

**ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการ ความเสี่ยงในการล้มละลาย
และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**
**Corporate Governance, Bankruptcy Risk
and Firm Performance of Thai Listed Companies**

วิจิตรา จำลองราษฎร์^{1*}

Wichitra Chamlongrath^{1*}

บทคัดย่อ

บทความวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์ 1) เพื่อตรวจสอบทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งวัดในรูปของคะแนนระดับการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ กับ ความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) เพื่อตรวจสอบทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ 3) เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการ ความเสี่ยงในการล้มละลาย และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นตัววัดผลการดำเนินงานของกิจการ ผู้วิจัยดำเนินการสำรวจและเก็บข้อมูลจากงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2559 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ จำนวน 309 บริษัท โดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยวิธีของเพียร์สัน และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัย พบว่า 1) การกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) การกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ 3) ความเสี่ยงในการล้มละลายมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดด้วยกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดด้วยกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ ความเสี่ยงในการล้มละลาย ผลการดำเนินงาน บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

The purposes of this study were to empirically investigate the relationship between the corporate governance measured by the corporate governance scores (CG Score), which were assessed by the National Corporate Governance Board, and the bankruptcy risk; as well

¹ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏพิบูลสงคราม

* Corresponding author; email: jee.wichitra@gmail.com

as to examine the relationship between the corporate governance and the firm performance measured by the return on asset of Thai listed companies. Based on the exploratory and documentary methods, the data were collected from the 2016 fiscal financial statements and CG scores of 309 Thai listed companies, and applied the Pearson's correlation and multiple regression analysis model for the statistical interpretation. The results showed that the Thai listed companies corporate governance did not have any significant impact on the bankruptcy risk. Furthermore, it was inconclusive to elucidate that the firm performance depended on the corporate governance.

Keywords : Corporate Governance, Bankruptcy Risk, Firm Performance, Thai Listed Companies

บทนำ

จากเหตุการณ์เชิงประจักษ์ในกรณีการล้มละลายของบริษัทขนาดใหญ่เช่นบริษัท Enron และ Worldcom ซึ่งมีผลมาจากการไม่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือไม่มีบรรษัทภิบาล (Corporate Governance: CG) ส่งผลกระทบอย่างกว้างขวางและทำให้เกิดความสูญเสียเป็นมูลค่ามหาศาล หลังจากนั้นหลายหน่วยงานเริ่มต้นตัวและให้ความสำคัญกับเรื่องของการบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย การกำกับดูแลกิจการเป็นเรื่องของความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแลกิจการระหว่างผู้บริหารของบริษัท คณะกรรมการ ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ ขององค์กร รวมทั้งยังเป็นกรอบของโครงสร้างแนวทางปฏิบัติ และการติดตามการประเมินผลการดำเนินการขององค์กร เพื่อการบรรลุผลตามพันธกิจ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) เมื่อกิจการสามารถแยกความเป็นเจ้าของและอำนาจในการควบคุมบริหารออกจากกันได้ และผู้บริหารรับอำนาจเต็มในการควบคุมกิจการจากเจ้าของ การกำกับดูแลกิจการจึงมีความสำคัญเป็นอย่างยิ่งโดยเฉพาะในกรณีของบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากประชาชนจำนวนมากซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้าร่วมบริหารจัดการบริษัทได้อย่างใกล้ชิด จึงต้องแต่งตั้งบุคคลที่ไว้วางใจให้เป็นกรรมการเพื่อเข้าไปควบคุมดูแลผู้บริหารบริษัทอีกทอดหนึ่ง ความมั่นใจและความไว้วางใจกันจะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี กล่าวคือ กรรมการต้องทำหน้าที่เพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัท และผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่ ไม่ใช่ตำแหน่งในการหาประโยชน์จากบริษัท ดูแลผู้บริหารและฝ่ายจัดการให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับเงินลงทุน ขณะเดียวกันก็ต้องให้สิทธิผู้ถือหุ้นรับทราบข้อมูลของบริษัท เพื่อตัดสินใจในเรื่องที่สำคัญ รวมถึงตรวจสอบการทำงานของกรรมการและผู้บริหาร บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถระดมทุนได้ด้วยต้นทุนที่เหมาะสม ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนทางการเงินทำให้สามารถแข่งขันได้ อีกทั้งยังสร้างความเชื่อมั่น เพิ่มความต้องการซื้อ เพิ่มสภาพคล่อง และระดับราคาของหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (นิพนธ์ เห็นโชคชัยชนะ, 2558; วิจิตรา จำลองราษฎร์, 2558)

หลังเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทยได้เล็งเห็นความสำคัญของการสร้างความเชื่อมั่นในตลาดทุน โดยได้พัฒนาเรื่อง CG อย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด ในปี พ.ศ. 2545 รัฐบาลได้ประกาศให้เป็นปีบรรษัทภิบาล และได้จัดตั้งคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติ เพื่อขับเคลื่อนเรื่อง CG ให้เป็นรูปธรรมมากขึ้น ด้านตลาดทุนไทยมีการประเมินด้านการกำกับดูแลกิจการโดยหลายหน่วยงานของต่างประเทศ เช่น โครงการ CG-Rosc ซึ่งจัดโดย World Bank CG Watch จัดโดย Asian Corporate Governance Association ร่วมกับ CLSA (Credit Lyonnais Securities Asia) Asia-Pacific Markets ซึ่งผลการประเมินแสดงให้เห็นว่า ตลาดทุนไทยเป็นผู้นำของภูมิภาคและประสบความสำเร็จอย่างสูงด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน เนื่องจากมีการยกระดับมาตรฐานต่าง ๆ ด้วยการแก้ไขกฎหมาย กฎเกณฑ์ และแนวปฏิบัติ รวมถึงการกำกับดูแลที่สอดคล้องกับมาตรฐานสากลมากขึ้น นอกจากนี้การประเมินการกำกับดูแลกิจการรายบริษัทจดทะเบียนโดยหน่วยงานภายในประเทศ จะช่วยทำให้เกิดพัฒนาการของบริษัทจดทะเบียนในการปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการให้เป็นมาตรฐานสากล เช่น โครงการสำรวจและติดตามพัฒนาการด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย (Corporate Governance Report : CGR) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) โครงการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น โดยสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย เป็นต้น ทั้งนี้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้แก่บริษัทจดทะเบียน ซึ่งเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการขององค์การเพื่อความร่วมมือและการพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organisation for Economic Co-operation and Development: OECD) ซึ่งเป็นองค์กรระหว่างประเทศที่เป็นต้นแบบการกำหนดมาตรฐานสากลด้านการกำกับดูแลกิจการ และใช้เป็นบรรทัดฐาน และหลักเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของอาเซียนและอีกหลายประเทศ ซึ่งเนื้อหาของเกณฑ์การประเมินแบ่งออกเป็น 5 หมวด ได้แก่ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

1. สิทธิของผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตน และมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน
2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย
3. บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงิน และความยั่งยืนของกิจการ
4. การเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ

5. ความรับผิดชอบของกรรมการ คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการ เพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้น และเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ

เนื้อหาของการประเมินการกำกับดูแลกิจการทั้ง 5 หมวดนี้มีการรวบรวมเป็นข้อบังคับต่าง ๆ เพื่อให้เป็นรูปธรรม และง่ายต่อการปฏิบัติมากยิ่งขึ้นตามแนวคิดที่มาจากหลายทฤษฎีที่เกี่ยวข้องประกอบรวมกันจนเกิดเป็นคำว่ากำกับการกำกับดูแลกิจการในปัจจุบัน (อัฐวุฒิ ปังกร, 2556) ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องโดยตรงและมีความสำคัญ ได้แก่ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) ซึ่งมีแนวคิดว่ามี ความขัดแย้งเกิดขึ้นในผลประโยชน์ของการมีตัวแทน Jensen and Meckling แบ่งความขัดแย้งนี้ออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร และความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ โดยความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร เกิดจากการแยกระหว่างความเป็นเจ้าของ (Ownership) และการควบคุม (Control) การที่ผู้บริหารมีสิทธิในสินทรัพย์ที่เหลือ (Residual Claim) น้อยกว่าร้อยละ 100 ผู้บริหารจึงไม่สามารถได้รับผลกำไรทั้งหมดที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงาน ดังนั้นผู้บริหารจึงขาดแรงจูงใจที่จะสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยอาจดำเนินการเพื่อเพิ่มความมั่งคั่งให้ตนเองได้รับผลประโยชน์สูงสุด เช่น การตกแต่งห้องทำงานอย่างหรูหรา การซื้อรถประจำตำแหน่งที่แพง เป็นต้น ส่วนความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ มีพื้นฐานมาจากการก่อหนี้ทำให้เกิดภาวะเสี่ยงต่อการล้มละลายของกิจการ เจ้าหนี้มีสิทธิในรายได้ของบริษัท บางส่วนจากการชำระดอกเบี้ยและเงินต้น ส่วนที่เหลือเป็นของผู้ถือหุ้น ในกรณีที่มีการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ ผู้ถือหุ้นในฐานะที่ผ่านผู้บริหารจะเกิดแรงจูงใจที่จะลงทุนต่ำกว่าระดับการลงทุนที่เหมาะสม (Sub-optimally) เนื่องจากถ้าการลงทุนนั้นมีผลตอบแทนสูง กิจการจะต้องชำระคืนหนี้ทั้งหมดให้แก่เจ้าหนี้ ผู้ถือหุ้นก็จะได้รับผลกำไรส่วนที่เหลือนั้น แต่ถ้าการลงทุนไม่ประสบความสำเร็จ เจ้าหนี้จะต้องร่วมรับผลขาดทุนนั้น ทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์จากการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ผลกระทบนี้เรียกว่าผลการทดแทนของสินทรัพย์ (Asset Substitution Effect) ซึ่งเป็นต้นทุนของการมีตัวแทนที่เกิดจากการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ ดังนั้นการที่บริษัทลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง และการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้เพิ่มจะทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์ ในขณะที่เจ้าหนี้เสียประโยชน์ แนวทางในการแก้ปัญหาความขัดแย้งดังกล่าว คือ การใช้หนี้สินให้เป็นกลไกที่กำกับดูแลกิจการจากพื้นฐานของเงื่อนไขและข้อตกลงของการกู้ยืม ในขณะที่ส่วนของเจ้าของหรือทุนจะเป็นกลไกกำกับดูแลกิจการและการลงทุนผ่านคณะกรรมการบริษัทพิจารณาถ่วงดุลอย่างรอบคอบ (Williamson, 1988) โดยทั้งทางทฤษฎีและทางกฎหมายนั้นคณะกรรมการบริษัทเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น มีหน้าที่ตรวจสอบและถ่วงดุลอำนาจในการจัดการของบริษัท อีกทั้งยังเป็นผู้ควบคุม รักษา ดูแลทรัพยากรของบริษัท และตัดสินใจเรื่องนโยบายของบริษัท รวมถึงการแต่งตั้งเจ้าหนี้ที่บริหารหรือฝ่ายจัดการ การกำหนดให้กรรมการในคณะกรรมการทำหน้าที่โดยอิสระ เป็นไปด้วยความโปร่งใส มีการเปิดเผยข้อมูลครบถ้วนตรวจสอบได้ การกำหนดโครงสร้างของคณะกรรมการเป็นเงื่อนไขโดยกฎหมาย โดยหน่วยงานกำกับดูแลหรือโดยความสมัครใจของบริษัทเอง ให้มีสัดส่วนของกรรมการอิสระเป็นขั้นต่ำจำนวนหนึ่ง และการระบุประเภทและความลึกของข้อมูลที่กิจการจำต้องเปิดเผยเป็นขั้นต่ำแก่สาธารณะ นับเป็นมาตรการอีกมาตรการหนึ่งที่ส่งเสริมสนับสนุนการตัดสินใจอย่างเป็นอิสระของคณะกรรมการ และการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นส่วนน้อยและเจ้าหนี้

