firms	- ขนาดของผู้สอบบัญชี - ราคาค่าผู้สอบบัญชี	ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีและ ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชีมี ความสัมพันธ์เชิงบวก ซึ่งแสดงให้เห็นถึงค่าธรรมเนียมในการ

ตารางที่ 2.4 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
			ตรวจสอบบัญชีจะผันแปรตามคุณลักษณะของสำนักงานบัญชีและคุณลักษณะของลูกค้า
Belle et al. (2008)	Audit Labor Usage and Fees under Business Risk Auditing	<ul style="list-style-type: none"> - การใช้แรงงาน - ค่าธรรมเนียม - ความเสี่ยงทางธุรกิจ 	ลูกค้ามีความเสี่ยงเป็นปกติโดยได้รับมอบหมายถึงความพยายามมากขึ้นแล้วนั้นส่งผลต่อค่าสอบที่สูงขึ้นด้วยกล่าวคือการกำหนดราคาค่าสอบในภายหลังและการเกิดความเสี่ยงของแนวทางการวางแผนการตรวจสอบมีความสำคัญกับราคาผู้สอบที่สูงขึ้น
Ismail Adelopo. (2010)	The Impact of Corporate Governance on Auditor Independence: A Study Of Audit Committees In UK Listed Companies	<ul style="list-style-type: none"> - การกำกับดูแลกิจการ - ความเป็นอิสระของผู้สอบบัญชี - คณะกรรมการตรวจสอบ 	ความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการตรวจสอบกับค่าธรรมเนียมการสอบพบว่า ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีที่สูงขึ้นเกี่ยวพันกับการขาดความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างพันธะทางเศรษฐกิจกับกิจกรรมของคณะกรรมการตรวจสอบ
Stanley (2011)	Is the Audit Fee Disclosure a Leading Indicator of Clients' Business Risk?	<ul style="list-style-type: none"> - ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบ - การกำหนดราคาการตรวจสอบ - ความเสี่ยงทางธุรกิจของลูกค้า 	คาดว่าค่าธรรมเนียมการตรวจสอบจะเป็นสัญญาณของผลการดำเนินงานในปัจจุบันและอนาคต
Moutinho et al. (2012)	Audit Fees and Firm Performance	<ul style="list-style-type: none"> - ประสิทธิภาพของ บริษัท - ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบ - การกำกับดูแลกิจการ 	ได้ตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงประจักษ์และเชิงทฤษฎีระหว่างค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีและผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีความสำคัญเป็นลบระหว่างการ

ตารางที่ 2.4 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
			จ่ายเงินให้กับผู้สอบบัญชีและการพิจารณาค่าตอบแทนจากการคาดหวังว่ามูลค่ากิจการจะสูงขึ้น
Martinez and Moraes (2014)	Association Between Independent Auditor Fees and Firm Value: A Study of Brazilian Public Companies	- ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบ - ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่การตรวจสอบ - Tobin's Q	ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมกับผู้สอบบัญชีและประสิทธิภาพของบริษัทจดทะเบียนในประเทศบราซิลพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างเข้มแข็งระหว่างค่าสอบบัญชีกับมูลค่ากิจการ

จากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตผู้วิจัยสามารถสรุปได้ว่า ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีที่ประกอบด้วย ขนาดกิจการลูกค้า ระดับความเสี่ยงของกิจการลูกค้า ความซับซ้อนของกิจการลูกค้ามีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม MAI ดังนั้นในการศึกษารั้งนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 4 (H₄) ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

2.2.5 ผลการดำเนินงานมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาด

การวัดผลการดำเนินงาน เป็นตัววัดความสำเร็จทางการเงินในด้านการดำเนินงานขององค์กรจากภายในทำให้ทราบถึงประสิทธิภาพและประสิทธิผลขององค์กรที่แสดงถึงความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารส่งผลต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น Belkaoui (1976); Fry and Hock (1976); Bowman (1978); Preston (1978); Anderson and Frankle (1980); Carrol and Hatfield (1985) และ Waddock and Graves (1997) ให้ความสำคัญกับการนำอัตราส่วนทางการเงินนั้นเพื่อมาวิเคราะห์และวัดผลการดำเนินงานขององค์กร Cascio (1989) ได้กล่าวถึงทฤษฎีการประเมินผลที่เกิดจากพฤติกรรม (Behavioral-Orientation) มี 2 วิธี คือ วิธีการวัดมาตรฐานค่าแบบกราฟิก (Graphic Rating Scales) และวิธีการวัดมาตรฐานค่าพฤติกรรมที่จัดแบ่งเป็นระดับขั้น (Behaviorally Anchored Rating Scales : BARS) โดยที่ Mohrman et al (2001) กล่าวถึงการประเมินผลการดำเนินงานนั้นมีผลมาจากการ

ประเมินผลการปฏิบัติงาน (Performance Appraisal) โดยการกำหนดความคาดหวังในการปฏิบัติงานของแรงงานจากการบันทึกผลการปฏิบัติงานให้สัมพันธ์กับความคาดหวังของแรงงาน จากงานวิจัยในอดีตมีการกล่าวถึงการประเมินขององค์กร โดยการคาดหวังการเปิดเผยจากข้อมูลทางบัญชี Cook (1992) กล่าวถึงข้อมูลทางบัญชี โดยการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจถูกนำมาใช้เนื่องจากความยืดหยุ่นของวิธีการที่ยอมรับในประเทศสวีเดน สิ่งนี้ไม่ควรตีความว่าบัญชีในประเทศสวีเดนส่วนใหญ่ไม่มีการควบคุมแต่สะท้อนถึงปัญหาการตีความว่าหลักการบัญชีที่ยอมรับกันโดยทั่วไปในประเทศสวีเดนเป็นอย่างไรนอกจากนี้ยังมีความสัมพันธ์ที่สำคัญระหว่างตัวแปรอิสระจำนวนหนึ่งกับขอบเขตการเปิดเผยข้อมูลทางบัญชี Laing and Weir (1999) กล่าวถึงโครงสร้างกรรมการตามหลักการกำกับดูแล การปฏิบัติตาม Cadbury และผลการดำเนินงานของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารมากกว่าสามคนและมีการยอมรับคณะอนุกรรมการคณะกรรมการย่อยเกือบทุกระดับ ค่าตอบแทนและคณะกรรมการตรวจสอบลักษณะเฉพาะของคณะกรรมการที่ Cadbury แนะนำจะนำไปสู่การปรับปรุงประสิทธิภาพหรือการก้าวไปสู่การปรับปรุงประสิทธิภาพทั่วโลกการกำกับดูแลเดียวที่ส่งผลกระทบในเชิงบวกคือการมีค่าตอบแทนและคณะกรรมการตรวจสอบระหว่างผลการดำเนินงานของกรรมการ McColgan (2001) กล่าวถึงปัญหาความขัดแย้งของตัวการและตัวแทน การกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลการดำเนินงานของกิจการจากปัญหาความขัดแย้งของตัวการและตัวแทนตามทฤษฎีตัวแทนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการ Demirbag (2006) พบว่าการรวมทุนระหว่างประเทศที่เป็นเจ้าของผู้มีส่วนได้เสีย IJV โดยการจัดทำบัญชีของ IJV ที่ครอบคลุมเกี่ยวกับทรัพยากรของพันธมิตรในการร่วมทุนและผลกระทบต่อทั้งองค์ประกอบความเป็นเจ้าของและอิทธิพลสัมพัทธ์ของพันธมิตรในกลยุทธ์การร่วมทุนการค้นพบให้การสนับสนุนที่ค่อนข้างแข็งแกร่งต่อคำอธิบายที่ใช้ทรัพยากรของพันธมิตรเชิงกลยุทธ์ในตลาดเกิดใหม่และบ่งชี้ถึงประโยชน์เพิ่มเติมของมุมมองการจัดการความรู้และระดับการใช้ทรัพยากรขององค์กรมีประสิทธิภาพทางธุรกิจ Pham et al. (2007) พบว่าการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยมูลค่า Tobin's Q และ EVA ผลการศึกษา กลไกการกำกับดูแลกิจการไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน Masheshwarl (2007) กล่าวถึง ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกิจการและ โครงสร้างบริษัท พบว่ามีความสำคัญเชิงบวกกับผลการดำเนินงานขององค์กร Visser (2007) ศึกษาความแตกต่างทางธุรกิจพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างประเภทธุรกิจที่แตกต่างมีความสำคัญอย่างเข้มแข็งกับผลการดำเนินงาน โดยที่ Ali et al (2008) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการ การบริหารกำไร โดยรายการบัญชีคงค้าง พบว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจบริหารงานมีความสำคัญเชิงลบกับบริษัทขนาดใหญ่ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นสถาบันและผู้ถือหุ้นต่างชาติมีความสัมพันธ์กับรายการบัญชีคงค้างอย่างมี

นัยสำคัญ Mashayekhi and Bazazb (2008) ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน พบว่าการวัดผลการดำเนินงานตามบัญชีเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของฝ่ายบริหารมากกว่ามาตรการตลาด Ehikioya (2009) ศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน พบว่า โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทและโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็งและรัดกุมมีความสัมพันธ์กับ ROA, ROE, PE ในมุมมองของ Mahmud et al. (2009) ที่ว่าลักษณะคุณภาพกำไรต่อผลการดำเนินงาน โดยพบว่าคุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนทางสินทรัพย์รวม Dechow et al. (2010) ศึกษาการบริหารกำไรต่อผลตอบแทนบริษัทและผลการตอบสนองในตลาดทุนที่เป็นลบสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของบริษัท Ionescu (2012) กล่าวถึงการกำกับดูแลกิจการและมูลค่ากิจการราคาตลาด Tobin's Q พบว่าผลการดำเนินงานจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าของกิจการตลาดเกิดใหม่ในประเทศลาตินอเมริกา พบว่าความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าของกิจการบริษัทตลาดเกิดใหม่ดำเนินการตามหลักการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน ROE และมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) เพิ่มขึ้น ในมุมมองของ Chiraz & Anis (2013) กล่าวถึงการบริหารกำไรและผลการดำเนินงาน พบว่าการบริหารกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญในปัจจุบันอื่น ๆ Cunat and Gine (2015) ความสามารถในการทำกำไรและผลตอบแทนจากการดำเนินงานจากมูลค่ากิจการ พบว่าสิทธิของผู้ถือหุ้นและผลตอบแทนกรรมการส่งผลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าทางการตลาด Sechnackenberg and Tomlinson (2016) กล่าวถึงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน มูลค่าทางการตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นอัตราส่วนทางการเงินในการวิเคราะห์ผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและความเชื่อถือได้ของผู้มีส่วนได้เสียในมูลค่าตลาดของบริษัท Shen (2016) กล่าวถึงการบริหารกำไรและการกำกับดูแลกิจการ โดยผู้ถือหุ้นมีความแตกต่างมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการบริหารกำไรของกิจการ Gautum (2017) ผลการดำเนิน ราคาหุ้นและเงินปันผลตอบแทนการบริหารกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานส่งผลต่อราคาหุ้นและเงินปันผลตอบแทน McConnell and Servaes (1990) จากการใช้ตัวอย่าง 1,173 บริษัทที่จดทะเบียนใน NYSE/AMEX ในปี 1976 และอีก 1,093 บริษัทในปี 1986 พบว่า IO มีผลกระทบทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ที่วัดโดย Tobin's Q โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวเผยให้เห็นถึงการตรวจสอบที่มีประสิทธิภาพโดยนักลงทุนสถาบัน Clay (2001) ได้ทำการตรวจสอบกลุ่มตัวอย่าง 8,951 ตัวอย่างระหว่างปี 1988 และ 1999 และพบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนผลกระทบเชิงบวกของความเป็น

เจ้าของสถาบันต่อผลการดำเนินงานของบริษัทดังกล่าวโดย Tobin's Q ใน โมเดลปกติที่น้อยที่สุด (OLS) และ Least Square (2SLS) เท่านั้น โดยเฉพาะผลลัพธ์ของ Clay (2001) ที่ชี้ให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ใน IO แปลผลเป็นการปรับปรุงประสิทธิภาพของบริษัทร้อยละ 0.75 โดยที่ Tobin's Q แปลหมายถึงมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมบวกมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ ลบด้วยมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ และภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีทั้งหมด หาดด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม Robert Luciano (2003) Trejo-Pech et al. (2006) เป็นการสำรวจความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบคงค้างและกระแสเงินสดของรายได้สำหรับธุรกิจการเกษตรแบบจำลองการรับรู้กระแสเงินสดสามแบบของธุรกิจอุตสาหกรรมเกษตรโดยนำไปเปรียบเทียบกับผลลัพธ์ที่ได้ของทุกบริษัท ซึ่งการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดโดยมี EBITDA เป็นตัวแทนในแบบจำลอง และผลลัพธ์เชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าทั้งขนาดและพฤติกรรมของ EBITDA แตกต่างจากกระแสเงินสดและไม่ควรถูกใช้เป็นตัวแทน แต่การศึกษาของ Bouwens et al. (2019) การศึกษานี้เพื่อประเมินมาตรการทางการเงิน EBITDA และตรวจสอบการใช้ EBITDA ในการรายงานทางการเงิน จากสิ่งแรกที่มีคำถามกับความคิดเห็นที่ ก.ล.ต. และ IASB เก็บตัวเลขจากกำไร EBITDA ที่ไม่ใช่ GAAP แม้ว่า EBITDA จะสะท้อนภาพที่ถูกต้องของผลการดำเนินงานและเป็นบทสรุปของข้อมูลกำไรสุทธิจากการดำเนินการเพื่อการยืนยันวิธีการจัดหาเงินทุนสินทรัพย์ และการศึกษานี้ยังแสดงให้เห็นว่าสามารถใช้ EBITDA เพื่อประเมินคุณภาพของรายได้ของบริษัทโดยทำการกระทบยอด EBITDA กับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพื่อแสดงความสามารถในการลงทุน การใช้เงินทุนและกำไรมากขึ้นหรือน้อยลงตามขนาดของกิจการ ดังนั้นการศึกษานี้ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาตัวแปรต่าง ๆ ในแต่ละด้านดังนี้

ตารางที่ 2.5 สรุปการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดในการวัดผลการดำเนินงาน

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Cook (1992)	Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies	- ข้อมูลทางบัญชี	การเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจถูกนำมาใช้เนื่องจากความยืดหยุ่นของวิธีการที่ยอมรับในสวีเดน สิ่งนี้ไม่ควรตีความว่าบัญชีสวีเดนส่วนใหญ่ไม่มีการควบคุมแต่สะท้อนถึงปัญหาการตีความว่าหลักการบัญชีที่ยอมรับกันโดยทั่วไปในประเทศสวีเดนเป็นอย่างไรนอกจากนี้ยังมีความสัมพันธ์ที่

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
			สำคัญระหว่างตัวแปรอิสระจำนวนหนึ่งกับขอบเขตการเปิดเผยข้อมูลหรือไม่
Raffoyrmier (1995)	The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Company	- การวัดขนาดบริษัท - ความสามารถในการทำกำไร - โครงสร้างความเป็นเจ้าของ - ความเป็นสากลขนาดของผู้สอบบัญชี - ร้อยละของสินทรัพย์ถาวร	ข้อกำหนดการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีของสวิสขึ้นอยู่กับระดับความวัดจากดัชนีโดยอ้างอิงจากข้อมูลที่ต้องมีการเปิดเผยโดย EU ขนาดและความเป็นสากลมีบทบาทสำคัญในนโยบายการเปิดเผยข้อมูลของบริษัท บริษัท ที่มีขนาดใหญ่และมีความหลากหลายในระดับสากลมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลมากกว่าบริษัท ขนาดเล็กในประเทศล้วน ๆ
Adams et al (1998)	Corporate Social Reporting Practices in Western Europe: Legitimizing Corporate Behavior	- อัตราส่วนทางการเงิน - รูปแบบการเปิดเผยข้อมูล - ขนาดกิจการ	สามารถใช้ทฤษฎีความชอบธรรมเพื่ออธิบายความแตกต่างที่เกี่ยวข้องกับขนาดและสมาชิกอุตสาหกรรมการวิเคราะห์เบื้องต้นบ่งชี้ว่าเหตุผลของความแตกต่างในประเทศต่าง ๆ นั้นมีความซับซ้อนมากขึ้นและเราเสนอคำแนะนำว่าจะสำรวจสิ่งเหล่านี้อย่างไรและมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงาน
Laing and Weir (1999)	Governance structures, Size and corporate Performance in UK	- โครงสร้างกรรมการตามหลักการกำกับดูแล - การปฏิบัติตาม Cadbury - ผลการดำเนินงานของ	กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารมากกว่าสามคนและมีกรรมการยอมนับคณะอนุกรรมการคณะกรรมการย่อยเกือบทุกระดับค่าตอบแทนและคณะกรรมการตรวจสอบลักษณะเฉพาะของคณะกรรมการที่ Cadbury แนะนำจะนำไปสู่การปรับปรุงประสิทธิภาพหรือการก้าวไปสู่การปรับปรุงประสิทธิภาพ ทั่วโลก

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
			การกำกับดูแลเดียวที่ส่งผลกระทบในเชิงบวกคือการมีค่าตอบแทนและคณะกรรมการตรวจสอบ
McColgan (2001)	Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective	- ปัญหาความขัดแย้งของตัวการและตัวแทน - การกำกับดูแลกิจการที่ดี - ผลการดำเนินงานของกิจการ	ปัญหาความขัดแย้งของตัวการและตัวแทน ตามทฤษฎีตัวแทนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการ
Demirbag (2006)	Resources and equity ownership in IJVs in Turkey	- การรวมทุนระหว่างประเทศ - ทรัพยากรที่เป็นเจ้าของผู้มีส่วนได้เสีย IJV	IJVs โดยจัดทำบัญชีที่ครอบคลุมเกี่ยวกับทรัพยากรของพันธมิตรในการร่วมทุนและผลกระทบต่อทั้งองค์ประกอบความเป็นเจ้าของและอิทธิพลสัมพัทธ์ของพันธมิตรในกลยุทธ์การร่วมทุน การค้นพบของเราให้การสนับสนุนที่ค่อนข้างแข็งแกร่งต่อคำอธิบายที่ใช้ทรัพยากรของพันธมิตรเชิงกลยุทธ์ในตลาดเกิดใหม่และบ่งชี้ถึงประโยชน์เพิ่มเติมของมุมมองการจัดการความรู้ ระดับการใช้ทรัพยากรขององค์กรมีประสิทธิภาพทางธุรกิจ
Haniffa and Hudaib (2006)	Corporate Governance Structure and Performance of Malasia Listed Companies	- การกำกับดูแลกิจการ - ผลการดำเนินงานของบริษัท - ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)	ขนาดคณะกรรมการและสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์ทางบวกต่อผลการดำเนินงาน
Trejo-Pech et al. (2006)	Accruals, Free Cash Flows, and EBITDA for Agribusiness Firms	- รายการคงค้าง - กระแสเงินสด - EBITDA	การสำรวจความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบคงค้างและกระแสเงินสดของรายได้สำหรับกิจการเกษตรโดยใช้แบบจำลองการรับรู้กระแสเงินสดเปรียบเทียบ EBITDA ของทุกบริษัท ผลลัพธ์เชิงประจักษ์แสดง

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
			ให้เห็นว่าทั้งขนาดและพฤติกรรมของ EBITDA แตกต่างจากกระแสเงินสด และไม่ควรถูกใช้เป็นตัวแบบ
Maheshwarl (2007)	Corporate Characteristics & social Responsibility Reporting	- ลักษณะของโครงสร้างบริษัท	ขนาดกิจการและโครงสร้างมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน
Pham et al. (2007)	Corporate Governance, Cost of Capital and Performance: Evidence from Austrain Firms.	- การกำกับดูแลกิจการ - ผลการดำเนินงานของบริษัท - มูลค่า Tobin's Q และ EVA	กลไกการกำกับดูแลกิจการไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน
Masheshwarl (2007)	Corporate Characteristics & social Responsibility Reporting	- ลักษณะของโครงสร้างบริษัท	ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกิจการและโครงสร้างบริษัทมีความสำคัญเชิงบวกผลการดำเนินงานขององค์กร
Visser (2007)	Corporate Sustainability and the individual	- ความแตกต่างทางธุรกิจ	ความสัมพันธ์ระหว่างประเภทธุรกิจที่แตกต่างกันมีความสำคัญอย่างเข้มแข็งกับผลการดำเนินงาน
Ali et al (2008)	Ownership Structure and Earnings Management in Malaysian Listed Company. The size Effect.	- การกำกับดูแลกิจการ - โครงสร้างผู้ถือหุ้น - การบริหารกำไร - รายการบัญชีคงค้าง	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นมีอำนาจบริหารงานมีความสำคัญเชิงลบกับบริษัทขนาดใหญ่ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นสถาบันและผู้ถือหุ้นต่างชาติมีความสัมพันธ์กับรายการบัญชีคงค้างอย่างมีนัยสำคัญ
Mashayekhi and Bazazb (2008)	Corporate Governance and Firm Performance in Iran	- การกำกับดูแลกิจการ - ผลการดำเนินงาน	การวัดผลการดำเนินงานตามบัญชีเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของฝ่ายบริหารมากกว่ามาตรการตลาด
Ehikioya (2009)	Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence from Nigeria	- โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ - ผลการดำเนินงาน	โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็งและรัดกุมมีความสัมพันธ์กับ ROA, ROE, PE