เป็นธรรม โดยไม่ได้คำนึงถึงแต่เฉพาะประโยชน์ของเจ้าของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ และไม่ละเลยผลประโยชน์และความต้องการของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยและของเจ้าหน้าที่ (อัญญา ชันธวิทย์ และคณะ, 2552) ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า คณะกรรมการของบริษัทเป็นผู้มีบทบาทสำคัญเป็นอย่างยิ่งในเรื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน ก็เป็นอีกแนวคิดหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการ นักลงทุนกังวลว่าจะเกิดปัญหาที่ผู้บริหารมีพฤติกรรมการปิดบังข้อมูล จนทำให้เกิดตัดสินใจผิดพลาด (Adverse Selection Problem) จากการที่ผู้บริหารมักจะมีข้อมูลข่าวสารมากกว่าหรือดีกว่านักลงทุนภายนอกเกี่ยวกับการคาดการณ์อนาคตของกิจการ ดังนั้นนักลงทุน ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้น หรือเจ้าหน้าที่จะต้องคาดการณ์อนาคตของบริษัทจากการตัดสินใจและการกระทำของผู้บริหาร (Myers and Majluf, 1984) จึงมีการโยกเข้าสู่การกำกับดูแลกิจการโดยให้เพิ่มความโปร่งใส อีกทั้งยกระดับมาตรฐานและคุณภาพในการเปิดเผยข้อมูล โดยมีความเชื่อว่าจะทำให้ลดความไม่สมมาตรของข้อมูลได้

อีกทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ คือ ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ซึ่งมีแนวคิดที่ผู้บริหารไม่ควรใส่ใจเพียงผู้มีส่วนได้เสียภายในองค์กรเท่านั้น แต่ควรสนับสนุนความรับผิดชอบต่อสังคมด้วยและได้ขยายผู้มีส่วนได้เสียในมุมมองของบริษัทที่กว้างขึ้นว่าเป็นผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทั้งหมดในห่วงโซ่อุปทาน (Barnard, 1938; Freeman et al., 2004) ผู้มีส่วนได้เสียกับกิจการนอกจากประกอบด้วยผู้เกี่ยวข้องคือ เจ้าของหรือผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ลูกค้า ผู้จัดจำหน่าย เจ้าหน้าที่ ผู้บริหารและพนักงานแล้ว ยังมีผู้ที่เกี่ยวข้องด้านอื่นประกอบด้วย ได้แก่ รัฐบาล กลุ่มการเมือง ชุมชนท้องถิ่น คู่แข่ง และผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการค้า ซึ่งผู้บริหารจำเป็นต้องพิจารณาผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดในการบริหารจัดการ อันจะนำไปสู่ความสำเร็จทางด้านผลกำไรของกิจการ (Donaldson and Preston, 1995) การคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียยังเป็นปัจจัยหนึ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงแนวคิดด้านจริยธรรมของบริษัทที่นำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน (Freeman, 1994)

การประเมินการกำกับดูแลกิจการโดย IOD เป็นการประเมินจากหลักฐานข้อมูลที่มีการเปิดเผยอย่างเป็นทางการ เช่น แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี รายงานประจำปีของบริษัท หนังสือนัดประชุมและรายงานการประชุมผู้ถือหุ้น เว็บไซต์ของบริษัท ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่เผยแพร่ผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก.ล.ต. และข้อมูลอื่น ๆ ที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ซึ่งเชื่อว่าจะสามารถสะท้อนคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทไทยโดยรวมได้ และสามารถใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจของนักลงทุน นักวิเคราะห์ และผู้สนใจ ผลการสำรวจการกำกับดูแลกิจการตามโครงการ CGR ประจำปี พ.ศ. 2557 พบว่า คะแนนเฉลี่ยด้านการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยในปี พ.ศ. 2557 อยู่ในเกณฑ์ดี โดยจากการสำรวจบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 550 บริษัท มีคะแนนเฉลี่ยอยู่ที่ 72 เปอร์เซนต์ และเมื่อเปรียบเทียบจำนวนบริษัทตามผลการสำรวจที่ได้รับในแต่ละระดับ ซึ่งมีการประกาศผลตามจำนวนสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัทสากลแห่งชาติ พบว่า มีบริษัทจดทะเบียนจำนวน 308 บริษัทที่ได้รับคะแนนเฉลี่ยตั้งแต่ 70 เปอร์เซนต์ขึ้นไป หรือระดับดีขึ้นไป โดยในจำนวนนี้มีบริษัทที่ได้รับคะแนน 90 เปอร์เซนต์ขึ้นไป หรือระดับดีเลิศ (สัญลักษณ์โลโก้ 5 คะแนน) จำนวน 30 บริษัท (ร้อยละ 5 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด) ส่วนบริษัทที่ได้รับคะแนน 80-89 เปอร์เซนต์ หรือระดับดีมาก (สัญลักษณ์โลโก้ 4 คะแนน) จำนวน 107 บริษัท (ร้อยละ 19 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด) และบริษัทที่ได้รับคะแนน 70-79 เปอร์เซนต์