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Mahmud et al. (2009)	Earnings Quality Attributes and Performance of Malaysian Public Listed Firms	- ลักษณะคุณภาพกำไร - ผลการดำเนินงาน	คุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนทางสินทรัพย์รวม
Dechow et al. (2010)	Understanding Earnings quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences.	- การบริหารกำไร - ผลตอบแทนบริษัท	ผลการตอบสนองในตลาดทุนเป็นลบสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของบริษัท
Herly and Sisnuhadi (2011)	Corporate Governance and firm Performance in Indonesia	- การกำกับดูแลกิจการ - ผลการดำเนินงาน	การวัดมูลค่าตามบัญชีโดยทั่วไปถือว่าเป็นตัวบ่งชี้ที่มีประสิทธิภาพของความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและธุรกิจเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของกองทุนเท่ากับความเสี่ยงปรับต้นทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก การวัดตามบัญชี มีตัวชี้วัดในการทำกำไรของบริษัทในระยะสั้น
Rouf (2011)	The Relationship Between Corporate Governance and Value of the Firm in Developing Countries: Evidence from Bangladesh	- การกำกับดูแลกิจการ - มูลค่าของ บริษัท - ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ - ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น	ได้กล่าวว่ามูลค่าของบริษัทยังสามารถอธิบายได้ว่าเป็นผลประโยชน์ที่เกิดจากบริษัทและผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงานของบริษัทสามารถดูได้จากงบการเงินที่รายงานโดยบริษัท ดังนั้นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีจะเสริมสร้างการบริหารจัดการเพื่อการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพ
Ionescu (2012)	Effects of Corporate Governance on Firm Value	- การกำกับดูแลกิจการ - มูลค่ากิจการราคาตลาด Tobin's Q - ผลการดำเนินงาน	พบว่า ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าของกิจการ บริษัทตลาดเกิดใหม่ดำเนินการตามหลักการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน ROE และมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) เพิ่มขึ้น

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Ali, Merve and Bayyurt (2013)	Corporate Social Responsibility, Sharia Compliant and Earning Management	- การบริหารผลตอบแทนกำไร	ความสัมพันธ์ระหว่างผลของการบริหารผลกำไรและการดำเนินงานขององค์กรทางสังคม
Nuryaman (2013)	The Influence of Earnings Management on Stock Return and Role of Audit Quality as a Moderating Variable	- การบริหารกำไร - ผลตอบแทนหุ้น	ความสัมพันธ์ของการบริหารกำไรและผลตอบแทน การบริหารกำไรมีผลกระทบทางลบกับผลตอบแทนของหุ้น
Suyari et al (2013)	Managerial Ownership, Leverage and Audit Quality Impact on Firm Performance: Evidence from the Malaysian ace Market	- การบริหารกำไร - ผลตอบแทนของหุ้น	การบริหารกำไรสามารถช่วยเพิ่มผลตอบแทนของบริษัท ผู้ถือหุ้นในการตรวจสอบ ผลการบริหารองค์กร
Akram et al (2015)	Earnings management and organizational performance: Pakistan VS India	- การบริหารกำไร - ผลการดำเนินงาน	การบริหารกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน
Cunat and Gine (2015)	Say Pays! Share holder Voice and Firm Performance	- สิทธิการออกคะแนนเสียงของผู้ถือหุ้น - ความสามารถในการทำกำไร - ผลตอบแทนจากการดำเนินงาน - มูลค่ากิจการ	สิทธิการออกเสียงประเภทผลตอบแทนกรรมกาส่งผลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าทางการตลาด
Tang & Chang (2015)	Dose corporate governance affect the relationship between earnings management and firm performance?	- การบริหารกำไร - ผลการดำเนินงาน	มีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการบริหารกำไรและผลตอบแทนสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
	An endogenous switching regression model		
Sechnackenberg and Tomlinson (2016)	Organizational transparency: A new perspective on Managing trust in organization-stake holder relationships	<ul style="list-style-type: none"> - อัตราส่วนกำไรขั้นต้น - อัตราส่วนกำไรสุทธิ - อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม - อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น - อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น - อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน - มูลค่าทางการตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น 	อัตราส่วนทางการเงินมีในการวิเคราะห์ผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและความเชื่อถือได้ของผู้มีส่วนได้เสียในมูลค่าตลาดของบริษัท
Shen (2016)	Earnings Management and Corporate Governance in Asia's Emerging Markets.	<ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างผู้ถือหุ้น - การบริหารกำไร 	การกำกับดูแลกิจการ ผู้ถือหุ้นมีความต่าง มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการบริหารกำไรของกิจการ
Gautum (2017)	Impact of firm Specific Variables on Stock price volatility and Stock return of Nepalese Commercial Banks	<ul style="list-style-type: none"> - การบริหารกำไร - ผลการดำเนินงาน - ราคาหุ้นและเงินปันผลตอบแทน 	การบริหารกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานส่งผลต่อราคาหุ้นและเงินปันผลตอบแทน

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Bouwens (2019)	The Prevalence and Validity of EBITDA as a Performance Measure	- EBITDA - การวัดแบบ NON-GAAP	การศึกษาทดสอบและประเมินมาตรการทางการเงินตัวเลขที่ไม่ใช่ GAAP จากการใช้รายงานทางการเงิน EBITDA เพื่อสะท้อนภาพที่ถูกต้องของการดำเนินงานและบทสรุปของการดำเนินงานจากวิธีการจัดหาเงินทุนสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรในการสร้างกระแสเงินสดของบริษัท พบว่า การเพิ่มขึ้นของ EBITDA ในรายงานของบริษัทขนาดเล็กกว่ามีความสามารถในการลงทุนและใช้เงินทุนมากขึ้น

จากแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดจะเห็นได้ว่ามีหลายทฤษฎี การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยเน้นการใช้อัตราส่วนทางการเงินประกอบด้วย อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT Margin) กำไรก่อนหักดอกเบี้ยภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Margin) อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี (EBT Margin) ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 5 (H₅) ผลการดำเนินงานมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

2.2.6 การกำกับดูแลกิจการประกอบด้วย โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดผ่านผลการดำเนินงาน

การวัดมูลค่ากิจการตามราคาตลาด เป็นการวัดผลของมูลค่าปัจจุบันสุทธิขององค์กรในรูปแบบอัตราการปันผลตอบแทนจากกำไรสุทธิต่อหุ้นด้วยมูลค่าปัจจุบันเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน จากงานวิจัยในอดีตของ Chung and Pruitt (1994) กล่าวถึงขนาดกิจการและมูลค่ากิจการ (Tobins Q) โดยพบว่าบริษัทที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จัดว่าเป็นบริษัทที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่าง

มีประสิทธิภาพส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ ตรงกันข้ามกับบริษัทที่มีค่า Tobin's Q ต่ำกว่า 1 จัดว่าเป็นบริษัทที่ไม่สามารถใช้ทรัพยากรให้เกิดประโยชน์ได้อย่างเต็มที่ไม่ก่อให้เกิดมูลค่าของกิจการ

Adam, Hill and Roberts (1998) กล่าวถึงอัตราส่วนทางการเงิน รูปแบบการเปิดเผยข้อมูลและขนาดกิจการ โดยสามารถใช้ทฤษฎีความชอบธรรมเพื่ออธิบายความแตกต่างที่เกี่ยวข้องกับขนาดและสมาชิกอุตสาหกรรมการวิเคราะห์เบื้องต้นบ่งชี้ว่าเหตุผลของความแตกต่างในประเทศต่าง ๆ นั้นมีความซับซ้อนมากขึ้นและนำเสนอคำแนะนำว่าจะสำรวจสิ่งเหล่านี้อย่างไรและมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงาน Cook (1992) ได้ศึกษาข้อมูลทางบัญชี โดยการเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจถูกนำมาใช้เนื่องจากความยืดหยุ่นของวิธีการที่ยอมรับในประเทศสวีเดน พบว่าบัญชีในประเทศสวีเดนส่วนใหญ่ไม่มีการควบคุมแต่สะท้อนถึงปัญหาการตีความว่าหลักการบัญชีที่ยอมรับกัน โดยทั่วไปในประเทศสวีเดนเป็นอย่างไรมองจากนี้ยังมีความสัมพันธ์ที่สำคัญระหว่างตัวแปรอิสระจำนวนหนึ่งกับขอบเขตการเปิดเผยข้อมูล Raffoyrmier (1995) กล่าวถึงการวัดขนาดบริษัทและความสามารถในการทำกำไร โดยโครงสร้างความเป็นเจ้าของพบว่า ขนาดและความเป็นสากลมีบทบาทสำคัญในนโยบายการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทและบริษัทที่มีขนาดใหญ่และมีความหลากหลายในระดับสากลมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลทางบัญชีมากกว่าบริษัทขนาดเล็กในประเทศ Beiner et al (2004) กล่าวถึงขนาดของกรรมการ ผลการดำเนินงานและ มูลค่ากิจการ Tobin's Q พบว่าโครงสร้างการถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานจากมูลค่ากิจการ Tobin's Q Carvalhal and Pereira (2005) วัดผลการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน โดยมูลค่ากิจการ Tobin's Q พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการระดับดีและมูลค่ากิจการ และความต่อเนื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้นจากการวัดค่าของTobin's Q Pham et al. (2007) กล่าวถึงการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน โดยมูลค่ากิจการ Tobin's Qและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ พบว่าการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงาน Choi et al (2008) ศึกษามูลค่าทางกำไรและมูลค่ากิจการพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพทางการบริหารกำไรมีความสำคัญเชิงบวกระหว่างคุณภาพกำไรกับมูลค่าของบริษัท Sechnackenberg and Tomlinson (2016) กล่าวถึงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน มูลค่าตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น โดยอัตราส่วนทางการเงินในการวิเคราะห์ผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและความเชื่อถือได้ของผู้มีส่วนได้เสียตามมูลค่าตลาดของบริษัท

ตารางที่ 2.6 สรุปการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดในการวัดมูลค่ากิจการตามราคาตลาด

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Chung and Pruitt (1994)	A simple Approxobation of Tobin's Q	- ขนาดกิจการ - มูลค่ากิจการ Tobins Q	บริษัทที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จัดว่าเป็นบริษัทที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ ตรงกันข้ามกับบริษัทที่มีค่า Tobin's Q ต่ำกว่า 1 จัดว่าเป็นบริษัทที่ไม่สามารถใช้ทรัพยากรให้เกิดประโยชน์ได้อย่างเต็มที่ ไม่ก่อให้เกิดมูลค่าของกิจการ
Adam, Hill and Robers (1998)	Corporate Social Reporting Practices in Western Europe: Legitimizing Corporate Behavior	- อัตราส่วนทางการเงิน - รูปแบบการเปิดเผยข้อมูล - ขนาดกิจการ	สามารถใช้ทฤษฎีความชอบธรรมเพื่ออธิบายความแตกต่างที่เกี่ยวข้องกับขนาดและสมาชิกอุตสาหกรรมการวิเคราะห์เบื้องต้นบ่งชี้ว่าเหตุผลของความแตกต่างในประเทศต่าง ๆ นั้นมีความซับซ้อนมากขึ้นและแนะนำว่าจะสำรวจอย่างไรและมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงาน
Cook (1992)	Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies	- ข้อมูลทางบัญชี	การเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจถูกนำมาใช้เนื่องจากความยืดหยุ่นของวิธีการที่ยอมรับในสวีเดน สิ่งนี้ไม่ควรตีความว่าบัญชีสวีเดนส่วนใหญ่ไม่มีการควบคุมแต่สะท้อนถึงปัญหาการตีความว่าหลักการบัญชีที่ยอมรับกันโดยทั่วไปในประเทศสวีเดนเป็นอย่างไรนอกจากนี้ยังมีความสัมพันธ์ที่สำคัญระหว่างตัวแปรอิสระจำนวนหนึ่งกับขอบเขตการเปิดเผยข้อมูลหรือไม่

ตารางที่ 2.6 (ต่อ)

ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Raffoyrmier (1995)	The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Company	<ul style="list-style-type: none"> - การวัดขนาดบริษัท - ความสามารถในการทำกำไร - โครงสร้างความเป็นเจ้าของ - ความเป็นสากลขนาดของผู้สอบบัญชี - ประเภทอุตสาหกรรม 	ข้อกำหนดการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีของสวิสนั้นอยู่ในระดับต่ำมากวัดจากดัชนีโดยอ้างอิงจากข้อมูลที่ต้องมีการเปิดเผยโดย EU ขนาดและความเป็นสากลมีบทบาทสำคัญในนโยบายการเปิดเผยข้อมูลของบริษัท โดยบริษัท ที่มีขนาดใหญ่และมีความหลากหลายในระดับสากลมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลมากกว่าบริษัทขนาดเล็กในประเทศ
McColgan (2001)	Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective	<ul style="list-style-type: none"> - ปัญหาความขัดแย้งของตัวการและตัวแทน - การกำกับดูแลกิจการที่ดี - ผลการดำเนินงานของกิจการ 	ปัญหาความขัดแย้งของตัวการและตัวแทนตามทฤษฎีตัวแทนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการ
Beiner et al (2004)	Is Broad Size an Independent Corporate Governance Mechanism?	<ul style="list-style-type: none"> - ขนาดกรรมการ - ผลการดำเนินงาน - มูลค่ากิจการ Tobin's Q 	โครงสร้างการถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการจากมูลค่ากิจการ Tobin's Q
Carvalho and Pereira (2005)	Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil	<ul style="list-style-type: none"> - การกำกับดูแลกิจการ - ผลการดำเนินงาน - มูลค่ากิจการ Tobin's Q 	ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการระดับดีและมูลค่ากิจการพบว่า ความต่อเนื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้นจากการวัดค่าของ Tobin's Q

ตารางที่ 2.6 (ต่อ)

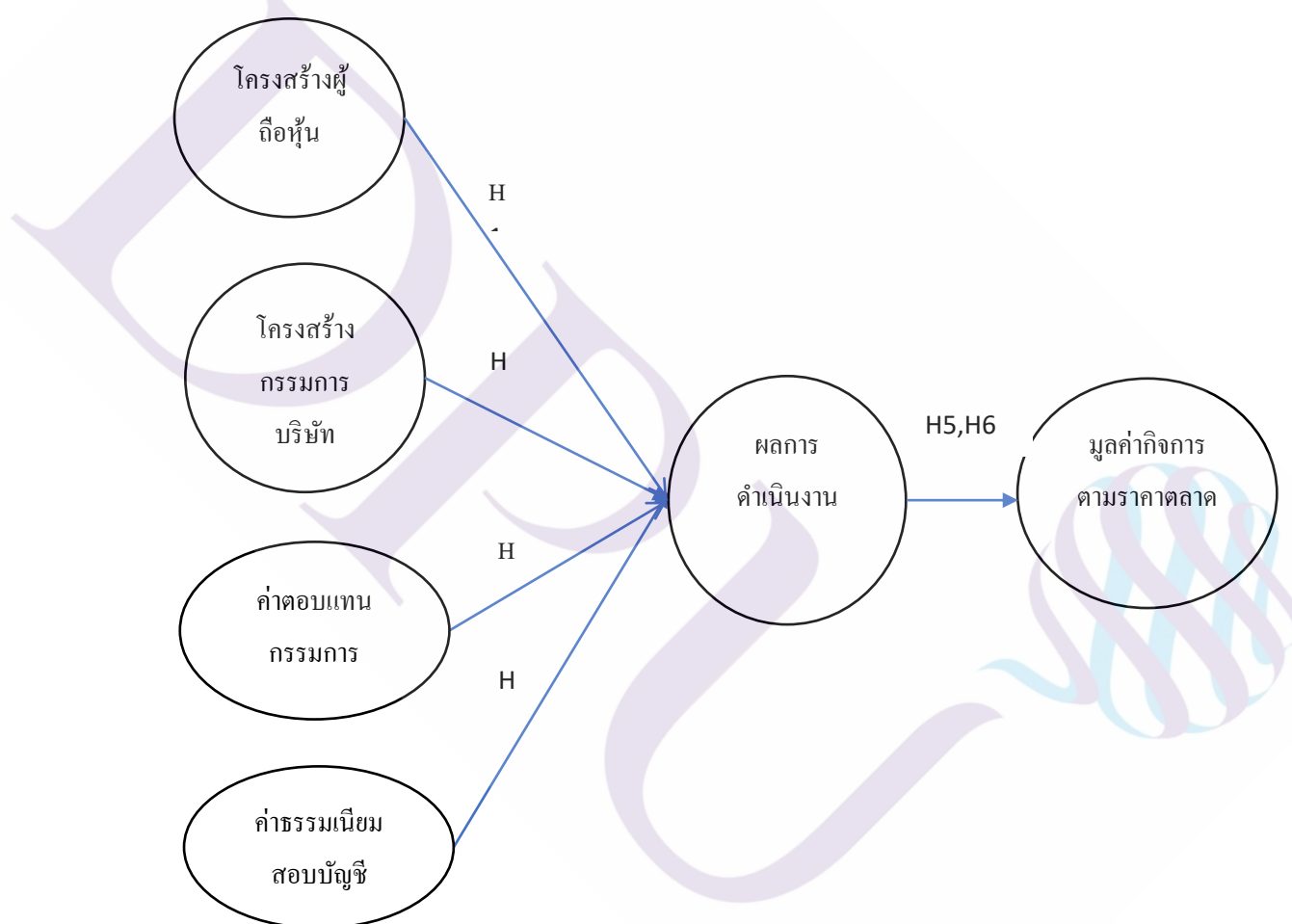
ชื่อผู้วิจัย	ชื่องานวิจัย	ตัวแปรที่ศึกษา	ผลการวิจัย
Pham et al. (2007)	Corporate Governance and Alternative Performance Measures: Evidence from Australian Firms	- การกำกับดูแลกิจการ - ผลการดำเนินงาน - มูลค่ากิจการ Tobin's Q - มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	การกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงาน
Choi et al (2008)	An Empirical Study on the Relationship between Earning Quality and Firm Value	- มูลค่าทางกำไร - มูลค่ากิจการ	ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพทางการบริหารกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างคุณภาพกำไรกับมูลค่าบริษัท
Gaio & Raposo (2011)	Earnings quality and firm valuation: International evidence.	- คุณภาพกำไร - มูลค่าบริษัท	คุณภาพกำไรกับมูลค่าบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวก
Zaharia (2012)	Corporate Governance and the Market Value of Firms	- การกำกับดูแลกิจการ - มูลค่าตลาดของบริษัท - ผลกำไรของบริษัท	ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าทางการตลาดของบริษัทมหาชนในประเทศเกาหลี พบว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท หลังจากมีความเข้มงวดปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้รัดกุมมากยิ่งขึ้นและระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลในเชิงบวกกับมูลค่าของกิจการทำให้มูลค่าทางการตลาดเพิ่มสูงขึ้น

จากแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วย โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดผ่านผลการดำเนินงาน การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยเน้นการใช้อัตราส่วนทางการเงินประกอบด้วย มูลค่าตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (Price-Earnings Ratio:

P/E Ratio) ราคาหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV) และ Tobin's Q ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 6 (H_0) โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี มีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 2.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

2.4 สมมติฐานการวิจัย

ผู้วิจัยได้กำหนดสมมติฐานการวิจัยขึ้นจากกรอบแนวความคิด ซึ่งเป็นผลมาจากการ ทบทวนวรรณกรรม แนวคิด ทฤษฎี ตำรา เอกสาร หนังสือต่าง ๆ และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องตาม วัตถุประสงค์การวิจัยได้ทั้งหมด 11 ข้อดังมีรายละเอียดต่อไปนี้ ดังตารางที่ 2.4