หรือระดับดี (สัญลักษณ์โลโก้ 3 คะแนน) จำนวน 171 บริษัท (ร้อยละ 31 ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด) โดยผลการกำกับดูแลกิจการ จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรได้รับคะแนนสูงสุดที่ 77 เปอร์เซ็นต์ รองลงมา คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ได้รับคะแนนที่ 76 เปอร์เซ็นต์ และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภคได้รับคะแนนต่ำสุดที่ 68 เปอร์เซ็นต์ เมื่อพิจารณาค่าคะแนนสูงสุดและค่าคะแนนต่ำสุด พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีผลต่างของคะแนนสูงสุดและต่ำสุดน้อยที่สุด ($93-59=34$) แสดงว่าการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีความแตกต่างกันน้อยที่สุด ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภคมียุทธศาสตร์ค่าคะแนนต่ำสุด และมีผลต่างของคะแนนสูงสุดและต่ำสุด มากที่สุด ($89-41=48$) แสดงว่าการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีความแตกต่างกันมากที่สุด (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2558; วิจิตรา จำลองราชกูร์, 2558)

งานวิจัยที่ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ กับผลการดำเนินงานของกิจการ ส่วนใหญ่ใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัววัดผลการดำเนินงาน และใช้ Tobin's Q เป็นตัววัดมูลค่าของกิจการ (Fernandez, 2016; Abatecola et al., 2012; Sami et al., 2011; Epps & Cereola, 2008; อัญชลี พิพัฒน์เสรี และศิลปพร ศรีจันทพร, 2560) การศึกษาในอดีตที่ใช้แบบประเมินการกำกับดูแลกิจการ ที่แตกต่างกันผ่านคะแนนการประเมินเป็นตัววัด พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการดำเนินงาน (Michelon & Parbonetti, 2012; Ammann et al., 2011; กังสดาล แก้วหานาม และคณะ, 2560) และการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน หรือไม่สามารถสรุปทิศทางความสัมพันธ์ได้ชัดเจน (Connelly et al., 2012; Price et al., 2011) ทั้งนี้ยังมีการศึกษาเกี่ยวกับการประยุกต์ใช้กลไกการกำกับดูแลกิจการมาใช้พยากรณ์ความล้มเหลวของกิจการ แม้ว่างานวิจัยที่ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับความเสี่ยงในการล้มละลายจะไม่ค่อยมีการศึกษาอย่างละเอียด แต่กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมส่งผลถึงการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ และโอกาสของความล้มเหลวของกิจการที่น้อยลง (สรียา พันธุ์ณรงค์, 2553; Darrat et al., 2016) ระบบการกำกับดูแลกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่เร่งก่อให้เกิดวิกฤติเศรษฐกิจ (Maher & Andersson, 1999) อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาโอกาสในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของวิจิตรา จำลองราชกูร์ และคณะ (2560) ที่สำรวจและเก็บข้อมูลจากงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2557 จำนวนทั้งสิ้น 423 บริษัท จดทะเบียนในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน และวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้ตัวแบบ Altman's Z-Score พบว่า สัดส่วนของความเป็นไปได้สูงมากที่บริษัทจะล้มละลาย สูงที่สุด คือ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง รองลงมา คือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค มีสัดส่วนของความเป็นไปได้สูงมากที่บริษัทจะล้มละลาย ต่ำที่สุด

Altman's Z-Score Model หรือแบบจำลองการพยากรณ์โอกาสในการล้มละลาย พัฒนาขึ้นโดย Altman (1968) ใช้เทคนิคการวิเคราะห์จำแนกประเภท โดยทำการสุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่ถูกฟ้องล้มละลาย และบริษัทที่มีผลการดำเนินงานตามปกติที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันและมีขนาดของสินทรัพย์ที่ใกล้เคียงกัน ในช่วงปี ค.ศ. 1945-1965 จำนวนกลุ่มละ 33 บริษัท โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ 22 ตัว ในหมวดของ

อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนความเพียงพอของเงินทุน อัตราส่วนสภาพคล่อง และ อัตราส่วนประสิทธิภาพในการใช้ทรัพย์สิน ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่สามารถวัดโอกาสในการล้มละลายหรือภาวะความล้มเหลวทางการเงินได้มี 5 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนมูลค่าตลาดของหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวม และอัตราส่วนรายได้ต่อสินทรัพย์รวม โดยความแม่นยำในการพยากรณ์ของแบบจำลองนี้อยู่ที่ร้อยละ 94 สำหรับการพยากรณ์ล่วงหน้า 1 ปี ซึ่งถือได้ว่ามีความแม่นยำสูงในการพยากรณ์ ผลการทดสอบเชิงวิชาการที่ใช้ข้อมูลทางบัญชีของบริษัทในสหรัฐตั้งแต่ปี ค.ศ. 1970–1999 นั้นพบว่า Altman Z-Score สามารถทำการคาดการณ์การล้มละลายของบริษัทภายในระยะเวลา 1 ปีจากเวลาที่ประเมิน ได้ถึงร้อยละ 80–90 โดยมีอัตราความผิดพลาด คือบริษัทที่ไม่ได้ล้มละลายตามการพยากรณ์อยู่ที่ประมาณร้อยละ 15–20 พลัปลา เจริญสมบัติอมร (2558) ศึกษาว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดโอกาสที่จะเกิดความล้มเหลวทางการเงินได้หรือไม่ โดยใช้การเปรียบเทียบแบบจำลองที่ใช้พยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงิน ระหว่างแบบจำลองที่ประกอบด้วยอัตราส่วนทางการเงินเพียงอย่างเดียว กับแบบจำลองที่เพิ่มตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการ โดยใช้ข้อมูล 1 ปี และ 2 ปีก่อนที่บริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน ในการสร้างแบบจำลองด้วยวิธีวิเคราะห์ความสัมพันธ์แบบโพรบิต (Probit Analysis) ผลการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยลดโอกาสที่จะเกิดความล้มเหลวทางการเงินได้อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้สำหรับแบบจำลองที่ใช้ข้อมูล 1 ปีก่อนที่บริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน จะสามารถทำนายได้แม่นยำกว่าแบบจำลองที่ใช้ข้อมูล 2 ปีก่อนที่บริษัทจะประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน เนื่องจากข้อมูลที่สะท้อนออกมาในช่วงก่อนหน้านั้นยังไม่ชัดเจน ทำให้ข้อมูลก่อนหน้าสามารถสะท้อนปัญหาทางการเงินที่เกิดขึ้นได้น้อยกว่า ทั้งนี้ในการคาดการณ์บริษัทที่อาจประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินล่วงหน้า 1 ปี ควรให้ความสำคัญในการพิจารณา อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม เพราะมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการเกิดภาวะล้มเหลวทางการเงิน

จากปรากฏการณ์ข้างต้นมีสถานการณ์ที่ไม่สอดคล้องกับแนวคิดที่ว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมส่งผลถึงการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ และโอกาสของความล้มเหลวของกิจการที่น้อยลง เนื่องจากพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีคะแนนเฉลี่ยด้านการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยในปี พ.ศ. 2557 สูงที่สุด แต่มีสัดส่วนของความเป็นไปได้สูงมากที่บริษัทจะล้มละลายสูง ขณะเดียวกันกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค มีคะแนนเฉลี่ยด้านการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยในปี พ.ศ. 2557 ต่ำที่สุด แต่มีสัดส่วนของความเป็นไปได้สูงมากที่บริษัทจะล้มละลายต่ำที่สุด ผู้วิจัยจึงทำการตรวจสอบเชิงประจักษ์ถึงความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการ ความเสี่ยงในการล้มละลาย และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างไร

วัตถุประสงค์

1. เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการซึ่งวัดในรูปของคะแนนระดับการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ กับความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการ ความเสี่ยงในการล้มละลาย และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตการวิจัย

ประชากรในงานวิจัยนี้ คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงินที่มีลักษณะเฉพาะแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นทั่วไป และได้เข้ารับการประเมินการกำกับดูแลกิจการจาก IOD ในปี พ.ศ. 2559 โดยได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่ม คือ ดี ดีมาก และดีเลิศ ตามช่วงคะแนนที่กำหนดขึ้นและใช้จำนวนตราสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัทมหาชนแสดงระดับคะแนนในแต่ละกลุ่ม (IOD จะไม่ประกาศรายชื่อบริษัทที่ได้รับการประเมินในช่วงคะแนนที่ต่ำกว่าระดับดี) จำนวน 322 บริษัท (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2560) โดยศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนและปิดรอบบัญชีตรงกันได้ทั้งสิ้นจำนวน 309 บริษัท ข้อมูลงบการเงิน และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีของบริษัท สามารถเข้าถึงได้จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงาน ก.ล.ต. สำหรับคะแนนการกำกับดูแลกิจการสามารถเข้าถึงได้จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่

1. ผลการดำเนินงานของกิจการ ใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นตัวแทน คำนวณจากกำไรสุทธิหารสินทรัพย์รวมเฉลี่ย งานวิจัยนี้ได้เพิ่มเติมด้วยการใช้กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จในการวัดผลการดำเนินงานแทนกำไรสุทธิ (วิจิตร จ่าลองราษฎร์, 2558: 80) แม้ว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเริ่มนำเสนองบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จสำหรับปีพ.ศ. 2554 เป็นปีแรก การตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงินโดยเฉพาะนักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ยังคงตัดสินใจบนพื้นฐานของตัวเลขกำไรขาดทุนสุทธิ โดยกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จไม่ได้เข้าไปมีผลต่อการตัดสินใจ ซึ่งขัดกับเจตนาของผู้กำหนดมาตรฐานการบัญชีที่ต้องการให้นำเสนองบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จขึ้นมาทดแทน ให้เป็นบ่งชี้แสดงผลการดำเนินงานของธุรกิจ เนื่องจากมีมุมมองกว้างกว่า ผู้วิจัยจึงศึกษาเพิ่มตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์โดยใช้กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จหารสินทรัพย์รวมเฉลี่ยเป็นตัวแปรตามอีกตัวหนึ่ง

2. การกำกับดูแลกิจการ วัดในรูปของคะแนนระดับการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยคณะกรรมการบริษัทมหาชน

3. ความเสี่ยงในการล้มละลาย วัดโดยค่า Z-Score ตามสูตรของ Altman (1968) ดังนี้

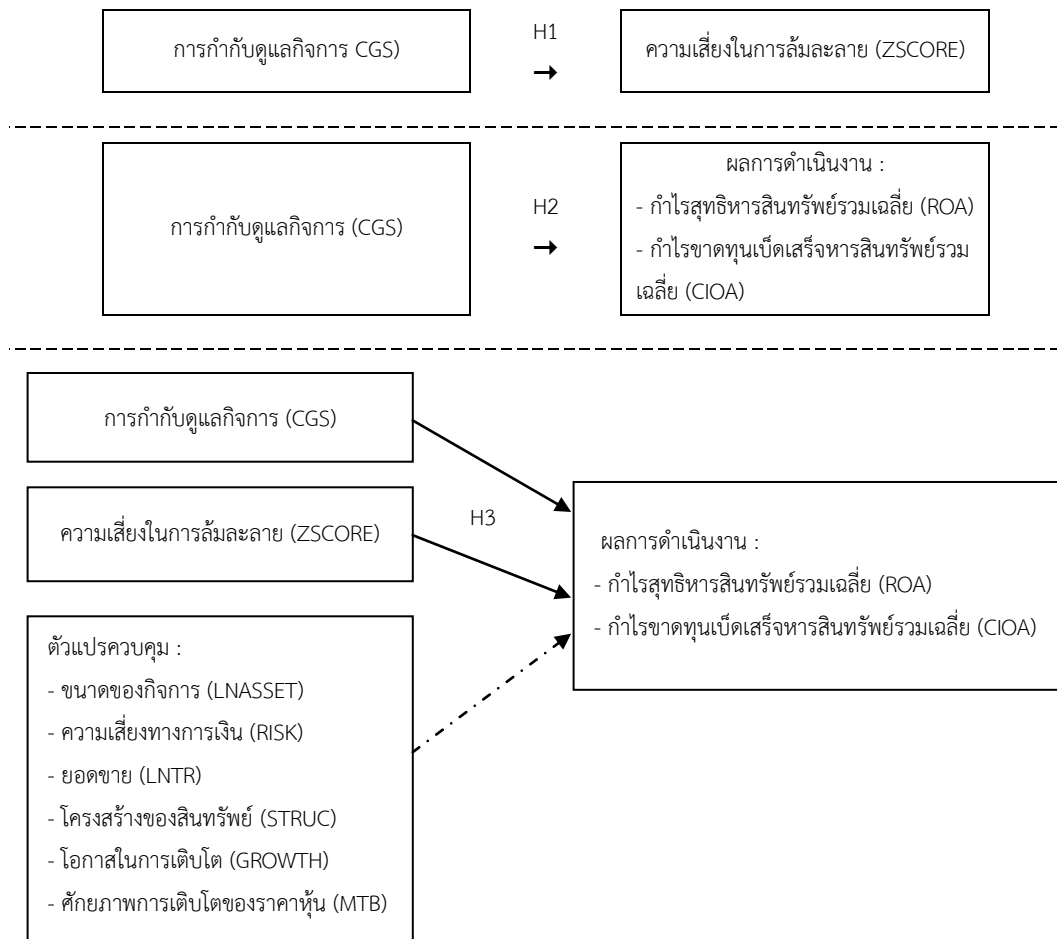
$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5$$

โดยที่ X_1 = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม, X_2 = อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม, X_3 = อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม, X_4 = อัตราส่วนมูลค่าตลาดของหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสิ้นรวม และ X_5 = อัตราส่วนรายได้ต่อสินทรัพย์รวม ส่วนเกณฑ์ในการจำแนกประเภทจากค่า Z คือ ถ้าค่า Z มีค่าน้อยกว่า 1.81 สามารถพยากรณ์ได้ว่ามีความเป็นไปได้สูงมากที่บริษัทจะล้มละลาย นั่นคือ

บริษัทที่มีความมั่นคงทางการเงินต่ำ หรือมีความเสี่ยงทางการเงินสูง ถ้าค่า Z มีค่าอยู่ระหว่าง 1.81 ถึง 2.99 สามารถพยากรณ์ได้ว่าบริษัทอาจจะล้มละลายหรือไม่ล้มละลายก็ได้ และถ้าค่า Z มีค่ามากกว่า 2.99 สามารถพยากรณ์ได้ว่ามีความเป็นไปได้น้อยมากที่บริษัทจะล้มละลาย นั่นคือ บริษัทที่มีความมั่นคงทางการเงินสูง หรือมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำ

4. ตัวแปรควบคุม ในบทความวิจัยนี้จะศึกษาเฉพาะตัวแปรที่เกี่ยวกับคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ประกอบด้วย 1) ขนาดของกิจการ วัดด้วยลอการิทึมของสินทรัพย์ โดยความสัมพันธ์ของขนาดของกิจการ และผลการดำเนินงานเป็นไปในทิศทางเดียวกัน 2) ความเสี่ยงทางการเงิน วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ โดยความสัมพันธ์ของความเสี่ยงทางการเงินของกิจการและผลการดำเนินงานจะเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม 3) ยอดขายหรือรายได้ วัดด้วยลอการิทึมของรายได้ โดยความสัมพันธ์ของรายได้ และผลการดำเนินงานเป็นไปในทิศทางเดียวกัน 4) โครงสร้างของสินทรัพย์ วัดด้วยอัตราส่วนของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม โดยความสัมพันธ์ของโครงสร้างของสินทรัพย์ และผลการดำเนินงานเป็นไปในทิศทางเดียวกัน 5) โอกาสในการเติบโต วัดด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม โดยความสัมพันธ์ของโอกาสในการเติบโต และผลการดำเนินงานเป็นไปในทิศทางเดียวกัน 6) ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น ซึ่งเป็นการเติบโตของกิจการในสายตาของนักลงทุน วัดด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี โดยความสัมพันธ์ของอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี และผลการดำเนินงานเป็นไปในทิศทางเดียวกัน การใช้ตัวแปรควบคุมนี้พบในงานวิจัยเชิงประจักษ์ เช่น สัตยา ดันจันทรพงศ์ (2558); เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์ (2557); วิจิตรา จำลองราษฎร์ และคณะ (2557); วรกมล เกษมทรัพย์ (2553); Ben (2014); Roy (2014); Titman & Wessels (1988) เป็นต้น