ตารางที่ 2.7 สรุปสมมติฐานงานวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ ตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ลำดับ	สมมติฐานที่	ข้อสมมติฐาน
1	สมมติฐานที่ 1	โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI
2	สมมติฐานที่ 2	โครงสร้างกรรมการบริษัทมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI
3	สมมติฐานที่ 3	ค่าตอบแทนกรรมการมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI
4	สมมติฐานที่ 4	ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI
5	สมมติฐานที่ 5	ผลการดำเนินงานมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI
6	สมมติฐานที่ 6	โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี มีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

บทสรุป

สำหรับในงานวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด มีการพัฒนาสมมติฐานในงานวิจัยจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาด แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดสามารถสรุปเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลได้ 4 ด้าน ได้แก่ (1) โครงสร้างผู้ถือหุ้น ประกอบด้วย สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุน

ต่างชาติ (2) โครงสร้างกรรมการ สัดส่วนกรรมการบริหาร สัดส่วนกรรมการอิสระ สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ (3) ค่าตอบแทนกรรมการ ประกอบด้วย รายเดือน โบนัสรายปี เบี้ยประชุมผลประโยชน์อื่น หุ้นหรือหลักทรัพย์ (4) ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี ประกอบด้วย ขนาดกิจการ ระดับความเสี่ยงกิจการ ความซับซ้อนกิจการ มีผลต่อผลการดำเนินงาน ประกอบด้วย EBIT Margin EBITDA Margin EBT Margin และมูลค่ากิจการตามราคาตลาด P/E Ratio P/BV Ratio และ Tobins Q สามารถสรุปเป็นสมมติฐานในการวิจัยตามกรอบแนวคิดซึ่งจะแสดงรายละเอียดในการกำหนดระเบียบวิธีวิจัยในบทที่ 3 ต่อไป



บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI มีวัตถุประสงค์ในการวิจัย (1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI (2) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI (3) เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ ผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยดำเนินการงานวิจัยตามลำดับดังต่อไปนี้

- 3.1 การออกแบบการวิจัย
- 3.2 ขั้นตอนการดำเนินการวิจัย
- 3.3 ระเบียบวิธีการวิจัยเชิงปริมาณ

3.1 การออกแบบการวิจัย (Research Design)

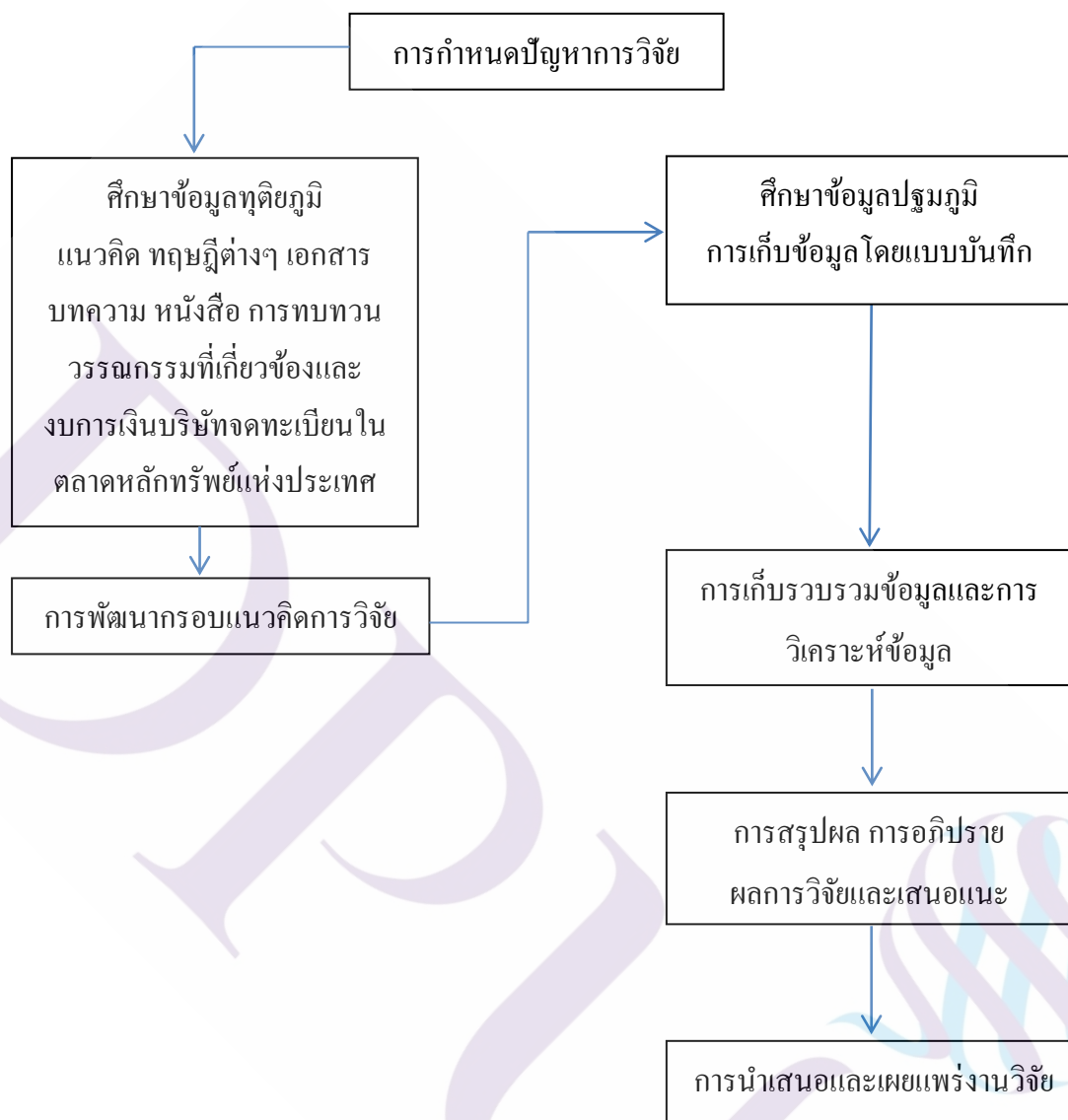
การศึกษาวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI เป็นการวิจัยแบบเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ที่ผู้วิจัยได้ใช้การทบทวนวรรณกรรม แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อนำไปสู่กระบวนการสร้างและพัฒนากรอบแนวคิดการวิจัยที่ประกอบไปด้วยตัวแปรแฝงภายในและภายนอก การระบุเส้นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ตลอดจนการกำหนดองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องและทำการศึกษาเพื่อนำไปสู่การพัฒนาเครื่องมือการวิจัยได้แก่ แบบบันทึกข้อมูลก่อนที่จะดำเนินการเก็บข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างเพื่อมาทำการวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Model: SEM) เพื่ออธิบายผลความสัมพันธ์หรืออิทธิพลต่าง ๆ ที่เกิดขึ้น ตลอดจนนำไปสู่การตกผลึกทางความคิดในการพัฒนาตัวแบบในบริบทของไทย

3.2 ขั้นตอนการดำเนินการวิจัย

1. การศึกษาข้อมูลเอกสาร (Document Research) โดยศึกษารวบรวมข้อมูลจากเอกสารต่าง ๆ ทั้งที่เป็นทฤษฎี แนวคิด และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม MAI

2. การเก็บรวบรวมข้อมูล การศึกษาครั้งนี้เป็นการวิจัยแบบการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยตัวแปรอิสระ คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้น ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นของครอบครัว สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของต่างชาติ โครงสร้างกรรมการบริษัท ได้แก่ สัดส่วนกรรมการบริหาร สัดส่วนกรรมการอิสระ สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ ค่าตอบแทนกรรมการ ได้แก่ ค่าตอบแทนรายเดือน เบี้ยประชุม โบนัสประจำปี และผลประโยชน์อื่น ๆ หุ้นหรือหลักทรัพย์ และค่าธรรมเนียมสอบบัญชี ได้แก่ ขนาดกิจการ ระดับความเสี่ยงกิจการ ความซับซ้อนกิจการ และตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงาน ได้แก่ EBIT Margin, EBITDA Margin, EBT Margin และ มูลค่ากิจการตามราคาตลาด ได้แก่ มูลค่าตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (Price-Earnings Ratio: P/E Ratio) ราคาหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV Ratio) และ Tobin's Q โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี (Annual Report) แบบ 56-1 หนังสือเชิญ (Notice) รายงานการประชุมผู้ถือหุ้น (Minute Meeting) รายงานการกำกับดูแลกิจการ (CG Report) ฐานข้อมูลจาก SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ที่มีผลการดำเนินงานติดต่อกันระหว่างปี 2557 – 2561 รวมระยะเวลาในการศึกษา 5 ปี ซึ่งไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูผลการดำเนินงาน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่แจ้งว่าไม่ประสงค์จะให้เปิดเผยข้อมูลและบริษัทที่ไม่มีความสมบูรณ์ของข้อมูลหรือบริษัทที่ได้มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในระหว่างปี ที่มีผลการประเมินติดต่อกัน 5 ปี โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทั้งเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณเพื่อมาทำการบันทึกข้อมูลเป็นรหัส ก่อนเข้าสู่กระบวนการวิเคราะห์ข้อมูล

ขั้นตอนการดำเนินการวิจัย



ภาพที่ 3.1 แสดงขั้นตอนการดำเนินการวิจัย

3.3 ระเบียบวิธีการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research)

ระเบียบวิธีการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) เป็นการออกแบบการวิจัยแบบสำรวจ (Survey) โดยการทบทวนวรรณกรรมเพื่อสร้างและพัฒนากรอบแนวคิด และเครื่องมือแบบบันทึกข้อมูลเพื่อเก็บข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างก่อนเข้าสู่กระบวนการวิเคราะห์ทางสถิติ โดยระเบียบวิธีการวิจัยเชิงปริมาณ ประกอบไปด้วย

1. ประชากร กลุ่มตัวอย่าง และการสุ่มกลุ่มตัวอย่าง
2. เครื่องมือการวิจัย
3. การรวบรวมข้อมูล
4. การวิเคราะห์ทางสถิติ

ประชากร กลุ่มตัวอย่าง และการสุ่มกลุ่มตัวอย่าง

1. ประชากร

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI มีจำนวนทั้งสิ้น 92 บริษัท (จากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 10 กุมภาพันธ์ 2562) หลังจากการคัดกรองเหลือจำนวนประชากร 77 บริษัท ดังตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 จำนวนประชากรบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
1. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry)	5
2. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products)	6
3. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials)	22
4. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction)	12
5. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (Resources)	7
6. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (Service)	21
7. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (Technology)	4
รวม	77

2. กลุ่มตัวอย่างและการสุ่มกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ได้กำหนดเพื่อทำการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยได้พิจารณาหลักการกำหนดขนาดกลุ่มตัวอย่างโดย

การใช้สถิติสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model: SEM) ที่จะต้องกำหนดขนาดกลุ่มตัวอย่างที่ 10-20 เท่าของตัวแปรองค์ประกอบ ทั้งนี้พบว่าจำนวนประชากรมีเพียง 77 บริษัทในตลาด MAI ดังนั้นจึงกำหนดขนาดกลุ่มตัวอย่างและการสุ่มตัวอย่างจากทั้งหมดตามจำนวนประชากรจำนวน 77 ตัวอย่าง

1. เครื่องมือการวิจัย

เครื่องมือในการเก็บรวบรวมข้อมูลใช้แบบบันทึกข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี (Annual Report) แบบ 56-1 หนังสือเชิญ (Notice) รายงานการประชุมผู้ถือหุ้น (Minute Meeting) รายงานการกำกับดูแลกิจการ (CG Report) ฐานข้อมูลจาก SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ที่มีผลการดำเนินงานติดต่อกันระหว่างปี 2557 – 2561 รวมระยะเวลาในการศึกษา 5 ปี ซึ่งไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูผลการดำเนินงาน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่แจ้งว่าไม่ประสงค์จะให้เปิดเผยข้อมูลและบริษัทที่ไม่มีความสมบูรณ์ของข้อมูลหรือบริษัทที่ได้มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในระหว่างปี ที่มีผลการประเมินติดต่อกัน 5 ปี โดยเก็บรวบรวมข้อมูลเชิงปริมาณเพื่อมาทำการบันทึกข้อมูลเป็นรหัสก่อนเข้าสู่กระบวนการวิเคราะห์ข้อมูล

2. การรวบรวมข้อมูล

การวิจัยเชิงปริมาณ ได้ออกแบบการรวบรวมข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาดังมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ และค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) โดยรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี (Annual Report) แบบ 56-1 หนังสือเชิญ (Notice) รายงานการประชุมผู้ถือหุ้น (Minute Meeting) จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [www.set.or.th]

ข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน (EBIT Margin, EBITDA Margin, EBT Margin) โดยรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลจาก SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากเว็บไซต์ [www.setsmart.com]

ข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่ากิจการตามราคาตลาด (P/E Ratio, P/BV Ratio, และ Tobin's Q) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลจาก SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากเว็บไซต์ [www.setsmart.com]

เพื่อนำมาใช้ในการบันทึกตามเครื่องมือการวิจัยก่อนเข้าสู่กระบวนการวิเคราะห์ทางสถิติ โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตัวแปรตาม (Dependence Variables)

ตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ ผลการดำเนินงาน (Firm Performance) การวัดผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นกระบวนการในการวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Neeye et al., 2005) โดยวัดจาก กำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT Margin), กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Margin), กำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี (EBT Margin) และมูลค่ากิจการตามราคาตลาด (Market Value) เป็นการวัดผลการดำเนินงานของกิจการในรูปแบบกำไรสุทธิต่อหุ้นและอัตราการปันผลโดยใช้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิหรือราคาตามบัญชีต่อหุ้นเพื่อประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุน โดยวัดจาก P/E Ratio, P/BV Ratio และ Tobin's Q โดยกำหนดราคาหุ้น ณ วันที่ประกาศงบ หรือ ณ วันที่ยื่นงบให้ กวด. ของกลุ่มตัวอย่างในช่วงเวลา 5 ปี ระหว่างปี 2557-2561

ตารางที่ 3.2 แสดงวิธีการวัดค่าตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	วิธีการวัดค่า
มูลค่าตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (Price-Earnings Ratio: P/E Ratio)	ราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ วันที่ส่งงบการเงินของบริษัท i เวลา t (โดยที่ t = ระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง)หารด้วย อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้นสามัญ (EPS)
มูลค่าหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV Ratio)	ราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ วันที่ส่งงบการเงินของบริษัท i เวลา t (โดยที่ t = ระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง)หารด้วย มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น
มูลค่ากิจการ Tobin's Q	$\text{Tobin's Q} = (\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT}) / \text{BV}$ <p>MVE = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ PS = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ DEBT = มูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน BV = มูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์</p>

ตารางที่ 3.2 (ต่อ)

ตัวแปร	วิธีการวัดค่า
ผลการดำเนินงาน (Firm Performance)	
EBIT Margin (อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อน ดอกเบี้ยและภาษี)	$\frac{\text{EBIT (รายได้สุทธิ + ดอกเบี้ย + ภาษี)}}{\text{Net Sale (รายได้สุทธิ)}}$
	$\text{EBI} = \text{รายได้ก่อนค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย}$
	$\text{T} = \text{ภาษี}$
	$\text{Net Sale} = \text{รายได้} - \text{ต้นทุนขาย} - \text{ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน}$
EBITDA Margin (อัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่า เสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย)	$\frac{\text{EBITDA (EBIT + ค่าเสื่อมราคา + ค่าตัดจำหน่าย)}}{\text{Net Sale (รายได้สุทธิ)}}$
	$\text{EBI} = \text{รายได้ก่อนค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย}$
	$\text{T} = \text{ภาษี}$
	$\text{D} = \text{ค่าเสื่อมราคา}$
	$\text{A} = \text{ค่าตัดจำหน่าย}$
	$\text{Net Sale} = \text{รายได้} - \text{ต้นทุนขาย} - \text{ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน}$
EBT Margin (อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อน ภาษี)	$\frac{\text{EBT}}{\text{Net Sale}}$
	$\text{EBT} = \text{EBIT} - \text{Interest (รายได้ก่อนหักภาษี)}$
	$\text{Net Sale} = \text{รายได้} - \text{ต้นทุนขาย} - \text{ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน}$

ตัวแปรอิสระ (Independence Variables) ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ การกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3.3 แสดงวิธีการวัดค่าตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	วิธีการวัดค่า
การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)	
โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Shareholder Structure)	
สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (SBP)	จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก (เปอร์เซ็นต์) จำนวนหุ้นสามัญของบริษัทที่ชำระแล้ว
สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว (SFP)	จำนวนหุ้นของผู้ถือครอบครัว (เปอร์เซ็นต์) จำนวนหุ้นสามัญของบริษัทที่ชำระแล้ว
ผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน (SIO)	จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน (เปอร์เซ็นต์) จำนวนหุ้นสามัญของบริษัทที่ชำระแล้ว
สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ (SOV)	จำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ (เปอร์เซ็นต์) จำนวนหุ้นสามัญของบริษัทที่ชำระแล้ว
โครงสร้างกรรมการบริษัท (Corporate Board Structure)	
สัดส่วนกรรมการบริหาร (BEP)	จำนวนกรรมการบริหารบริษัท (เปอร์เซ็นต์) จำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด
สัดส่วนกรรมการอิสระ (BIP)	จำนวนกรรมการอิสระ (เปอร์เซ็นต์) จำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด
สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ (BFP)	จำนวนกรรมการตรวจสอบ (เปอร์เซ็นต์) จำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด
ค่าตอบแทนกรรมการ (Directors' remuneration)	
เงินเดือนรายเดือน (SAL)	เงินเดือนจ่ายเป็นค่าตอบแทนกรรมการของบริษัท
โบนัสรายปี (BON)	โบนัสรายปีจ่ายเป็นค่าตอบแทนกรรมการของบริษัท
เบี้ยประชุม (MAL)	เบี้ยประชุมจ่ายเป็นค่าตอบแทนกรรมการบริษัท
ผลประโยชน์อื่น ๆ หรือ หลักทรัพย์ (CMS)	สิทธิในการซื้อหุ้นหรือจ่ายหุ้นเป็นค่าตอบแทนกรรมการ บริษัท

ตารางที่ 3.3 (ต่อ)

ตัวแปร	วิธีการวัดค่า	
ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี (Audit Fees)		
ขนาดกิจการ (CFS) ในการศึกษาครั้งนี้จะใช้มูลค่าของ สินทรัพย์รวมในการวัดขนาดกิจการ ของลูกค้า (Chan, 1993)	มูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัท	
ระดับความเสี่ยงของกิจการ (CUR) ใน การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจะวัดความเสี่ยง จากระดับของหนี้โดยใช้อัตราส่วน หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (Chan et al., 1993)	$D/E \text{ Ratio} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$	
ความซับซ้อนของกิจการ (Complexity) ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจะวัดความ ซับซ้อนของกิจการลูกค้าโดยใช้ อัตราส่วนลูกหนี้ต่อสินทรัพย์รวม (Chan et al., 1993)	$\text{อัตราส่วนลูกหนี้ต่อสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{ลูกหนี้คงเหลือ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$	
สัญลักษณ์ที่ใช้ในการวิจัยมีดังต่อไปนี้		
ตัวแปร	คำอธิบาย	สมมติฐาน
SHS	โครงสร้างผู้ถือหุ้น	H ₁
SBP	สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่	H ₁
SFP	สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว	H ₁
SIO	ผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน	H ₁
SOV	สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ	H ₁
CBS	โครงสร้างกรรมการบริษัท	H ₂
BEP	สัดส่วนกรรมการบริหาร	H ₂
BIP	สัดส่วนกรรมการอิสระ	H ₂
BFP	สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ	H ₂

DRT	ค่าตอบแทนกรรมการ	H ₃
SAL	เงินเดือนรายเดือน	H ₃
BON	โบนัสรายปี	H ₃
MAL	เบี้ยประชุม	H ₃
CMS	ผลประโยชน์อื่น หุ้นหรือหลักทรัพย์	H ₃
ADF	ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี	H ₄
CFS	ขนาดของกิจการลูกค้า	H ₄
CUR	ระดับความเสี่ยงของกิจการลูกค้า	H ₄
COP	ความซับซ้อนของกิจการลูกค้า	H ₄
FPM	ผลการดำเนินงาน	H ₅
EBIT	EBIT Margin อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี	H ₅
EBITDA	EBITDA Margin อัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	H ₅
EBT	EBT Margin อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี	H ₅
MKV	มูลค่ากิจการตามราคาตลาด	H ₁ H ₂ H ₃ H ₄ H ₅
PER	มูลค่าตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (Price-Earnings Ratio: P/E Ratio)	H ₁ H ₂ H ₃ H ₄ H ₅
PBV	มูลค่าหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV Ratio)	H ₁ H ₂ H ₃ H ₄ H ₅
TBQ	มูลค่ากิจการ Tobin's Q	H ₁ H ₂ H ₃ H ₄ H ₅

การวิเคราะห์ทางสถิติ

การวิเคราะห์ทางสถิติ ได้แบ่งการวิเคราะห์ตามโครงสร้างสถิติ ดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ผู้วิจัยได้ใช้สถิติเชิงพรรณนา เช่น ค่าความถี่ (Frequency) ร้อยละ (Percentage) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าฐานนิยม (Mode) ค่ามัธยฐาน (Median) เพื่ออธิบายผลจากแบบบันทึกหรือเครื่องมือการวิจัยที่เก็บรวบรวมข้อมูลตามตัวแปรและองค์ประกอบต่าง ๆ จากรายงานประจำปี (Annual Report) แบบ 56-1 หนังสือเชิญ (Notice) รายงานการประชุมผู้ถือหุ้น (Minute Meeting) รายงานการกำกับดูแลกิจการ (CG Report) และฐานข้อมูลจาก SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

สถิติการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling : SEM) ผู้วิจัยนำมาใช้สำหรับการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง ของการสร้างตัวแบบที่ผู้วิจัย ทำการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อกำหนดเป็นกรอบแนวคิดและใช้โปรแกรมทางสถิติ เพื่อตรวจสอบความกลมกลืนของแบบจำลองการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (Model Fit) โดยผู้วิจัย ทำการตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดลเชิงประจักษ์ (Assessment of Model Fit) โดยดัชนีที่ใช้ ในการตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดล (Measurement Model) กับข้อมูลเชิงประจักษ์ ประกอบด้วยดัชนี ค่า Chi-Square, χ^2/df , CFI, GFI, AGFI, RMSEA และ SRMR โดยเกณฑ์ในการ ตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ สามารถอธิบาย ได้ดังนี้ (สุก มาส อังสุโชติ, 2554)

ตารางที่ 3.4 แสดงเกณฑ์ในการตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูลเชิง ประจักษ์

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

1. การทดสอบค่า Chi-Square (χ^2 -test) เป็นค่าสถิติทดสอบที่ใช้แพร่หลายในการ ทดสอบว่าฟังก์ชันความกลมกลืนมีค่าเป็นศูนย์จริงตามสมมติฐาน และตรวจสอบความสอดคล้อง กลมกลืนของแบบจำลองกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยถ้าค่าไคสแควร์มีนัยสำคัญ ($P>0.05$) แสดงว่า แบบจำลองกับข้อมูลเชิงประจักษ์ไม่สอดคล้องกลมกลืนกัน (สุกมาส อังสุโชติ, 2554)

2. การทดสอบค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ (χ^2/df) การพิจารณาค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ควรมีค่า น้อยกว่า 2.00 แสดงว่าแบบจำลองมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (สุกมาส อังสุ โชติ, 2554)

3. การทดสอบดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (Comparative Fit Index: CFI) การพิจารณาความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ CFI ที่ดีควรมีค่า 0.90 ขึ้นไป แสดงว่าแบบจำลองมีความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์

4. การทดสอบดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมบูรณ์ (Absolute Fit Index) ที่นิยมใช้และผู้วิจัยนำมาใช้ในการพิจารณา 2 ดัชนี คือ ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) เป็นการแสดงถึงปริมาณความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วมที่อธิบายได้ด้วยแบบจำลอง และดัชนีวัดความกลมกลืนที่ปรับแก้ไขแล้ว (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) เป็นการแสดงถึงปริมาณความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วมที่อธิบายได้ด้วยแบบจำลองปรับแก้ด้วยของสาเหตุความเป็นอิสระโดยทั่วไปค่า GFI และค่า AGFI มีค่าระหว่าง 0 ถึง 1 ค่าซึ่ง GFI และค่า AGFI ที่ยอมรับได้ควรมีค่ามากกว่า 0.90

5. การทดสอบดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองของการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) เป็นค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานโดยค่า RMSEA ที่ดีมาก ควรมีค่าน้อยกว่า 0.05 หรือมีค่าระหว่าง 0.05 ถึง 0.08 หมายถึง แบบจำลองค่อนข้างสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ค่าระหว่าง 0.08 ถึง 0.10 แสดงว่า แบบจำลองสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์เล็กน้อยและค่าที่มากกว่า 0.10 แสดงว่าแบบจำลองยังไม่สอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์

6. การทดสอบดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนในรูปความคลาดเคลื่อน โดยดัชนีที่ผู้วิจัยนำมาใช้ในการพิจารณา คือ รากที่สองของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนเหลือมาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) เป็นค่าดัชนีความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standardized Residual) ซึ่งเป็นค่าความคลาดเคลื่อนหารด้วยค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของการประมาณค่า (Estimated Standard Error) โดยควรมีค่าน้อยกว่า 0.05 จึงจะสรุปได้ว่าแบบจำลองสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์

นอกเหนือจากเกณฑ์ดัชนีความกลมกลืนนี้ การตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ วิเคราะห์องค์ประกอบ (Factor Analysis) ตัวแปรสังเกตได้ (observed variables) ที่วัดตัวแปรแฝง (latent variables) แต่ละตัวมีความสัมพันธ์กันไม่น้อยกว่า 0.30 และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไม่ควรมีค่าเท่ากันทั้งเมทริกซ์ (Hair et al., 2006)

ผู้วิจัยทำการตรวจสอบตัวแปรมีความสัมพันธ์เหมาะสมที่จะนำมาวิเคราะห์องค์ประกอบได้ คือ

1. ค่าสถิติ Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy (KMO) ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดความเหมาะสมของข้อมูลตัวอย่างที่จะนำมาวิเคราะห์โดยเทคนิค Factor analysis เมื่อ r คือค่า

สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ซึ่งทำให้ค่า $0 \leq KMO \leq 1$ ถ้าค่า KMO มีค่าน้อย (เข้าสู่นิ่ง) แสดงว่าเทคนิคการวิเคราะห์องค์ประกอบ (Factor analysis) ไม่เหมาะสมกับข้อมูลที่มีอยู่ ถ้าค่า KMO มีค่ามาก (เข้าสู่นิ่ง) แสดงว่าเทคนิคการวิเคราะห์องค์ประกอบ (Factor analysis) เหมาะสมกับข้อมูลที่มีอยู่ โดยทั่วไปถ้าค่า $KMO < .5$ จะถือว่าข้อมูลที่มีอยู่ไม่เหมาะสมที่จะใช้เทคนิคการวิเคราะห์องค์ประกอบ (Factor analysis) ค่าสถิติทดสอบ KMO คำนี้นี้มีค่าระหว่าง 0 ถึง 1 ค่าจะเท่ากับ 1 เมื่อตัวแปรแต่ละตัวสามารถทำนายได้ด้วยตัวแปรอื่น โดยปราศจากความคลาดเคลื่อนต้องมีค่ามากกว่า 0.50 (Hair et al., 2006)

2. สถิติ Bartlett's test of sphericity เป็นการทดสอบค่า ไคสแควร์ (Chi-square) ของ Determinant ของเมทริกซ์สหสัมพันธ์ ทดสอบสมมติฐานว่าเมทริกซ์สหสัมพันธ์นั้นเป็นเมทริกซ์เอกลักษณ์ (Identity matrix) หรือไม่จากสมมติฐาน คือ $P\text{-value} < 0.05$ มีนัยสำคัญ แสดงว่า ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันสามารถนำมาวิเคราะห์องค์ประกอบได้ (Hair et al., 2006)

การวิเคราะห์ความตรงเชิงโครงสร้างของโมเดลการวัด (Construct Validity) ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis: CFA) เพื่อการตรวจสอบความเหมาะสมและถูกต้องของโมเดลสมการเชิงโครงสร้างด้วยการพิจารณาค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (factor loading) และค่า $R^2 > 0.50$ โดยค่า Chi-Square = 0 และ $df = 0$ คือการระบุค่าโมเดล (Model Identification) การวัดเป็น Just Identification ค่า Chi-Square > 0 และ $df > 0$ โมเดลการวัดเป็น Over Identification สามารถวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันได้ค่า Chi-Square < 0 และ $df < 0$ โมเดลการวัด Under Identification ไม่สามารถวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันได้ (สุกมาส อังสุโชติ, 2554)

หากแบบจำลองการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์ยังไม่สอดคล้องกลมกลืนกันผู้วิจัยจำเป็นต้องดำเนินการปรับแบบจำลอง แล้วกระทำจนกว่าแบบจำลองการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์จะสอดคล้องกลมกลืนกัน

การปรับ โมเดล (Model Modification) ผู้วิจัยพิจารณาจากคำแนะนำในการปรับพารามิเตอร์ในโมเดลด้วยค่าดัชนีปรับ โมเดล (Model Modification Indices: MI) โดยปรับทีละ 1 พารามิเตอร์ในเบื้องต้นให้ค่าความคลาดเคลื่อนสัมพันธ์กันจนกระทั่งค่าดัชนีความกลมกลืนมีความสอดคล้อง (Model fit) กับข้อมูลเชิงประจักษ์ (Diamantopoulos & Siguaw, 2000)

บทสรุป

ในการวิจัยนี้ผู้วิจัยได้ใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง ของการสร้างตัวแบบที่ผู้วิจัยทำการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อกำหนดองค์ประกอบสำหรับการวิเคราะห์เป็นกรอบแนวคิดและใช้โปรแกรมทางสถิติเพื่อตรวจสอบความกลมกลืนของแบบจำลองการวิจัยกับ

ข้อมูลเชิงประจักษ์ (Model Fit) โดยผู้วิจัยทำการตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดลเชิงประจักษ์ (Assessment of Model Fit) โดยดัชนีที่ใช้ในการตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดล (Measurement Model) กับข้อมูลเชิงประจักษ์ ประกอบด้วยดัชนีค่า Chi-Square, χ^2/df , CFI, GFI, AGFI, RMSEA และ SRMR มาทำการวิเคราะห์ห้วงค์ประกอบเชิงยืนยันองค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI และจะกล่าวถึงผลการศึกษา โดยแสดงผลการวิจัยแยกตามค่าสถิติพื้นฐาน การวิเคราะห์ห้วงค์ประกอบเชิงสำรวจและการวิเคราะห์ห้วงค์ประกอบเชิงยืนยันในบทที่ 4 ต่อไป



บทที่ 4

การวิเคราะห์ผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยพรรณนาหาความสัมพันธ์ (Descriptive Correlational Research) ในรูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ (Causal Relationship Modeling) เรื่องการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI มีวัตถุประสงค์ในการวิจัย (1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI (2) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI (3) เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ ผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ผู้วิจัยนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังต่อไปนี้

เพื่อให้การนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล และทำความเข้าใจเกี่ยวกับการวิเคราะห์มีความสะดวกมากขึ้น ผู้วิจัยจึงกำหนดสัญลักษณ์ต่าง ๆ ดังต่อไปนี้

สัญลักษณ์แทนค่าที่ใช้ในงานวิจัย

สัญลักษณ์แทนค่าที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

N	กลุ่มประชากรเป้าหมาย
Mean	ค่าเฉลี่ย
MIN	คะแนนต่ำสุด (Minimum)
MAX	คะแนนสูงสุด (Maximum)
S.D.	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
SK	ค่าความเบ้ (Skewness)
KU	ค่าความโด่ง (Kurtosis)
r	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficient)

P	ระดับนัยสำคัญทางสถิติ
b	ค่าน้ำหนักองค์ประกอบ
B	ค่าน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเป็นรายองค์ประกอบ (Standardized Solution)
C.R.	ค่าอัตราส่วนวิกฤติ Critical ratio
χ^2/DF หรือ CM/DF	ค่าสัดส่วนเปรียบเทียบระหว่างค่า Chi-squareและองศาอิสระ
RMSEA	ค่ารากที่สองของค่าเฉลี่ยความคาดเคลื่อนกำลังสองการประมาณค่า
GFI	ค่าดัชนีวัดระดับความสอดคล้องหรือความกลมกลืน
AGFI	ดัชนีวัดระดับความสอดคล้องหรือความกลมกลืนที่ปรับแก้
CFI	ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องเปรียบเทียบ
PGFI	ค่าปริมาณความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วมที่อธิบายได้ด้วยโมเดลที่ปรับแก้ด้วยความซับซ้อนของ โมเดล
GAMMA	เมทริกซ์อิทธิพลเชิงสาเหตุจากตัวแปรแฝงภายนอก (Exogenous Variable) ไปตัวแปรภายใน (Endogenous Variable)
BETA	เมทริกซ์อิทธิพลเชิงสาเหตุจากตัวแปรภายใน
LAMDA X	เมทริกซ์สัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรสังเกตได้ภายนอกบนตัวแปรแฝงภายนอก
LAMDA Y	เมทริกซ์สัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรสังเกตได้ภายในบนตัวแปรแฝงภายใน
TE	อิทธิพลรวม (Total Effect)
DE	อิทธิพลทางตรง (Direct Effect)
IE	อิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effect)

สัญลักษณ์ที่ใช้แทนตัวแปร

SHS	โครงสร้างผู้ถือหุ้น
SBP	สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่
SFP	สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว
SIO	ผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน
SOV	สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ
CBS	โครงสร้างกรรมการบริษัท

BEP	สัดส่วนกรรมการบริหาร
BIP	สัดส่วนกรรมการอิสระ
BFP	สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ
DRT	ค่าตอบแทนกรรมการ
MON	รายเดือน
BON	โบนัสรายปี
MAL	เบี้ยประชุม
CMS	ผลประโยชน์อื่น หุ้นหรือหลักทรัพย์
ADF	ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี
CFS	ขนาดกิจการ
CUR	ระดับความเสี่ยงกิจการ
COP	ความซับซ้อนของกิจการ
FPM	ผลการดำเนินงาน
EBIT	EBIT Margin อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี
EBITDA	EBITDA Margin อัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย
EBT	EBT Margin อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี
MKV	มูลค่ากิจการตามราคาตลาด
PER	มูลค่าตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (Price-Earnings Ratio: P/E Ratio)
PBV	มูลค่าหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV Ratio)
TBQ	มูลค่ากิจการ Tobin's Q

4.1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรสังเกตได้

การวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรสังเกตได้ มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบการแจกแจงของข้อมูลว่ามีลักษณะอย่างไร เป็นการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ ซึ่งเป็นข้อตกลงเบื้องต้นของการตรวจสอบข้อมูลก่อนทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการเชิงโครงสร้าง เนื่องจากการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรจะทำให้ผู้วิจัยทราบว่า ลักษณะการแจกแจงของตัวแปรเป็นแบบใด ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการตรวจค่ากลาง และการกระจายตัวของข้อมูลแต่ละตัวแปรด้วยค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Arithmetic Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และส่วนเบี่ยงเบน

มาตรฐาน (Standard Deviation) ตรวจสอบการแจกแจงแบบปกติของข้อมูลแต่ละตัวแปร ด้วยค่าความเบ้ (Skewness) และ ความโด่ง (Kurtosis) (นงลักษณ์ วิรัชชัย, 2542, สุภมาส อังสุโชติ และคณะ, 2554) ซึ่งประกอบไปด้วย ตัวแปรสังเกตได้ เป็นตัวแปรบ่งชี้ของตัวแปรแฝง (Latent variable) จำนวน 6 ตัวแปร

ตารางที่ 4.1 แสดงค่าสถิติพรรณนาลักษณะของตัวแปร (N = 385)

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

จากตาราง 4.1 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพรรณนาของตัวแปรสังเกตได้ พบว่า ตัวแปรสังเกตได้ ส่วนใหญ่ มีค่าเฉลี่ยอยู่ในระดับมาก (\bar{X} อยู่ระหว่าง 4.1221 ถึง 4.4753) โดยพบว่า ตัวแปรสังเกตได้ ผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน (SIO) มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุด ($\bar{X} = 4.4753$) และตัวแปรสังเกตได้ อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี (EBIT) มีค่าเฉลี่ยน้อยที่สุด ($\bar{X} = 4.1221$) และตัวแปรสังเกตได้ มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) อยู่ระหว่าง 0.54995-0.80433 แสดงให้เห็นว่าข้อมูลมีการกระจายตัวอยู่ใกล้กับค่าเฉลี่ย เนื่องจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานดังกล่าวมีค่าไม่เกินไปหนึ่ง

เมื่อพิจารณาค่าความเบ้ (Skewness) หรือความไม่สมมาตรของการแจกแจงในภาพรวม พบว่า ตัวแปรสังเกตได้ ที่อยู่ในแบบจำลองมีค่าความเบ้อยู่ระหว่าง -0.223 ถึง -1.309 โดยพบว่า ตัวแปรสังเกตได้ มีการแจกแจงในลักษณะเบ้ซ้าย (ค่าความเบ้เป็นลบ) แสดงว่าข้อมูลของตัวแปรสังเกตได้ส่วนใหญ่มีค่าคะแนนสูงกว่าค่าเฉลี่ยทุกตัวแปร เมื่อพิจารณาค่าความโด่ง (Kurtosis) หรือความสูงของการแจกแจง พบว่า ตัวแปรสังเกตได้ที่อยู่ในแบบจำลองมีค่าความโด่งอยู่ระหว่าง -0.969 ถึง 5.4 โดยพบว่า ตัวแปรสังเกตได้ส่วนใหญ่มีค่าความโด่งสูงกว่าปกติ ซึ่งค่าความโด่งของตัวแปรที่คำนวณได้ส่วนใหญ่มีมากกว่าศูนย์ แสดงว่า ข้อมูลของตัวแปรสังเกตได้ดังกล่าวมีการกระจายข้อมูลน้อย แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาค่าความเบ้ และความโด่งโดยรวม พบว่า ค่าความเบ้และความโด่งส่วนใหญ่มีความแตกต่างจากศูนย์เพียงเล็กน้อย จึงถือว่าตัวแปรสังเกตได้มีการแจกแจงแบบปกติ จึงเหมาะสมที่จะนำไปวิเคราะห์แบบจำลองสมการเชิงโครงสร้าง

4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้

ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ โดยพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Product Moment Correlation) ทำให้ได้เมทริกซ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์แบบจำลองสมการเชิงโครงสร้าง เนื่องจากข้อตกลงเบื้องต้นที่สำคัญของการวิเคราะห์องค์ประกอบ คือ ตัวแปรต้องมีความสัมพันธ์กัน และเพื่อตรวจสอบว่าข้อมูลตัวแปรสังเกตได้สามารถนำมาวิเคราะห์องค์ประกอบในการรวมกลุ่มของตัวแปรที่สัมพันธ์กัน

เพื่อตรวจสอบว่าข้อมูลตัวแปรสังเกตได้สามารถนำมาวิเคราะห์องค์ประกอบในการรวมกลุ่มของตัวแปรที่สัมพันธ์กัน ผู้วิจัยใช้ค่าสถิติทดสอบ 2 ตัว คือ Kaiser-Mayer-Olkin Measure of Sampling Adequacy (KMO) และสถิติ Bartlett's test of sphericity เพื่อทดสอบว่าตัวแปรสังเกตได้ทั้งหมดเป็นเมทริกซ์เอกลักษณ์ (Identity Matrix) หรือไม่ (สุกมาศ อังสุโชติ และคณะ, 2554) ผลการวิเคราะห์สามารถนำเสนอได้ดังนี้

จากตาราง 4.1 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันระหว่างตัวแปรสังเกตได้ 20 ตัวแปร พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งหมด 178 คู่ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ทั้งจำนวน 178 คู่ โดยมีค่าความสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.185 ถึง 0.679