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากกรอบแนวคิดในการวิจัย แยกออกตามวัตถุประสงค์ โดยกรอบแนวคิดในการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อ 1 มีตัวแปรอิสระคือ การกำกับดูแลกิจการ ตัวแปรตามคือ ความเสี่ยงในการล้มละลาย โดยมีสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 (H1) คือ ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการ กับค่า ZSCORE ของบริษัทจดทะเบียนเป็นไปในทิศทางเดียวกัน หมายความว่า บริษัทที่ได้รับคะแนน CG สูง จะมีค่า ZSCORE สูง ซึ่งแปลว่ามีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ หรือบริษัทที่ได้รับคะแนน CG ต่ำ จะมีค่า ZSCORE ต่ำ ซึ่งแปลว่ามีความเสี่ยงในการล้มละลายสูง

กรอบแนวคิดในการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อ 2 มีตัวแปรอิสระคือ การกำกับดูแลกิจการ ตัวแปรตามที่มี 2 ตัว ได้แก่ ผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ โดยคำนวณจากกำไรสุทธิหารสินทรัพย์รวมเฉลี่ย และผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ตัวใหม่ที่ผู้วิจัยคำนวณจากกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จหารสินทรัพย์รวมเฉลี่ย โดยมีสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 (H2) คือความสัมพันธ์ระหว่าง

คะแนนการกำกับดูแลกิจการ กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนเป็นไปในทิศทางเดียวกัน หมายความว่า บริษัทที่ได้รับคะแนน CG สูง จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่ได้รับคะแนน CG ต่ำ

กรอบแนวคิดในการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อ 3 มีตัวแปรอิสระแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ ตัวแปรอิสระที่ต้องการศึกษาที่เป็นตัวแปรหลัก ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการ และความเสี่ยงในการล้มละลาย และตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน ยอดขาย โครงสร้างของสินทรัพย์ โอกาสในการเติบโต และศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น ส่วนตัวแปรตามการศึกษา มี 2 ตัว ได้แก่ ผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ โดยคำนวณจากกำไรสุทธิหารสินทรัพย์รวมเฉลี่ย และผลการดำเนินงานที่คำนวณจากกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จหารสินทรัพย์รวมเฉลี่ย โดยมีสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 (H3) คือ ความสัมพันธ์ของคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ค่า ZSCORE กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนเป็นไปในทิศทางเดียวกัน หมายความว่า บริษัทที่ได้รับคะแนน CG สูง ค่า ZSCORE สูง หรือมีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่ได้รับคะแนน CG ต่ำ และค่า ZSCORE ต่ำ หรือมีความเสี่ยงในการล้มละลายสูง

วิธีดำเนินการวิจัย

บทความวิจัยฉบับนี้ เป็นการศึกษาเชิงปริมาณ ผู้วิจัยใช้การเก็บข้อมูลแบบภาคตัดขวาง ขั้นตอนการวิจัยประกอบด้วยการสำรวจและวิจัยเอกสารจากงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2559 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน รวมศึกษาทั้งสิ้น 309 บริษัท เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ งบการเงินประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี พ.ศ. 2559 ของบริษัท สถิติที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่ามัธยฐาน ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุด เพื่อบรรยายและพรรณนาคุณสมบัติของตัวแปร และใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยวิธีของเพียร์สันในการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ ความเสี่ยงในการล้มละลาย และผลการดำเนินงาน โดยตัวแบบการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ เป็นดังนี้

$$\begin{aligned} ROA = & \beta_0 + \beta_1 CGS + \beta_2 ZSCORE + \beta_3 LNASSET + \beta_4 RISK + \beta_5 LNTR \\ & + \beta_6 STRUC + \beta_7 Growth + \beta_8 MTB + \varepsilon \end{aligned} \quad \text{..... สมการที่ 1}$$

$$\begin{aligned} CIOA = & \beta_0 + \beta_1 CGS + \beta_2 ZSCORE + \beta_3 LNASSET + \beta_4 RISK + \beta_5 LNTR \\ & + \beta_6 STRUC + \beta_7 Growth + \beta_8 MTB + \varepsilon \end{aligned} \quad \text{..... สมการที่ 2}$$

โดยที่ ROA คือ ผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (กำไรสุทธิหารสินทรัพย์รวมเฉลี่ย)

CIOA คือ ผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตรากำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย

CGS คือ คะแนนระดับการกำกับดูแลกิจการ

ZSCORE คือ ความเสี่ยงในการล้มละลาย วัดด้วยค่า ZSCORE ของ Altman (1968)

LNASSET	คือ ขนาดของกิจการ วัดด้วยลอการิทึมของสินทรัพย์
RISK	คือ ความเสี่ยงทางการเงิน วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์
LNTR	คือ ยอดขายของกิจการ วัดด้วยลอการิทึมของรายได้รวม
STRUC	คือ โครงสร้างของสินทรัพย์ วัดด้วยอัตราส่วนของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม
GROWTH	คือ โอกาสในการเติบโต วัดด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม
MTB	คือ ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น วัดด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี
β_0	คือ ค่าพารามิเตอร์ แทนระยะตัดแกน Y เมื่อ X เป็น 0 (Intercept)
β_i	คือ ค่าพารามิเตอร์ แทนความชัน (Slope) ของเส้นถดถอย ($i = 1, 2, \dots, k$)
ε	คือ ความคลาดเคลื่อน (Error) ที่เกิดจากการใช้สมการอธิบายความสัมพันธ์ในข้อมูล