ตารางที่ 4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันระหว่างตัวแปร

	SBP	SFP	SIO	SOS	BEP	BIP	BFP	MON	BON	MAL	OTH	CFS	CUR	COP	EBIT	EBITDA	EBT	PER	PBV	TBQ
SBP	1	.456**	.415**	.371**	.354**	.417**	.373**	.292**	.321**	.279**	.304**	.185**	.297**	.246**	.348**	.329**	.270**	.224**	.343**	.309**
SFP	.456**	1	.399**	.308**	.477**	.394**	.460**	.242**	.315**	.297**	.336**	.275**	.306**	.233**	.318**	.318**	.238**	.197**	.244**	.234**
SIO	.415**	.399**	1	.447**	.453**	.457**	.435**	.296**	.475**	.462**	.442**	.323**	.317**	.259**	.375**	.298**	.247**	.236**	.299**	.303**
SOS	.371**	.308**	.447**	1	.435**	.341**	.255**	.310**	.290**	.357**	.397**	.266**	.224**	.206**	.307**	.295**	.240**	.145**	.248**	.216**
BEP	.354**	.477**	.453**	.435**	1	.406**	.388**	.238**	.468**	.388**	.386**	.351**	.347**	.291**	.374**	.312**	.285**	.261**	.248**	.245**
BIP	.417**	.394**	.457**	.341**	.406**	1	.542**	.386**	.508**	.428**	.390**	.390**	.434**	.332**	.459**	.407**	.358**	.366**	.463**	.421**
BFP	.373**	.460**	.435**	.255**	.388**	.542**	1	.260**	.399**	.359**	.335**	.283**	.382**	.312**	.376**	.316**	.299**	.339**	.384**	.322**
MON	.292**	.242**	.296**	.310**	.238**	.386**	.260**	1	.359**	.341**	.314**	.448**	.551**	.488**	.575**	.948**	.612**	.608**	.527**	.603**
BON	.321**	.315**	.475**	.290**	.468**	.508**	.399**	.359**	1	.619**	.535**	.441**	.423**	.364**	.456**	.379**	.320**	.344**	.372**	.315**
MAL	.279**	.297**	.462**	.357**	.388**	.428**	.359**	.341**	.619**	1	.646**	.334**	.296**	.283**	.438**	.377**	.346**	.312**	.370**	.330**
OTH	.304**	.336**	.442**	.397**	.386**	.390**	.335**	.314**	.535**	.646**	1	.273**	.278**	.225**	.395**	.359**	.356**	.284**	.320**	.243**
CFS	.185**	.275**	.323**	.266**	.351**	.390**	.283**	.448**	.441**	.334**	.273**	1	.492**	.481**	.464**	.434**	.436**	.427**	.345**	.356**
CUR	.297**	.306**	.317**	.224**	.347**	.434**	.382**	.551**	.423**	.296**	.278**	.492**	1	.562**	.526**	.557**	.493**	.572**	.549**	.551**
COP	.246**	.233**	.259**	.206**	.291**	.332**	.312**	.488**	.364**	.283**	.225**	.481**	.562**	1	.552**	.531**	.494**	.571**	.456**	.485**
EBIT	.348**	.318**	.375**	.307**	.374**	.459**	.376**	.575**	.456**	.438**	.395**	.464**	.526**	.552**	1	.668**	.626**	.562**	.570**	.537**
EBITDA	.329**	.318**	.298**	.295**	.312**	.407**	.316**	.948**	.379**	.377**	.359**	.434**	.557**	.531**	.668**	1	.679**	.640**	.563**	.623**
EBT	.270**	.238**	.247**	.240**	.285**	.358**	.299**	.612**	.320**	.346**	.356**	.436**	.493**	.494**	.626**	.679**	1	.625**	.488**	.579**
PER	.224**	.197**	.236**	.145**	.261**	.366**	.339**	.608**	.344**	.312**	.284**	.427**	.572**	.571**	.562**	.640**	.625**	1	.560**	.666**
PBV	.343**	.244**	.299**	.248**	.248**	.463**	.384**	.527**	.372**	.370**	.320**	.345**	.549**	.456**	.570**	.563**	.488**	.560**	1	.713**
TBQ	.309**	.234**	.303**	.216**	.245**	.421**	.322**	.603**	.315**	.330**	.243**	.356**	.551**	.485**	.537**	.623**	.579**	.666**	.713**	1

และจากตาราง 4.2 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดตัวแปรโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHS) พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (SBP) สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว (SFP) ผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน (SIO) สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ (SOV) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าความสัมพันธ์ระหว่าง 0.308-0.456 ซึ่งถือว่า มีความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับปานกลาง

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดตัวแปรโครงสร้างกรรมการบริษัท (CBS) พบว่า สัดส่วนกรรมการบริหาร (BEP) สัดส่วนกรรมการอิสระ (BIP) สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ (BFP) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าความสัมพันธ์ระหว่าง 0.388-0.542 ซึ่งถือว่า มีความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับปานกลาง

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) พบว่า เงินเดือนรายเดือน (MO) โบนัสรายปี (BON) เบี้ยประชุม (MAL) ผลประโยชน์อื่น หุ้นหรือหลักทรัพย์ (OTH) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าความสัมพันธ์ระหว่าง 0.314-0.646 ซึ่งถือว่า มีความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับปานกลาง

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดผลค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี (ADF) พบว่า ขนาดของกิจการลูกค้า (CFS) ระดับความเสี่ยงของกิจการลูกค้า (CUR) ความซับซ้อนของกิจการลูกค้า (COP) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าความสัมพันธ์ระหว่าง 0.481-0.562 ซึ่งถือว่า มีความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับปานกลาง

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดผลผลการดำเนินงาน (FPM) พบว่า อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) อัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี (EBT) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าความสัมพันธ์ระหว่าง 0.626 – 0.679 ซึ่งถือว่า มีความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับปานกลาง

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดมูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV) พบว่า มูลค่าตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (PER) มูลค่าหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) มูลค่ากิจการ (TBQ) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าความสัมพันธ์ระหว่าง 0.560-0.713 ซึ่งถือว่า มีความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับสูง

4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบวัตถุประสงค์ของการศึกษา

4.3.1 ผลการวิเคราะห์ความตรงเชิงโครงสร้างของแบบจำลองการวัด (Construct Validity)

1) โครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHS)

ตารางที่ 4.3 แสดงเมทริกซ์สหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ของแบบจำลองปัจจัยโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHS)

องค์ประกอบ	SBP	SFP	SIO	SOS
SBP	1.00			
SFP	0.89	1.00		
SIO	0.84	0.91	1.00	
SOS	0.83	0.88	0.90	1.00
MEAN	4.4078	4.4753	4.3818	4.4649
S.D.	0.6110	0.5750	0.5915	.58824

Bartlett's test of Sphericity = 295.980, df = 6, P-value = 0.00, KMO = 0.741

หมายเหตุ. ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

ตารางที่ 4.4 แสดงผลการตรวจสอบความตรง ค่าน้ำหนักองค์ประกอบความตรงของตัวแปรสังเกตได้ และสัมประสิทธิ์คะแนนองค์ประกอบของแบบจำลองปัจจัยโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHS)

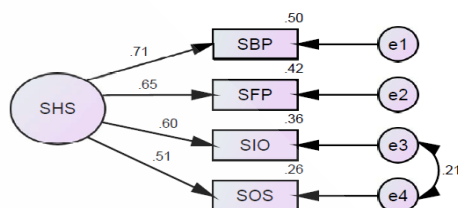
ตัวแปร	น้ำหนักองค์ประกอบ			
	คะแนนองค์ประกอบมาตรฐาน	SE	C.R.	R2
SBP	1.00	-	-	0.499
SFP	0.860	0.104	8.288	0.416
SIO	0.828	0.106	7.803	0.360
SOS	0.689	0.100	6.878	0.255

Chi-square = 0.867, df = 1, P-value = 0.352, RMSEA = 0.000, GFI = 0.999, AGFI = 0.989

หมายเหตุ. *มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

Chi-square = .867, Chi-square/df = .867, df = 1, p = .352, GFI = .999

CFI = 1.000, RMR = .003, RMSEA = .000, SRMR=.0084



ภาพที่ 4.1 แสดงแบบจำลองปัจจัยโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHS)

2) โครงสร้างกรรมการบริษัท (CBS)

ตารางที่ 4.5 แสดงเมทริกซ์สหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ของแบบจำลองปัจจัย โครงสร้างกรรมการบริษัท (CBS)

องค์ประกอบ	BEP	BIP	BFP
BEP	1.00		
BIP	0.406	1.00	
BFP	0.388	0.542	1.00
MEAN	4.4649	4.2883	4.3974
S.D.	.60763	.60595	.61703

Bartlett's test of Sphericity = 220.733, df = 3, P-value = 0.00, KMO = 0.656

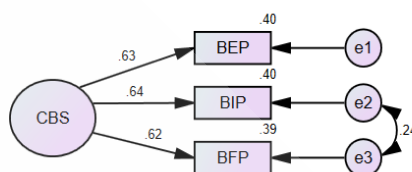
ตารางที่ 4.6 แสดงผลการตรวจสอบความตรง คำนวณน้ำหนักองค์ประกอบความตรงของตัวแปรสังเกตได้ และสัมประสิทธิ์คะแนนองค์ประกอบของปัจจัยโครงสร้างกรรมการบริษัท (CBS)

ตัวแปร	น้ำหนักองค์ประกอบ			
	คะแนนองค์ประกอบมาตรฐาน	SE	C.R.	R2
BEP	0.632	-	-	0.386
BIP	0.635	0.03	39.67	0.404
BFP	0.621	0.03	33.02	0.400

Chi-square = .048, df = 1, P-value = .826, RMSEA = 0.00, GFI = 1.00, AGFI = 0.99

Chi-square = .048, Chi-square/df = .048, df = 1, p = .826, GFI = 1.000

CFI = 1.000, RMR = .001, RMSEA = .000, SRMR=.0026



ภาพที่ 4.2 แสดงแบบจำลองปัจจัยโครงสร้างกรมการบริษัท (CBS)

3) ค่าตอบแทนกรมการ (DRT)

ตารางที่ 4.7 แสดงเมทริกซ์สหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ของแบบจำลองปัจจัยด้านค่าตอบแทนกรมการ (DRT)

องค์ประกอบ	MON	BON	MAL	OTH
MON	1.00			
BON	0.359	1.00		
MAL	0.341	0.619	1.00	
OTH	0.314	0.535	0.646	1.00
MEAN	4.1584	4.3455	4.4260	4.4623
S.D.	.69473	.61461	.54995	.55833

Bartlett's test of Sphericity = 476.702, df = 6, P-value = 0.00, KMO = 0.756

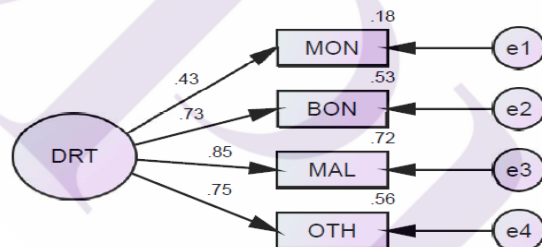
ตารางที่ 4.8 แสดงผลการตรวจสอบความตรง ค่าน้ำหนักองค์ประกอบความตรงของตัวแปรสังเกตได้ และสัมประสิทธิ์คะแนนองค์ประกอบของปัจจัย ด้านค่าตอบแทนกรรมการ (DRT)

ตัวแปร	น้ำหนักองค์ประกอบ			
	คะแนนองค์ประกอบมาตรฐาน	SE	C.R.	R ²
MON	0.426	0.087	7.618	0.182
BON	0.729	-	-	0.532
MAL	0.850	0.077	13.599	0.723
OTH	0.751	0.071	13.105	0.564

Chi-square = 0.59, df = 1, P-value = .44, RMSEA = 0.00, GFI = 1.00, AGFI = 1.000

Chi-square = 3.649, Chi-square/df = 1.825, df = 2, p = .161, GFI = .995

CFI = .997, RMR = .007, RMSEA = .046, SRMR=.0175



ภาพที่ 4.3 แสดงแบบจำลองปัจจัย ด้านค่าตอบแทนกรรมการ (DRT)

4) ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี (ADF)

ตารางที่ 4.9 แสดงเมทริกซ์สหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ของแบบจำลองปัจจัยค่าธรรมเนียมนอบบัญชี (ADF)

องค์ประกอบ	STRA	NUMA	NUPR
CFS	1.00		
CUR	0.492	1.00	
COP	0.481	0.562	1.00
MEAN	4.2597	4.2182	4.3818
S.D.	0.6292	0.6916	0.6432

Bartlett's test of Sphericity = 282.952, df = 3, P-value= 0.00, KMO = 0.689

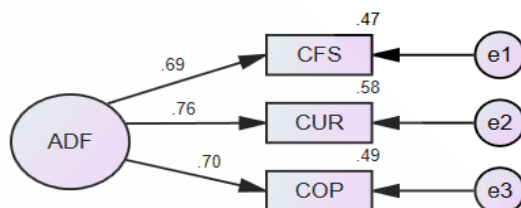
ตารางที่ 4.10 แสดงผลการตรวจสอบความตรง ค่าน้ำหนักองค์ประกอบความตรงของตัวแปรสังเกตได้ และสัมประสิทธิ์คะแนนองค์ประกอบของปัจจัยค่าธรรมเนียมนอบบัญชี (ADF)

ตัวแปร	น้ำหนักองค์ประกอบ			
	คะแนนองค์ประกอบมาตรฐาน	SE	C.R.	R2
CFS	0.687	-	-	0.472
CUR	0.761	0.102	11.696	0.579
COP	0.702	-	-	0.793

Chi-square = 2.457, df = 1, P-value = 0.117, RMSEA = 0.062, GFI = 0.996, AGFI = 0.975

Chi-square = 2.457, Chi-square/df = 2.457, df = 1, p = .117, GFI = .996

CFI = .995, RMR = .014, RMSEA = .062, SRMR=.0170



ภาพที่ 4.4 แสดงแบบจำลองค่าธรรมเนียมสอบบัญชี (ADF)

5) ผลการดำเนินงาน (FPM)

ตารางที่ 4.11 แสดงเมทริกซ์สหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ของแบบจำลองปัจจัยด้านผลการดำเนินงาน (FPM)

องค์ประกอบ	EBIT	EBITDA	EBT
EBIT	1.00		
EBITDA	0.668	1.00	
EBT	0.626	0.679	1.00
MEAN	4.2416	4.1377	4.1221
S.D.	.68567	.74600	.73821

Bartlett's test of Sphericity 501.865, df = 3, P-value= 0.00, KMO = 0.729

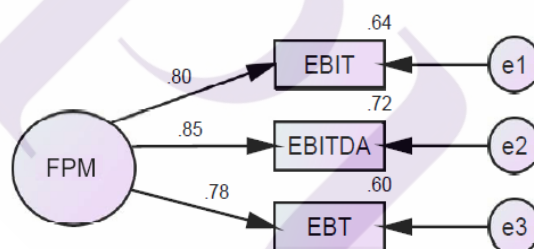
ตารางที่ 4.12 แสดงผลการตรวจสอบความตรง ค่าน้ำหนักองค์ประกอบความตรงของตัวแปร สังเกตได้ และสัมประสิทธิ์คะแนนองค์ประกอบของปัจจัยผลการดำเนินงาน (FPM)

ตัวแปร	น้ำหนักองค์ประกอบ			
	คะแนนองค์ประกอบมาตรฐาน	SE	C.R.	R2
EBIT	0.803	-	-	0.76
EBITDA	0.851	0.03	29.31	0.45
EBT	0.776	0.03	29.64	0.55

Chi-square = 1.87, df = 1, P-value = .171, RMSEA = .048, GFI = 0.997, AGFI = 0.981

Chi-square = 1.870, Chi-square/df = 1.870, df = 1, p = .171, GFI = .997

CFI = .998, RMR = .015, RMSEA = .048, SRMR=.0170



ภาพที่ 4.5 แสดงแบบจำลองปัจจัยด้านผลการดำเนินงาน (FPM)

6) มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV)

ตารางที่ 4.13 แสดงเมทริกซ์สหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ของแบบจำลองปัจจัยมูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV)

องค์ประกอบ	PER	PBV	TBQ
PER	1.00		
PBV	0.560	1.00	
TBQ	0.666	0.679	1.00
MEAN	4.1403	4.2416	4.1766
S.D.	0.80433	0.67031	0.76033

Bartlett's test of Sphericity 506.032, df = 3, P-value= 0.00, KMO = 0.701

หมายเหตุ. ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

ตารางที่ 4.14 แสดงผลการตรวจสอบความตรง ค่าน้ำหนักองค์ประกอบความตรงของตัวแปรสังเกตได้ และสัมประสิทธิ์คะแนนองค์ประกอบของปัจจัยมูลค่ากิจการตามราคาตลาด(MKV)

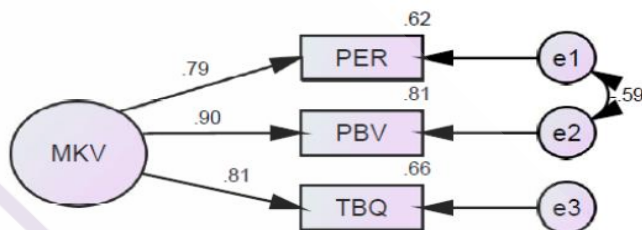
ตัวแปร	น้ำหนักองค์ประกอบ			
	คะแนนองค์ประกอบมาตรฐาน	SE	C.R.	R2
PER	0.789	-	-	0.656
PBV	0.898	-	-	0.807
TBQ	0.810	-	-	0.622

Chi-square = 2.619, df = 1, P-value = .106, RMSEA = .065, GFI = 0.995, AGFI = 0.973

หมายเหตุ. ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

Chi-square = 2.619, Chi-square/df = 2.619, df = 1, p = .106, GFI = .995

CFI = .997, RMR = .022, RMSEA = .065, SRMR=.0.0135



ภาพที่ 4.6 แสดงแบบจำลองปัจจัยมูลค่ากิจการตามราคาตลาด(MKV)

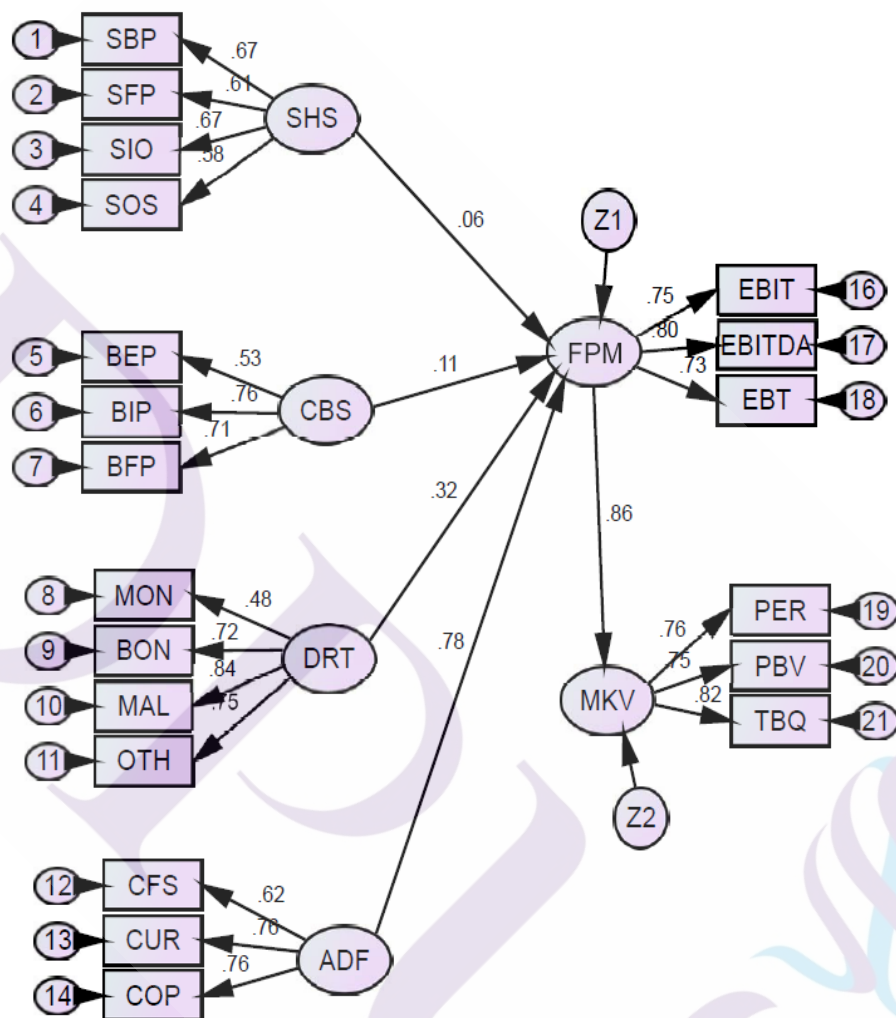
4.3.2 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างตามสมมติฐาน

ตารางที่ 4.15 ผลการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลองโดยรวม

ดัชนีความกลมกลืน	เกณฑ์	ค่าสถิติ	ผลการพิจารณา
X^2/df	< 2.00	11.086	ไม่ผ่านเกณฑ์
CFI	≥ 0.95	0.636	ไม่ผ่านเกณฑ์
GFI	≥ 0.95	0.732	ไม่ผ่านเกณฑ์
AGFI	≥ 0.90	0.659	ไม่ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.05	0.162	ไม่ผ่านเกณฑ์
SRMR	< 0.05	2.694	ไม่ผ่านเกณฑ์

Chi-square = 1829.155, Chi-square/df = 11.086, df = 165, p = .000, GFI = .732

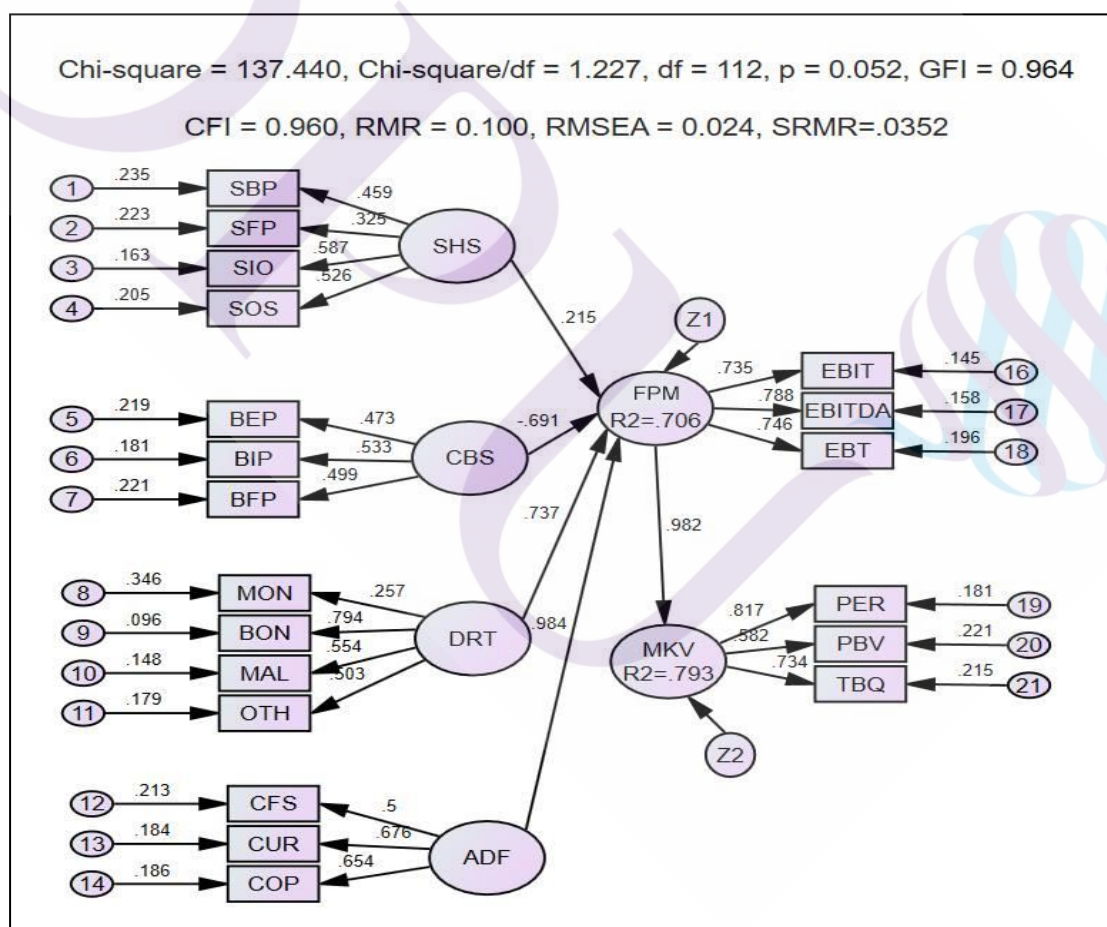
CFI = .636, RMR = .115, RMSEA = .162, SRMR=.2.694



ภาพที่ 4.7 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลองโดยรวมก่อนปรับโมเดล

ตารางที่ 4.16 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องของแบบจำลองหลังปรับโมเดล

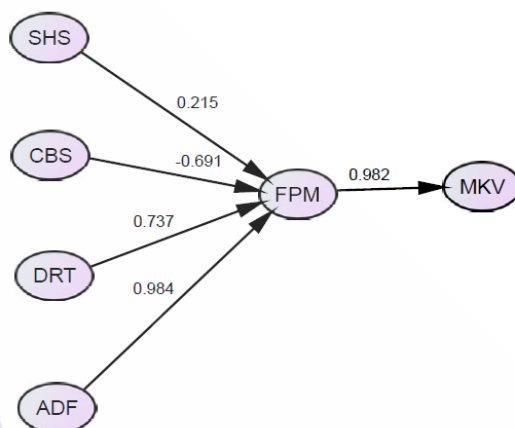
ดัชนีความ กลมกลืน	เกณฑ์	ก่อนปรับแบบจำลอง		หลังปรับแบบจำลอง	
		ค่าดัชนีที่ได้	ผลการพิจารณา	ค่าดัชนีที่ได้	ผลการพิจารณา
X^2/df	< 2.00	11.086	ไม่ผ่านเกณฑ์	1.227	ผ่านเกณฑ์
CFI	≥ 0.95	0.636	ไม่ผ่านเกณฑ์	0.960	ผ่านเกณฑ์
GFI	≥ 0.95	0.732	ไม่ผ่านเกณฑ์	0.964	ผ่านเกณฑ์
AGFI	≥ 0.90	0.659	ไม่ผ่านเกณฑ์	0.933	ผ่านเกณฑ์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



ภาพที่ 4.8 แสดงผลการวิเคราะห์อิทธิพลของตัวแปรในแบบจำลองการกำกับดูแลกิจการผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

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

CFI = 0.960, RMR = 0.100, RMSEA = 0.024, SRMR=.0.0352



ภาพที่ 4.9 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลองโดยรวม หลังปรับแบบจำลอง

4.4 ผลการวิเคราะห์เส้นทาง

4.4.1 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลเชิงสาเหตุของความผูกพันในงาน

ผู้วิจัยได้วิเคราะห์การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยผู้วิจัยนำเสนอผลของอิทธิพลทางตรง (Directional Effects: DE) อิทธิพลทางอ้อม (In-directional Effects: IE) และอิทธิพลรวม (Total Effects: TE) โดยนำเสนอผลการวิเคราะห์ได้ดังนี้

การวิเคราะห์อิทธิพลของตัวแปรในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI (อิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม) ตามสมมติฐานกับข้อมูลเชิงประจักษ์ พบว่า แบบจำลองที่มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ดังภาพประกอบ 4.8 และผลตาราง 4.17

ตารางที่ 4.17 แสดงผลการวิเคราะห์การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ปัจจัยเหตุ	ปัจจัยผล					
	FPM			MKV		
	TE	IE	DE	TE	IE	DE
SHS	0.215	0.00	0.215	0.211	0.211	0.00
CBS	-0.691**	0.00	-0.691**	-0.678	-0.678	0.00
DRT	0.737**	0.00	0.737**	0.724	0.724	0.00
ADF	0.984*	0.00	0.984**	0.966	0.966	0.00
FVA	-	-	-	0.982**	0.00	0.982**

ค่าสถิติไคว์-สแควร์ = 137.440, df = 112 P = 0.052, GFI = 0.964, AGFI = 0.933, SRMR = 0.0352

ตัวแปร	SBP	SFP	SIO	SOS	BEP	BIP	BFP	MON	BON	MAL	OTH	CFS
CUR												
COP												
R ²	0.211	0.105	0.344	0.277	0.224	0.284	0.249	0.066	0.630	0.307	0.253	0.250
	0.457	0.427										

ตัวแปร	EBIT	EBITDA	EBT	PER	PBV	TBQ
R ²	0.557	0.621	0.540	0.668	0.339	0.538

สมการโครงสร้างของตัวแปร FPM MKV

R ²	FPM	MKV
	0.706	0.793

เมทริกซ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝง

ตัวแปรแฝง	SHS	CBS	DRT	ADF	FPM	MKV
SHS	1.00					
CBS	0.686	1.00				
DRT	0.588	0.614	1.00			
ADF	0.430	0.533	0.594	1.00		
FVA	0.457	0.505	0.703	0.691	1.00	
MKV	0.382	0.485	0.587	0.673	0.753	1.00

ค่าสถิติไคว์-สแควร์ = 1375.583, df = 15, P = 0.000, KMO = 0.850

หมายเหตุ. ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากตาราง 4.17 แสดงการทดสอบความสอดคล้องของแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ตามสมมติฐานกับข้อมูลเชิงประจักษ์ พบว่า แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจากค่าสถิติที่ใช้ตรวจสอบความสอดคล้องระหว่างแบบจำลองกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ได้แก่ ค่าไคว-สแควร์ มีค่าเท่ากับ 137.440 องศาเสรีเท่ากับ 112 ค่านัยสำคัญความน่าจะเป็น (P-value) เท่ากับ 0.052 แสดงว่ายอมรับสมมติฐานหลักที่ว่า แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุตามกรอบสมมติฐานดังกล่าวสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ค่าดัชนีวัดความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.964 ค่าดัชนีวัดความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) มีค่าเท่ากับ 0.933 ซึ่งมีค่าใกล้ 1 และค่าดัชนีรากกำลังสองเฉลี่ยของส่วนที่เหลือ (SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.032 ซึ่งมีค่าใกล้ศูนย์ โดยรายละเอียดดังกล่าวผู้วิจัยได้กล่าวไว้แล้วอย่างละเอียดในส่วนของผลการวิเคราะห์ค่าดัชนีความกลมกลืนของแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่มีผลต่อความสัมพันธ์เชิงสาเหตุการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (R^2) ของสมการ โครงสร้างตัวแปรแฝงภายใน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ของผลการดำเนินงาน (FVA) 0.706 มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV) มีค่าเท่ากับ 0.793

เมตริกซ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝง พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงมีค่าอยู่ระหว่าง 0.382 ถึง 0.753 โดยพบว่า มีความสัมพันธ์แบบมีทิศทางเดียวกันทุกคู่ เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ พบว่า ตัวแปรแฝง มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV) กับ ผลการดำเนินงาน (FPM) มีค่าความสัมพันธ์สูงสุดเท่ากับ 0.753 รองลงมาเป็นตัวแปรแฝง ค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) กับ ผลการดำเนินงาน (FPM) ค่าความสัมพันธ์เท่ากับ 0.703 และค่าธรรมเนียมสอบบัญชี (ADF) กับ ผลการดำเนินงาน (FPM) 0.691

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

เมื่อพิจารณาอิทธิพลทางตรงของตัวแปรจาก ผลการดำเนินงาน (FPM) พบว่า ตัวแปรดังกล่าวได้รับอิทธิพลทางตรงจากค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี

(ADF) โครงสร้างกรมการบริษัท (CBS) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.737 0.984 และ -0.691 ตามลำดับ

4.5 ผลการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของตัวแปรสังเกตได้

ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของตัวแปรสังเกตได้ เพื่อพิจารณาถึงองค์ประกอบร่วมที่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ ซึ่งผลการวิเคราะห์แสดงไว้ในตารางที่ 4.17

ตารางที่ 4.18 ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของตัวแปรสังเกตได้

องค์ประกอบ/ ตัวแปร	น้ำหนักองค์ประกอบ			
	b	S.E	B	C.R
SOS	1.119	.227	0.526	4.938
SIO	1.167	.210	0.587	5.555
SFP	0.646	0.152	0.325	4.260
SBP	1.000	-	0.459	-
EBIT	1.000	-	0.735	-
EBITDA	1.234	0.103	0.788	11.931
EBT	1.205	0.104	0.746	11.541
OTH	1.000	-	0.503	-
MON	0.636	0.141	0.257	4.520
BON	1.640	0.294	0.794	5.586
MAL	1.042	.114	0.554	9.162
BFP	1.000	-	0.499	-
BIP	0.992	0.192	0.533	5.152
BEP	0.929	0.200	0.473	4.642
COP	1.396	0.207	0.654	6.741
CUR	1.476	0.222	0.676	6.652
CFS	1.000	-	0.500	-
PER	1.000	-	0.817	-
PBV	0.559	0.060	0.582	9.353
TBQ	0.830	0.068	0.734	12.123

จากตาราง 4.18 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (b) ของตัวแปรสังเกตได้ พบว่า มีค่าเป็นบวกทั้งหมด มีขนาดตั้งแต่ 0.559 ถึง 1.640 และทุกค่าน้ำหนักองค์ประกอบแตกต่างไปจากศูนย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยตัวแปรสังเกตได้ของตัวแปรแฝงภายนอกที่มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบมากที่สุด คือ โบนัสรายปี (BON) ซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของตัวแปรแฝงภายนอกค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) โดยมีน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 1.640 ส่วนตัวแปรสังเกตได้ของตัวแปรแฝงภายนอกที่มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบน้อยที่สุด คือ เงินเดือนรายเดือน (MON) โดยมีน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.636

และตัวแปรสังเกตได้ของตัวแปรแฝงภายในที่มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบมากที่สุด คือ อัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของตัวแปรแฝงภายในผลการดำเนินงาน (FPM) โดยมีน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 1.234 ส่วนตัวแปรสังเกตได้ของตัวแปรแฝงภายในที่มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบน้อยที่สุด คือ มูลค่าหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) โดยมีน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.559 ซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของตัวแปรแฝงภายในมูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV)

4.6 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบสนองมติฐานการวิจัย

สรุปผลการวิเคราะห์อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

จากผลการวิเคราะห์แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ตามสมมติฐานการวิจัยมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ค่อนข้างสูง เมื่อวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้เป็นรายชื่อ สรุปได้ดังนี้

สมมติฐานข้อที่ 1: โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHS) ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน (FPM) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

สมมติฐานข้อที่ 2: โครงสร้างกรรมการบริษัทมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า โครงสร้างกรรมการบริษัท (CBS) มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน (FPM) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ -0.691 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สมมติฐานข้อที่ 3: ค่าตอบแทนกรรมการมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน (FPM) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.737 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สมมติฐานข้อที่ 4: ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี (ADF) มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน (FPM) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.984 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สมมติฐานข้อที่ 5: ผลการดำเนินงานมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ผลการดำเนินงาน (FPM) มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.982 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สมมติฐานข้อที่ 6: โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดผ่านผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.982 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 4.19 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

ข้อที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
1.	โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI	ปฏิเสธสมมติฐาน
2.	โครงสร้างกรรมการบริษัทมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI	ยอมรับสมมติฐาน
3.	ค่าตอบแทนกรรมการมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI	ยอมรับสมมติฐาน
4.	ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI	ยอมรับสมมติฐาน
5.	ผลการดำเนินงานมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI	ยอมรับสมมติฐาน
6.	โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทน กรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI	ยอมรับสมมติฐาน

บทสรุป

ในบทนี้ผู้วิจัยได้อธิบายถึงผลการศึกษาที่ได้จากการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ซึ่งในบทนี้แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากการเก็บรวบรวมข้อมูลทุกิติภูมิทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรตามจากรายงานประจำปีแบบ 56-1 ฐานข้อมูล SATSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ระหว่างปี 2557-2561 การวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานโดยสถิติเชิงพรรณนา เช่น ค่าความถี่ ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย และค่ามัธยฐาน การวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยตามวัตถุประสงค์การวิจัยโดยสถิติการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) หลังจากผู้วิจัยทำการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อกำหนดองค์ประกอบวิเคราะห์เป็นกรอบแนวคิดโดยใช้การตรวจสอบความกลมกลืนของแบบจำลองการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (ModelFit) ตรวจสอบ

ความสอดคล้องของโมเดลเชิงประจักษ์ (Assessment of Model Fit) โดยดัชนีการตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดล (Measurement Model) กับข้อมูลเชิงประจักษ์ ประกอบด้วยดัชนีค่า Chi-Square, X^2/df , CFI, GFI, AGFI, RMSEA และ SRMR เพื่อวิเคราะห์ห้วงค์ประกอบเชิงยืนยัน องค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการ ค่าตอบแทน กรรมการและค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ซึ่งผลการวิจัยจะนำมาสรุปผล และอภิปรายผลในบทที่ 5



บทที่ 5

สรุป อภิปรายและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI มีวัตถุประสงค์ของการศึกษา (1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI (2) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI และ (3) เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) ที่มีต่อมูลค่ากิจการผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยสามารถสรุป อภิปรายผลและข้อเสนอแนะดังต่อไปนี้

5.1 สรุปผลการวิจัย

การวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรสังเกตได้ มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบการแจกแจงของข้อมูลว่ามีลักษณะอย่างไร เป็นการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ ซึ่งเป็นข้อตกลงเบื้องต้นของการตรวจสอบข้อมูลก่อนทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการเชิงโครงสร้าง เนื่องจากการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรจะทำให้ผู้วิจัยทราบว่า ลักษณะการแจกแจงของตัวแปรเป็นแบบใด ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการตรวจค่ากลางและการกระจายตัวของข้อมูลแต่ละตัวแปรด้วยค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Arithmetic Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ตรวจสอบการแจกแจงแบบปกติของข้อมูลแต่ละตัวแปรด้วยค่าความเบ้ (Skewness) และ ความโด่ง (Kurtosis) ซึ่งประกอบไปด้วย ตัวแปรสังเกตได้ เป็นตัวแปรบ่งชี้ของตัวแปรแฝง (Latent variable) จำนวน 6 ตัวแปร

ตัวแปรสังเกตได้ส่วนใหญ่ มีค่าเฉลี่ยอยู่ในระดับมาก (\bar{X} อยู่ระหว่าง 4.1221 ถึง 4.4753) โดยพบว่า ตัวแปรสังเกตได้ผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน (SIO) มีค่าเฉลี่ยสูงสุด ($\bar{X} = 4.4753$) และตัวแปรสังเกตได้ อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี (EBIT) มีค่าเฉลี่ยน้อยที่สุด ($\bar{X} = 4.1221$) และตัวแปรสังเกตได้มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) อยู่ระหว่าง 0.54995-0.80433 แสดงให้เห็น

ว่าข้อมูลมีการกระจายตัวอยู่ใกล้กับค่าเฉลี่ย เนื่องจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานดังกล่าวมีค่าไม่เกินหนึ่ง

เมื่อพิจารณาค่าความเบ้ (Skewness) หรือความไม่สมมาตรของการแจกแจงในภาพรวมพบว่า ตัวแปรสังเกตได้ที่อยู่ในแบบจำลองมีค่าความเบ้อยู่ระหว่าง -0.223 ถึง -1.309 โดยพบว่า ตัวแปรสังเกตได้มีการแจกแจงในลักษณะเบ้ซ้าย (ค่าความเบ้เป็นลบ) แสดงว่าข้อมูลของตัวแปรสังเกตได้ส่วนใหญ่มีค่าคะแนนสูงกว่าค่าเฉลี่ยทุกตัวแปร เมื่อพิจารณาค่าความโด่ง (Kurtosis) หรือความสูงของการแจกแจง พบว่า ตัวแปรสังเกตได้ที่อยู่ในแบบจำลองมีค่าความโด่งอยู่ระหว่าง -0.969 ถึง 5.4 โดยพบว่า ตัวแปรสังเกตได้ส่วนใหญ่มีค่าความโด่งสูงกว่าปกติ ซึ่งค่าความโด่งของตัวแปรที่คำนวณได้ส่วนใหญ่มีมากกว่าศูนย์ แสดงว่า ข้อมูลของตัวแปรสังเกตได้ดังกล่าวมีการกระจายข้อมูลน้อยแต่อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาค่าความเบ้และความโด่งโดยรวม พบว่า ค่าความเบ้และความโด่งส่วนใหญ่มีความแตกต่างจากศูนย์เพียงเล็กน้อย จึงถือว่าตัวแปรสังเกตได้มีการแจกแจงแบบปกติ จึงเหมาะสมที่จะนำไปวิเคราะห์แบบจำลองสมการเชิงโครงสร้าง

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ โดยพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Product Moment Correlation) ทำให้ได้เมตริกซ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์แบบจำลองสมการเชิงโครงสร้าง เนื่องจากข้อตกลงเบื้องต้นที่สำคัญของการวิเคราะห์องค์ประกอบ คือ ตัวแปรต้องมีความสัมพันธ์กัน และเพื่อตรวจสอบว่าข้อมูลตัวแปรสังเกตได้สามารถนำมาวิเคราะห์องค์ประกอบในการรวมกลุ่มของตัวแปรที่สัมพันธ์กัน

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดตัวแปรโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHS) พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (SBP) สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว (SFP) ผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน (SIO) สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ (SOV) มีค่าความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าความสัมพันธ์ระหว่าง 0.308-0.456 ซึ่งถือว่า มีความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับปานกลาง

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดตัวแปรโครงสร้างกรรมการบริษัท (CBS) พบว่า สัดส่วนกรรมการบริหาร (BEP) สัดส่วนกรรมการอิสระ (BIP) สัดส่วนกรรมการกองทุน (BFP) มีค่าความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าความสัมพันธ์ระหว่าง 0.388-0.542 ซึ่งถือว่า มีความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับปานกลาง

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) พบว่า เงินเดือนรายเดือน (MO) โบนัสรายปี (BON) เบี้ยประชุม (MAL) ผลประโยชน์อื่น หุ้นหรือหลักทรัพย์ (OTH) มีค่าความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าความสัมพันธ์ระหว่าง 0.314-0.646 ซึ่งถือว่า มีความสัมพันธ์กันอยู่ในปานกลาง

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดผลค่าธรรมเนียมสอบบัญชี (ADF) พบว่า ขนาดกิจการ (CFS) ระดับความเสี่ยงกิจการ (CUR) ความซับซ้อนกิจการ (COP) มีค่าความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าความสัมพันธ์ระหว่าง 0.481-0.562 ซึ่งถือว่า มีความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับปานกลาง

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดผลผลการดำเนินงาน (FPM) พบว่า อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) อัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนภาษี (EBT) มีค่าความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าความสัมพันธ์ระหว่าง 0.626-0.679 ซึ่งถือว่า มีความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับปานกลาง

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้วัดมูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV) พบว่า มูลค่าตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (PER) มูลค่าหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) มูลค่ากิจการ (TBQ) มีค่าความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าความสัมพันธ์ระหว่าง 0.560-0.713 ซึ่งถือว่า มีความสัมพันธ์กันอยู่ในระดับสูง

ผลการวิเคราะห์ความตรงเชิงโครงสร้างของแบบจำลองการวัด (Construct Validity) เริ่มจากปัจจัยโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHS) มีค่า Chi-square = 0.867, df = 1, P-value = 0.352, RMSEA = 0.000, GFI = 0.999, AGFI = 0.989 ซึ่งผ่านเกณฑ์ หมายความว่า องค์ประกอบของปัจจัยโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHS) มีความสามารถในการวัดประเมิน

โครงสร้างกรรมการบริษัท (CBS) มีค่า Chi-square = .048, df = 1, P-value = .826, RMSEA = 0.00, GFI = 1.00, AGFI = 0.99 ซึ่งผ่านเกณฑ์ หมายความว่า องค์ประกอบของโครงสร้างกรรมการบริษัท (CBS) มีความสามารถในการวัดประเมิน

ปัจจัยด้านค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) มีค่า Chi-square = 0.59, df = 1, P-value = .44, RMSEA = 0.00, GFI = 1.00, AGFI = 1.000 ซึ่งผ่านเกณฑ์ หมายความว่า องค์ประกอบของปัจจัยด้านค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) มีความสามารถในการวัดประเมิน

ค่าธรรมเนียนสอบบัญชี (ADF) มีค่า Chi-square = 2.457, df = 1, P-value = 0.117, RMSEA = 0.062, GFI = 0.996, AGFI = 0.975 ซึ่งผ่านเกณฑ์ หมายความว่า องค์ประกอบของค่าธรรมเนียนสอบบัญชี (ADF) มีความสามารถในการวัดประเมิน

ปัจจัยด้านผลการดำเนินงาน (FPM) มีค่า Chi-square = 1.87, df = 1, P-value = .171, RMSEA = .048, GFI = 0.997, AGFI = 0.981 ซึ่งผ่านเกณฑ์ หมายความว่า องค์ประกอบของปัจจัยด้านผลการดำเนินงาน (FPM) มีความสามารถในการวัดประเมิน

มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV) มีค่า Chi-square = 2.619, df = 1, P-value = .106, RMSEA = .065, GFI = 0.995, AGFI = 0.973 ซึ่งผ่านเกณฑ์ หมายความว่า องค์ประกอบของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV) มีความสามารถในการวัดประเมิน

ผลการวิเคราะห์อิทธิพลเชิงสาเหตุของความผูกพันในงาน ผู้วิจัยได้วิเคราะห์การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยผู้วิจัยนำเสนอผลของอิทธิพลทางตรง (Directional Effects: DE) อิทธิพลทางอ้อม (Indirectional Effects: IE) และอิทธิพลรวม (Total Effects: TE) โดยนำเสนอผลการวิเคราะห์ได้ดังนี้ จากการวิเคราะห์อิทธิพลของตัวแปรในแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI (อิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม) ตามสมมติฐานกับข้อมูลเชิงประจักษ์ พบว่า แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจากค่าสถิติที่ใช้ตรวจสอบความสอดคล้องระหว่างแบบจำลองกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ได้แก่ ค่าไคว์-สแควร์ มีค่าเท่ากับ 137.440 องศาเสรีเท่ากับ 112 ค่านัยสำคัญความน่าจะเป็น (P-value) เท่ากับ 0.052 แสดงว่ายอมรับสมมติฐานหลักที่ว่าแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุตามกรอบสมมติฐานดังกล่าวสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ค่าดัชนีวัดความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.964 ค่าดัชนีวัดความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) มีค่าเท่ากับ 0.933 ซึ่งมีค่าใกล้ 1 และค่าดัชนีรากกำลังสองเฉลี่ยของส่วนที่เหลือ (SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.032 ซึ่งมีค่าใกล้ศูนย์ โดยรายละเอียดดังกล่าวผู้วิจัยได้กล่าวไว้แล้วอย่างละเอียดในส่วนของผลการวิเคราะห์ค่าดัชนีความกลมกลืนของแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่มีผลต่อความสัมพันธ์เชิงสาเหตุการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI สำหรับค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (R^2) ของสมการโครงสร้างตัวแปรแฝงภายใน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ของผลการดำเนินงาน (FPM) 0.706 มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV) มีค่าเท่ากับ 0.793

เมทริกซ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝง พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงมีค่าอยู่ระหว่าง 0.382 ถึง 0.753 โดยพบว่า มีความสัมพันธ์แบบมีทิศทางเดียวกันทุกคู่ เมื่อพิจารณาค่าความสัมพันธ์ พบว่า ตัวแปรแฝง มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV) กับ ผลการดำเนินงาน (FPM) มีค่าความสัมพันธ์สูงสุดเท่ากับ 0.753 รองลงมาเป็นตัวแปรแฝง ค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) กับ ผลการดำเนินงาน (FPM) ค่าความสัมพันธ์เท่ากับ 0.703 และค่าธรรมเนียมสอบบัญชี (ADF) กับ ผลการดำเนินงาน (FPM) 0.691

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

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

ผลการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของตัวแปรสังเกตได้ ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของตัวแปรสังเกตได้ เพื่อพิจารณาถึงองค์ประกอบรวมที่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ พบว่า มีค่าเป็นบวกทั้งหมด มีขนาดตั้งแต่ 0.559 ถึง 1.640 และทุกค่าน้ำหนักองค์ประกอบแตกต่างไปจากศูนย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยตัวแปรสังเกตได้ของตัวแปรแฝงภายนอกที่มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบมากที่สุด คือ โบนัสรายปี (BON) ซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของตัวแปรแฝงภายนอกค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) โดยมีน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 1.640 ส่วนตัวแปรสังเกตได้ของตัวแปรแฝงภายนอกที่มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบน้อยที่สุด คือ เงินเดือนรายเดือน (MON) โดยมีน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.636 และตัวแปรสังเกตได้ของตัวแปรแฝงภายในที่มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบมากที่สุด คือ อัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของตัวแปรแฝงภายในผลการดำเนินงาน (FPM) โดยมีน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 1.234 ส่วนตัวแปรสังเกตได้ของตัวแปรแฝงภายในที่มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบน้อยที่สุด คือ มูลค่าหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) โดยมีน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.559 ซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของตัวแปรแฝงภายในมูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MKV)

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบสนองมติฐานการวิจัย สรุปผลการวิเคราะห์อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI จากผลการวิเคราะห์แบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ตามสมมติฐานการวิจัยมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ค่อนข้างสูง เมื่อวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้เป็นรายชื่อ สรุปได้ดังนี้

สมมติฐานข้อที่ 1 พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHS) ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน (FPM) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI

สมมติฐานข้อที่ 2 พบว่า โครงสร้างกรรมการบริษัท (CBS) มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน (FPM) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ -0.691 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สมมติฐานข้อที่ 3 พบว่า ค่าตอบแทนกรรมการ (DRT) มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน (FPM) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.737 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สมมติฐานข้อที่ 4 พบว่า ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี (ADF) มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน (FPM) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.984 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สมมติฐานข้อที่ 5 พบว่า ผลการดำเนินงาน (FPM) มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.982 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สมมติฐานข้อที่ 6 พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางเท่ากับ 0.982 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

5.2 อภิปรายผล

ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างกรรมการบริษัทมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI ทั้งนี้ โครงสร้างกรรมการบริษัท (Corporate Board Structure) หมายถึง คณะกรรมการบริษัทที่แต่ละบริษัทสามารถ

กำหนดจำนวนกรรมการไว้ในข้อบังคับของบริษัทขั้นต่ำต้องไม่น้อยกว่า 5 คนตามที่กฎหมายกำหนดไว้ บริษัทควรกำหนดจำนวนกรรมการตามความเหมาะสมในขนาดและความซับซ้อนของธุรกิจโดยพิจารณาจากปัจจัยที่สำคัญหลาย ๆ ด้าน โครงสร้างกรรมการเป็นหนึ่งในกลไกของการกำกับการดูแลกิจการที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน กล่าวคือ คุณภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อผลการดำเนินงานและมีความสำคัญในการผลักดันมูลค่าทางการตลาดสู่ความมั่งคั่งสูงสุด ทั้งนี้จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า Mouselli & Hussainey (2014) ได้กล่าวถึง ผลกระทบที่ทำให้คุณภาพกลไกการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลการดำเนินงานบริษัทที่ช่วยลดปัญหาด้านตัวแทนเนื่องจากสามารถติดตาม กำกับ ดูแล ผู้บริหารในการจัดการผลประโยชน์เพื่อบรรลุมตามวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัทเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียโดยมีบทบาทในการควบคุม สอดคล้องกับงาน วิจัยของ Arora & Sharma (2016) พบว่า คณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่จะเกี่ยวข้องกับความรู้ทางปัญญามากขึ้นซึ่งจะช่วยในเรื่องการตัดสินใจมากขึ้น แต่การศึกษาของ Orazalin et al (2016) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ขนาดกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ขณะที่การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยพบประเด็นสอดคล้องแรกคือ โครงสร้างกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI แต่ทั้งนี้ยังเป็นอิทธิพลเชิงลบ สามารถอธิบายได้ว่าในตลาด MAI ยิ่งโครงสร้างกรรมการบริษัทที่มีขนาดใหญ่มากขึ้นจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานให้ลดน้อยลง มีความเป็นไปได้ในเรื่องของความคล่องตัวในการบริหารจัดการเนื่องจากตลาด MAI จะเป็นกิจการที่มีขนาดเล็กกว่าตลาด SET ซึ่งสอดคล้องกับ Vo and Phan (2013) ได้ศึกษาเรื่อง การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการของบริษัทในประเทศเวียดนาม ผลการวิจัยพบว่า ตัวแปรของการกำกับดูแลกิจการเช่น จำนวนคณะกรรมการที่เป็นผู้หญิง การควรรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหาร ประสิทธิภาพการทำงานของคณะกรรมการ และค่าตอบแทนของคณะกรรมการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ โดยวัดจากมุมมองทางบัญชีเกี่ยวกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) แต่อย่างไรก็ตามขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศเวียดนามประเด็นที่น่าสนใจคือขนาดของคณะกรรมการที่แตกต่างกันประสิทธิภาพการทำงานของบริษัทยังลดลงและผลลัพธ์จากการศึกษาข้างต้นแสดงให้เห็นว่าค่าตอบแทนของคณะกรรมการจะช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนจึงต้องพิจารณาระดับค่าตอบแทนที่เหมาะสมและแข่งขันกันได้ในกลุ่มของคณะกรรมการ และงานวิจัยของ Berming & Frick (2010) ได้ศึกษาขนาดของคณะกรรมการ องค์ประกอบของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัท

โดยศึกษาหลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศเยอรมนี พบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีผลกระทบเชิงลบต่อการประเมินมูลค่าและประสิทธิภาพของบริษัทและผลนี้ได้ยืนยันผลการวิจัยจาก Yermack (1996) และ Eisenberg (1998) ที่พบผลกระทบเชิงลบของขนาดคณะกรรมการในสหรัฐอเมริกา ซึ่งแสดงให้เห็นว่าสภาพแวดล้อมบางอย่างอาจมีผลกระทบที่แตกต่างกันมากในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความซับซ้อนในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน และยืนยันได้ว่าขนาดและองค์ประกอบของคณะกรรมการที่เหมาะสมจะส่งผลดีในเรื่องการติดตาม และให้คำปรึกษาได้ดีที่สุดสามารถส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานให้บรรลุตามวัตถุประสงค์และช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการได้

คำตอบแทนกรรมการมีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI สอดคล้องกับแนวคิดของ Andreas et al., (2012) ที่อธิบายในทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งพิจารณาว่ากรรมการบริษัทจัดเป็นกลไกหนึ่ง ในการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างฝ่ายบริหารกับเจ้าของของบริษัท (Kumar and Sivaramakrishnan, 2008) 2016 Capital Market Research Institute, The Stock Exchange of Thailand WP02/2016 ดังนั้นเจ้าของบริษัทซึ่งเป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มสุดท้ายของบริษัทที่มีอำนาจในการต่อรองจะกำหนดโครงสร้างรวมทั้ง คำตอบแทนกรรมการบริษัทให้เป็นไปเพื่อประโยชน์ของตน โดยมุ่งเน้นให้ลดต้นทุนของปัญหาตัวแทน จึงกล่าวได้ว่าการจ่ายคำตอบแทนให้แก่กรรมการบริษัทเป็นไปเพื่อให้ติดตามและกำกับดูแลการทำงานของผู้บริหาร เพื่อไม่ให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์แก่เจ้าของบริษัทจดทะเบียนเป็นจำนวนมาก มีกระบวนการสร้างความโปร่งใสในเรื่องการจ่ายคำตอบแทนกรรมการ ด้านการแต่งตั้งคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทนที่มีบุคคลซึ่งมีความเป็นกลางและมีความเป็นอิสระ คือ มีกรรมการอิสระเป็นประธาน และเป็นสมาชิกส่วนใหญ่ทำหน้าที่กลั่นกรองและพิจารณารูปแบบ หลักเกณฑ์ และความเหมาะสมของคำตอบแทน ก่อนที่จะนำเสนอคณะกรรมการพิจารณา เพื่อเสนอผู้ถือหุ้นอนุมัติ เพราะฉะนั้นความเห็นของกรรมการพิจารณาคำตอบแทนจึงเป็นสิ่งที่ไม่ควรละเลย ทั้งนี้จากการทบทวนวรรณกรรม Brick et al., (2006) กล่าวว่ารูปแบบการจ่ายคำตอบแทนที่แตกต่างกันย่อมสร้างแรงจูงใจที่แตกต่างกันด้วย บริษัทที่มีความซับซ้อนในการดำเนินงานสูงหรือมีความเสี่ยงในการดำเนินงานสูง บริษัทจะต้องการทักษะ ประสบการณ์ เวลาจากกรรมการและ ผู้บริหารที่สูงขึ้น ดังนั้น บริษัทที่กรรมการและผู้บริหารต้องเผชิญกับความซับซ้อนทำให้มีความยากในการติดตามมากกว่า ซึ่งได้แก่ บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูง (หรือ โอกาสการลงทุนสูง) บริษัทที่มีขนาดใหญ่ หรือบริษัทที่มีระดับหนี้สินสูง เป็นต้น รูปแบบการจ่ายคำตอบแทนที่กำหนดควรสร้างแรงจูงใจให้กรรมการบริษัทและผู้บริหารทุ่มเททักษะความสามารถและเวลาในการกำกับดูแล และบริหารจัดการบริษัทเพื่อให้สอดคล้องกับ มูลค่าเพิ่มที่จะสามารถสร้างได้จากบทบาทของตน และ

สร้างแรงจูงใจให้กรรมการและผู้บริหารตัดสินใจสอดคล้องกับ ผลตอบแทนของเจ้าของ (Duong and Evans, 2015; Prendergast, 2000 and 2002) นั่นคือจะจ่ายในรูปแบบที่อิงกับหุ้นสามัญ (Equity Based Compensation) หรือจ่ายในรูปแบบที่แปรผันตามผลการดำเนินงานหรือมูลค่าเพิ่มของบริษัท เพื่อ สร้างแรงจูงใจในการปฏิบัติหน้าที่ เช่น บำเหน็จหรือโบนัส Smith and Watts (1992) พบว่า บริษัทที่ต้องการเจริญเติบโตมีความจำเป็นที่ต้องดึงดูดผู้บริหารที่มีคุณภาพ และมีแนวโน้มของการจ่ายค่าตอบแทน เงินชดเชย เช่น ค่าเบี้ยประกันภัยสำหรับผู้บริหารที่สูงขึ้น Kato & Long (2005) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัท ความมี ประสิทธิภาพขององค์กร และความสามารถในการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทในประเทศจีน แสดงให้เห็นว่าค่าตอบแทน กรรมการมีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานและเป็นอิทธิพลทางบวก

ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีมีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI Niemi (2004) กล่าวว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีและค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวก ซึ่งแสดงให้เห็นถึง ค่าธรรมเนียมในการตรวจสอบบัญชีจะผันแปรตามคุณลักษณะของสำนักงานบัญชีและคุณลักษณะของลูกค้า Belle et al. (2008) ได้สรุปไว้ว่า ลูกค้ามีความเสี่ยงเป็นปกติโดยได้รับมอบหมายถึงความพยายามมากขึ้นแล้วนั้นส่งผลต่อค่าสอบที่สูงขึ้นด้วยกล่าวคือการกำหนดราคาค่าสอบบัญชีใน ภายหลังและการเกิดความเสี่ยงของแนวทางการวางแผนการตรวจสอบมีความสำคัญกับราคาผู้สอบ บัญชีที่สูงขึ้น ดังนั้นมุมมองของ Stanley (2011) คาดว่าค่าธรรมเนียมการตรวจสอบจะเป็นสัญญาณ ของผลการดำเนินงานในปัจจุบันและอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับผู้วิจัยที่พบว่าค่าธรรมเนียมสอบบัญชี มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงานนอกจากนี้ยังสอดคล้องกับ Martinez and Moraes (2014) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมกับผู้สอบบัญชีและประสิทธิภาพของบริษัทจดทะเบียน ในประเทศบราซิลพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างเข้มแข็งระหว่างค่าสอบบัญชีกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ

ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI สอดคล้องกับ Haniffa and Hudaib (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ขนาดคณะกรรมการและสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ตรวจสอบ พบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกต่อผลการดำเนินงาน เช่นเดียวกับ Maheshwarl (2007) กล่าวถึง ลักษณะของโครงสร้างบริษัทขนาดกิจการและโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับผลการ ดำเนินงาน และมูลค่ากิจการ เช่นเดียวกันกับการศึกษาอื่นๆ เช่น Pham et al. (2007) พบว่าการกำกับ ดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยมูลค่า Tobin's Q และ EVA โดยพบว่ามูลค่า

กิจการได้รับอิทธิพลมาจากผลการดำเนินงาน หากพิจารณาแนวคิดทางการเงินและการบัญชีจะพบว่าในตลาดหลักทรัพย์ได้มีการนำผลการดำเนินงานมาใช้ในการคำนวณมูลค่ากิจการในรูปแบบและสมการต่างๆ ทำให้ผลการดำเนินงานเป็นหนึ่งในกลไกที่จะสะท้อนมูลค่าของกิจการนั่นเอง

โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ และค่าธรรมเนียมสอบบัญชี มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI สอดคล้องกับงานวิจัยของ Beiner et al (2004) ได้กล่าวถึงขนาดของกรรมการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการ งานวิจัยของ Ehikioya (2009) พบว่า โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท กล่าวคือ บริษัทที่มีโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและเข้มแข็งช่วยลดปัญหาตัวแทนทำให้เกิดการตรวจสอบ ติดตาม ผลการปฏิบัติงานตามวัตถุประสงค์ สามารถอธิบายผ่านผลการดำเนินงานของกิจการและสร้างมูลค่าแก่กิจการ ซึ่งในประเด็นที่ผู้วิจัยสนใจสอดคล้องกับงานวิจัยของ Zaharia (2012) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ (กลไกการกำกับดูแลจากภายในและภายนอก) กับมูลค่าทางการตลาดของบริษัทมหาชนในประเทศเกาหลี พบว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทและส่งผลในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการทำให้มูลค่าทางการตลาดสูงขึ้น

5.3 ข้อเสนอแนะ

5.3.1 ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

5.3.1.1 โครงสร้างกรรมการบริษัทควรปรับให้มีขนาดที่เหมาะสม ใช้ความกระชับและความคล่องตัวเนื่องจากธุรกิจในตลาด MAI ต้องการความคล่องตัวในการบริหารจัดการและปรับปรุงกลยุทธ์เพื่อให้ทันต่อสถานการณ์ของการแข่งขันทางธุรกิจ

5.3.1.2 ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี ควรพิจารณาถึงความสอดคล้องของศักยภาพทีมสอบบัญชี บุคลากร และการให้บริการต่างๆ เพื่อกำหนดราคาให้เหมาะสมตามราคาตลาด เพื่อให้แน่ใจว่าจะได้รับการบริการสอบบัญชีที่มีคุณภาพ ตลอดจนข้อเสนอแนะในการพัฒนาและปรับปรุงทางการบัญชีและผลสะท้อนต่อกระบวนการทางธุรกิจอื่นๆ

5.3.1.3 ค่าตอบแทนกรรมการ พบว่า กรรมการมีส่วนสำคัญต่อผลการดำเนินงาน ดังนั้นการรักษากรรมการที่มีความรู้ความสามารถให้ดำรงอยู่และใช้ศักยภาพอย่างเต็มประสิทธิภาพ ผลของค่าตอบแทนจึงสำคัญและควรกำหนดตามความสามารถของกรรมการและพิจารณาราคาตลาดประกอบด้วย

5.3.2 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

5.3.2.1 การวิจัยครั้งต่อไปควรมุ่งเน้นการสัมภาษณ์เชิงลึกแบบการวิจัยเชิงคุณภาพเพื่อให้ได้ข้อมูลเชิงลึกมาผสมผสานการศึกษาครั้งนี้ให้ได้รับประโยชน์สูงสุด

5.3.2.2 การศึกษาครั้งต่อไปควรพัฒนาเป็นเครื่องมือแบบสอบถามและดำเนินการเก็บข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างที่เป็นธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์เพื่อพัฒนาต่อยอดจากการศึกษาครั้งนี้





บรรณานุกรม

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

- กัลยา พาณิชย์บัญชา. (2551). *การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล* (พิมพ์ครั้งที่ 11).
กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- กัลยา พาณิชย์บัญชา. (2551). *การวิเคราะห์ข้อมูลหลายตัวแปร* (พิมพ์ครั้งที่ 3). กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์
แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- กัลยา พาณิชย์บัญชา. (2554). *การวิเคราะห์สถิติขั้นสูงด้วย SPSS for Windows* (พิมพ์ครั้งที่ 9).
กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- กัลยา พาณิชย์บัญชา. (2554). *สถิติสำหรับงานวิจัย*. (พิมพ์ครั้งที่ 6). กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์แห่ง
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- เจริญ เจษฎาวัลย์. (2551). *แนวความคิดใหม่ ๆ ในการพัฒนาประสิทธิภาพการปฏิบัติงานตรวจสอบ
ภายใน* (พิมพ์ครั้งที่ 2). นนทบุรี : พอดี.
- ฉวีวรรณ ชูสนุก. (2554). *อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพของการกำกับ
ดูแลกิจการและมูลค่าของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญา
ดุษฎีบัณฑิต. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยรามคำแหง.*
- ดาร์รัตน์ โพธิ์ประจักษ์. (2556). *ผลกระทบของการรายงานความรับผิดชอบต่อสังคมที่ส่งผลต่อ
มูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์
ปริญญาดุษฎีบัณฑิต. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยศรีปทุม*
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). *การวิเคราะห์งบการเงิน*. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้ง
แอนด์พับลิชชิ่ง.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2549). *เปิดวิสัยทัศน์ผู้จัดการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
คนที่ 10. ปีที่ 10 (ฉบับที่ 1) มิถุนายน 2549: 16.*
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2550). *เปิดโลกบรรษัทภิบาล. ปีที่ 10 (ฉบับที่ 9) กุมภาพันธ์
2550: 14-16.*
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). *ประวัติและความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย. สืบค้น 16 กุมภาพันธ์ 2560, จาก <http://www.set.or.th/about/overview/history-pi.html>*

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). บริษัทจดทะเบียนคืออะไรบริษัทจดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับอนุมัติจากสำนักงานกำกับหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์. สืบค้น 8 มกราคม 2561, จาก <http://th-th/facebook.com/set.ority/post/10150804806104975/>
- เพชร ชุมทรัพย์. (2555). การวิเคราะห์ทั้งบการเงิน (พิมพ์ครั้งที่ 12). กรุงเทพฯ : มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ไพบลีย์ ผงวงษ์. (2554). การบัญชีเพื่อการจัดการ (พิมพ์ครั้งที่ 2), กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แสงดาว.
- ภาณุพงษ์ โมกไซสง. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างของผู้ถือหุ้น ต้นทุนตัวแทน กับคุณภาพกำไร ของกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ดุษฎีบัณฑิต). พิษณุโลก : มหาวิทยาลัยนเรศวร.
- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2550). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin's Q. วารสารบริหารธุรกิจ, 28 (106), 13-22.
- ศิลปะภรณ์ สรจันเพชร. (2550). การกำกับดูแลกิจการที่ดีคืออะไร, 30 (113), 1-6.
- ศิลปะภรณ์ สรจันเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล, 31 (120), 2-4.
- ศิลปะภรณ์ สรจันเพชร. (2552). กลไกบรรษัทภิบาลเพิ่มมูลค่ากิจการจริงหรือไม่, 32 (121), 1-4.

ภาษาต่างประเทศ

- Adams, Hill, & Robers. (1998). Corporate Social Reporting Practices in Western Europe: Legitimizing Corporate Behavior. *The British Accounting Review*, 30 (1), 1-21
- Adelopo, I. (2010). Voluntary Disclosure Practices among Listed Company in Nigeria. *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*, 27(2011), 338–345.
- Ali et al. (2008). “Ownership Structure and Earnings Management in Malaysian Listed Companies: The size Effect.” *Asian Journal of Business and Accounting*, 1(2), 89-116, 1985-4064
- Ali Uyer, Merve Kilic, & Nizamettin Bayyurt. (2013). “Association between Firm Characteristics and Corporate Voluntary Disclosure: Evidence from Turkish Listed Companies.” *Intangible Capital*, 1080-1112.
- Alsaadi, A., Jaafar, A., & Ebrahim, M.S. (2013). “Corporate Social Responsibility, Sharia Compliant and Earning Management.” *Seventh Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference*, 440(0).

- Alsaeed, K. (2006). The Association between Firm-Specific Characteristics and Disclosure: The Case of Saudi Arabia. *Managerial Auditing Journal*, 21(5), 476-496.
- Akshita Arora, Chandan Sharma (2016). Corporate Governance and Firm Performance in Developing Countries: Evidence from India. Emerald Insight, *Corporate Governance*, 16, (2), 420-436.
- Andreas Berming, & Bern Frick (2010). *Board Size, Board Composition and Firm Performance: Empirical Evidence from Germany*. JEL Classification: G38, L25, J53. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1623103> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1623103>
- Antonio Lopo Martinez, Arquimedes de Jesus Moraes (2014). Association Between Independent Auditor Fees and Firm Value: A Study of Brazilian Public Companies. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 1548-6583, 10 (4), 442-450.
- Ayadi Boujelbene (2014). "The Relationship between Ownership Structure and Earnings Quality in the French Context." *International Journal of Accounting and Economics Studies*, 2 (2) (2014) 80-87
- Baxter, P., & Cotter, J. (2009). "Audit Committees and Earnings Quality." *Accounting and Finance*, 49, 267-290.
- Bayyurt (2013). Association between Firm Characteristics and Corporate Voluntary Disclosure: Evidence from Turkish Listed Companies. *Intangible Capital*, 1080-1112.
- Bedard, J. Chtourou, S., & Courteau, L. (2004). "The Effect of Audit Committee Expertise, Independence and Activity on Aggressive Earnings Management". *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 23, 13-35
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004). "Is Broad Size an Independent Corporate Governance Mechanism ?." *Kyklos*, 57 (3). pp 327-356
- Bellesta, J.P.S., & Meca, E.G. (2007). Ownership Structure, Discretionary Accruals & the Informativeness of Earnings, *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 677-691.
- Bouwens, J. Dekok, T., & Verriest, A. (2018). The Prevalence and Validity of EBITDA as a Performance Measure. *COMPTABILITE Controle Audit 2019/1 (Volum 25)*, 176
ISBN: 9791093449159 DOI: 10.3917/cca251.0055 Publisher: Association Francophone de Comptabilit

- Brick, I.E., Palmon, O., Wald, J. K. (2006). CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism ?. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.
- Burkart, M & Panunzi, F (2006). Agency Conflicts, Ownership concentration, and legal shareholder protection. *Journal of Financial Intermediation*, 15, 1-31.
- Camfferma, & Cook (2002). An Analysis of Disclosure in the Annual Reports of UK and Dutch Companies. *Journal of International Accounting Research*, 1, pp.3-31.
- Carty R., & Weiss G. (2012). Dose CEO duality affect Corporate Performance? Evidence from the US Baking Crisis. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 20 (1), 26-40
- Carvalho da Silva A.L., & Pereira Ricardo C.L. (2005). "Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil". *Revista Brasileira de Finance*. 3 (1), 1-18.
- Celik S., Isaksson M. (2014). Institutional Investors and Ownership engagement. *OECD Journal: Financela Market Trends*, 2013/2, 93-114
- Charfeddine L. Elmarzougui A. (2010). Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France. *The IUP Journal of Applied Finance* 7(4).
- Chatiwong T. (2017). Accounting Theory Research: From the Past to the Future. *Journal of Business Administration The association of Private Higher Education Institutions of Thailand*, 6(2), 203-212.
- Che-Almad et al. (1996). "Audit Fee Premiums of Big Eight Firms: Evidence from the Market for Medium-size U.K. auditees." *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 5 (1), 53-72.
- Chiraz & Anis (2013). Earnings Management and Performance of French IPO Companies. *Academi Journals. Journal of Accounting and Tax*. 5(1), 1-14
- Choi, J. J., Park, S. W., & Yoo, S. S. (2007). The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(4), 941-962.
- Chung K. H., & Pruitt S. W. 1994. "A Simple Approbation of Tobin' s Q". *Financial Management*, 23 (3), 70-74.

- Clifford W. Smith, & Ross L. Watts (1992). The Investment Opportunity set and Corporate Financing Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*. 32 (3), 263-292.
- Dan Dhaliwa, Vic Naiker, Farshid Navissi, (2006). Audit Committee Financial Expertise, Corporate Governance and Accruals Quality: An Empirical Analysis. May 2006, From <https://ssrn.com/abstract=906690> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.906690>.
- Deeksha A. Singh Ajai S. Gaur (2009). Business Group Affiliation, Firm Governance, and Firm Performance: Evidence from China and India. *Corporate Governance: An International Review*, 17 (4), 253-283.
- Demirbag M, & Weir D. (2002). Resources and Equity Ownership in IJVs in Turkey. *Thunderbird International Business Review* 48(1), 55-76.
- Drobetz W., Schillhofer A., & Zimmermann H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Return: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10 (2).
- Duc Vo & Thuy Phan (2013). Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnam. *Iosjournals*, 6 (1).
- Ehikioya Benjamin I. 2009. "Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria". *Emerald Group Publishing Limited*, 9 (3), 231-243.
- Freedman, M., & B. Jaggi. 1982. "Pollution Disclosures, Pollution Performance and Economic Performance". *Omega: The International Journal of Management Science*, 10. 167-176.
- Freedman, M., & B. Jaggi. (1983). Pollution Disclosures, Pollution Performance and Economic Performance. *Omega: The International Journal of Management Science*, 10, 167-176.
- Freeman. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.
- Ghosh, S. (2007). External Auditing, Managerial Monitoring and firm Valuation: An Empirical Analysis for India." *International Journal of Audition*. 11, 1-15.
- Gulzar & Wang (2011). "Corporate Governance Characteristics and Earnings Management: Empirical Evidence from Chinese Listed Firms." *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 1 (1) 2162-3082.

- Habiba Al-ShaerMahbub Zaman. (2017). CEO Compensation and Sustainability Assurance from the UK. *Journal of Business Ethics.*, 158 (1), 233–252.
- Ionescu (2012). “Effects of Corporate Governance on Firm Value.” *Central and Eastern European Online Library GmbH, Frankfurt am Main: ZDB-ID 217029 1-3.*
- Ismail Adelopo. (2010). The Impact of Corporate Governance on Auditor Independence: A Study of Audit Committees In UK Listed Companies. *Collections in this community MPhil [32] PhD [1198].*
- Jensen, M.C., Meekling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance Economics* 3, (4), 305-360.
- Jensen, M.C. (1993). “The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems.” *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- John Pound. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2), 237-265.
- Jonathan D. Stanley (2011). Is the Audit Fee Disclosure a Leading Indicator of Client’s Business Risk?. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory: August 2011*, 30 (3), 157-179.
- Jong-Hag Choi, Kyu-An Jeon, Jong-Il Park. (2004). The role of audit committees in decreasing earnings management: Korean evidence. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 1 (1), 37-60.
- Klein, A (2002). “Audit Committee, Board of Director Characteristics and Earnings Management.” *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375-400
- Laing D. Weir C. M (1999). Governance Structures, Size and Corporate Performance in UK. *Management Decision*, 37, (5), 457-464.
- Lam (2007). “CEO Duality and Firm Performance: Evidence from Hong Kong.” *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 8 (3), 299-316.
- Lanouar Charfeddinc, Abdeclaziz Elnavzougui. (2007). Institutional Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from U.S.-Based Publicly Traded Restaurant Firms. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, VII (4), 35-46.
- Lasse Niemi (2004). Auditor Size and Audit Pricing: Evidence from Small Audit Firms. *Journal European Accounting Review*, 13, 3, 25, 541-560.

- Lskavyan & Spatareanu (2006). "Ownership concentration, Market monitoring and Performance Evidence from the UK, the Czech Republic and Poland." *Journal of Applied Economics*. *LX (1)*, 91-104
- Luciano, R. (2003). "EBITDA as an indicator of earnings quality." *Financial Markets: 22262 Journal*, 29-34.
- Magali A. Delmas, Dror Etzion, & Nicholas Nairn-Birch. (2013). Triangulating Environmental Performance: What do Corporate Social Responsibility Ratings Really Capture. *Academy of Management Perspectives*, *27 (3)*, 255-267.
- Maheshwarl, G. C. (2007). Corporate Characteristics & Social Responsibility Reporting. *Asian Review of Accounting*, *1 (1)*, 31-42.
- Martinez, & de Jesus Moraes (2014). "Association Between Independent Auditor Fees and Firm Value: A Study of Brazilian Public Companies." *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 442-450.
- Martin J. Conyon, & Lerong He. (2015). CEO Compensation and Corporate Governance in China. *Corporate Governance and International Review* *20(6)*.
- Mc-Colgan Patrick (2001). *Agency Theory and Corporate Governance: a Review of the Literature from a UK Perspective*. Available from 10 June 2008
<http://accfinweb.account.strath.ac.uk/wps/journal.pdf>
- Ming Tee Chwee, Foo, Yee-Boon, Gul, Ferdinand A., & Majid, Abdul. (2018). Institutional Investor and CEO pay Performance in Malaysian Firms. *Journal of international accounting research*, *1542-6297, 1558-8025 17 (1)*, 87-102.
- Monika Leszczyrska. (2017). Mandatory Quotas for Women on Boards of Directors in the European Union: Harmful to or Good for Company Performance?. *European Business Organization Law Review*, *19 (1)*, 35-61.
- Moutinho V., Brandao E. (2012). Audit Fees and Firm Performance. *SSRN Electronic Journal*. November 2012.
- Muhammad Awais Akram, Ahmed Imran Hujra, Sidra Butt, Iqra Ijaz. (2015). Earnings Management and Organizational Performance: Pakistan VS India. *Basic Research Journal of Business Management and Accounts*, *4(9)*, 211-20

- Nurlan Orazalin, Rashid Makarov, Madina Ospanova. (2016). Corporate Governance and Firm Performance in The Oil and Gas Industry of Russia. *Journal of Business Economics & Finance* ISSN: 2146 - 7943, Year 2015, 4 (4), 710-722.
- Nuryaman (2013). "The Influence of Earnings Management on Stock Return and Role of Audit Quality as a Moderating Variable."
- Peter K. Pham, Jason Zein, & Jo-Ann Suchard. (2007). Corporate Governance, Cost of Capital and Performance: Evidence from Australian Firms. *SSRN Electronic Journal* 24(3).
- Praveen Kumer, K. Sivaramakrishnan (2008). Who Monitors the Monitors? The effect of Board Independence on Executive Compensation and Firm Value. *The Review of Financial Studies*, 21 (3), 1371-1401.
- Ranjitha Ajay & R. Msshumathi (2015). Institutional Ownership and Earnings Management in India. *Indian Journal of Corporate Governance*.
<https://doi.org/10.1177/097464686215602368>.
- Raffoyrmier (1995). "The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Company."
- Roszaini Haniffa, Mohammad Hudaib (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysia Listed Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33 (7-8), 1034-1062.
- Rouf Md. (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 (3), 2011, 237-244.
- Satirenjit Kaur Johl, Shireenjit Kaur, & Barry J. Copper. (2015). Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Malaysian Public Listed Firms. *Journal of Economic, Business and Management*, 3(2), 239-243.
- Sechnackenberg and Tomlinson (2016). "Organizational transparency: A new perspective on Managing trust in Organization-Stake Holder Relation Ships." *Journal of Management* Vol. XX No. X, Month XXXX 1–27 DOI: 10.1177/0149206314525202
- © The Author(s) 2014 Reprints and permissions:
sagepub.com/journalsPermissions.na

- Sulaiman Mouselli, Khaled Hussainey (2014). Corporate Governance, Analay Following and Firm Value. *Corporate Governance* ISSN: 1472-0701, Vol.14(4), 453-466.
- Syriopoulos & Tsatsaronis (2012). "Corporate Governance Mechanisms and Financial Performance: CEO Duality in Shipping Firms." *Eurasian Business Review*, 2 (1), 1–30.
- Takao Kato, & Cheryl Long (2005). Executive Compensation, Firm Performance, and Corporate Governance in China: Evidence from Firms Listed in the Shanghai and ShenZhen Stock Exchanges. *IZA Institutue of Labor Economics Initiated by Deutsche Post Foundation, IZD DP, 1767 54(4)*, 945-983.
- Thomas Philippon, Daniel B. Bergstresser. (2006). CEO Incentives and Earnings Management. *Journal of Financial Economics* 80(3), 511-529
- Timothy B. Bell, Rajib Doogar, & Ira Solomon. (2008). Audit Labor Usage and Fees under Business Risk Auditing. *Journal of Accounting Research*, 46 (4), 729-760.
- Trejo-Pech, C.O., Weldon, R., House, L., & Salas-Gutierrez, T. (2006). *Accruals, Free Cash Flows, and EBITDA for Agribusiness Firms. Selected Paper prepared for presentation at the American Agricultural Economics Association Annual Meeting, Long Beach, California,*
- Tang & Chang (2015). "Dose Corporate Governance affect the Relationship between Earnings Management and Firm Performance? *An Endogenous Switching Regression Model.*"
- Visser W. (2007). *Corporate Sustainability and the individual*. Cambridge, Individual, Sustainability.
- Yang Tina, Zhao Shan. (2014). CEO Duality and Firm Performance: Evidence from an Exogenous Shock to the Competitive Environment. *Journal of Banking and Finance, Forthcoming*.
- Zouari Anis, Rebai Iskandar. (2009). Institutional Ownership Differences and Earnings Management: A Neural Networks Approach. *International Research Journal of Finance and Economics*, 34.
- Zaharia, Constantin, & Zaharia, Ioana. (2012). Corporate Governance and the Market Value of Firms. *Academic Journal Article. Economics, Magement and Financial Market*, 7 (4). 227.

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-นามสกุล

ประวัติการศึกษา

ตำแหน่งและสถานที่ทำงานปัจจุบัน

เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ

พ.ศ. 2548บริหารธุรกิจบัณฑิต (การบัญชี) คณะ

บริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง

พ.ศ. 2555 บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (การบัญชี) คณะ

บริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง

อาจารย์ประจำหลักสูตรบัญชีบัณฑิต คณะบัญชี

มหาวิทยาลัยตาปี