ผลการวิจัย

จากการศึกษาข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 3 - 5 ดาวในปี พ.ศ. 2559 และค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้ผลดังตาราง 1 และ ตาราง 2 ตามลำดับ ดังนี้

ตาราง 1 ข้อมูลทางการเงินที่สำคัญของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 3 - 5 ดาวในปี พ.ศ. 2559

ข้อมูลทางการเงิน	จำนวน ค่าสังเกต	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	มัธยฐาน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
สินทรัพย์รวม (ลบ.)	309	256.80	2,232,331.08	5,450.55	36,605.00	148.00
สินทรัพย์หมุนเวียน (ลบ.)	309	32.93	741,490.62	2,301.14	11,604.57	47.37
หนี้สินรวม (ลบ.)	309	3.90	1,060,734.07	2,366.39	19,627.90	75.04
หนี้สินหมุนเวียน (ลบ.)	309	1.27	339,592.21	1,486.82	8,119.08	26.81
ส่วนของผู้ถือหุ้น (ลบ.)	309	159.68	1,171,597.01	2,981.87	16,977.10	75.53
รายได้รวม (ลบ.)	309	2.76	1,718,846.04	3,787.45	25,091.53	110.70
กำไรจากการดำเนินงาน (ลบ.)	309	-1,769.22	184,183.35	362.75	2,687.99	12.34
กำไรสุทธิ (ลบ.)	309	-2,807.03	129,575.09	227.16	1,882.78	8,983.05
กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ (ลบ.)	309	-3,269.69	130,612.70	251.86	1,905.40	9,069.44

จากตาราง 1 พบว่า สินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนอยู่ระหว่าง 256.80 ล้านบาท ถึง 2,232,331.08 ล้านบาท โดยมีสินทรัพย์เฉลี่ย 36,605.00 ล้านบาท และค่ามัธยฐานอยู่ที่ 5,450.55 ล้านบาท สินทรัพย์หมุนเวียนเฉลี่ย 11,604.57 ล้านบาท หนี้สินรวมเฉลี่ย 19,627.90 ล้านบาท หนี้สินหมุนเวียนเฉลี่ย 8,119.08 ล้านบาท ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย 16,977.10 ล้านบาท รายได้รวมอยู่ระหว่าง 2.76 ล้านบาท ถึง

1,718,846.04 ล้านบาท รายได้เฉลี่ย 25,091.53 ล้านบาท บางบริษัทขาดทุนสุทธิถึง 2,807.03 ล้านบาท และมีกำไรสูงสุด 129,575.09 ล้านบาท โดยกำไรสุทธิเฉลี่ยอยู่ที่ 1,882.78 ล้านบาท และกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จเฉลี่ย 1,905.40 ล้านบาท เมื่อพิจารณาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิ และกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จพบว่ามีความผันผวนที่สูงมาก โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงกว่าค่าเฉลี่ย อาจเป็นเพราะกลุ่มตัวอย่างมีความสามารถในการทำกำไรที่แตกต่างกันมาก

ตาราง 2 สถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

	จำนวน ค่าสังเกต	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	มัธยฐาน	ค่าเฉลี่ย	ส่วน เบี่ยงเบน มาตรฐาน
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) %	309	-10.59	20.62	5.37	5.51	5.77
อัตรากำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย (CIOA) %	309	-10.59	21.37	5.74	5.75	5.93
คะแนนระดับการกำกับดูแลกิจการ (CGS)	309	3.00	5.00	4.00	3.79	0.75
ความเสี่ยงในการล้มละลาย (ZSCORE)	309	-0.88	470.98	3.14	6.01	26.99
ลอการิทึมของสินทรัพย์ (LNASSET)	309	12.46	21.53	15.51	15.80	1.59
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (RISK)	309	0.01	0.95	0.43	0.43	0.19
ลอการิทึมของรายได้ (LNTR)	309	7.92	21.26	15.15	15.32	1.66
โครงสร้างของสินทรัพย์ (STRUC)	309	0.06	0.99	0.59	0.56	0.23
อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม (GROWTH)	309	-0.25	5.75	0.05	0.13	0.43
ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น (MTB)	309	0.18	12.22	1.63	2.34	2.07

จากตาราง 2 พบว่า ในปี พ.ศ. 2559 บริษัทจดทะเบียนมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ยร้อยละ 5.51 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 5.77 และมีอัตรากำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ยร้อยละ 5.75 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 5.93 ใกล้เคียงกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่คำนวณจากกำไรสุทธิ บริษัทจดทะเบียนมีค่าเฉลี่ยของคะแนนระดับการกำกับดูแลกิจการอยู่ที่ 3.79 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.75 มีค่าคะแนน ZSCORE ซึ่งแสดงถึงความมั่นคงทางการเงิน หรืออีกนัยหนึ่งคือ ความเสี่ยงในการล้มละลาย เฉลี่ยอยู่ที่ 6.01 ซึ่งมีค่ามากกว่า 2.99 หมายความว่า มีความเป็นไปได้น้อยมากที่บริษัทจดทะเบียนจะล้มละลาย อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เฉลี่ย 0.43 เท่า กล่าวคือ กลุ่มตัวอย่างมีระดับการก่อหนี้ต่ำกว่าการใช้เงินทุนจากส่วนของเจ้าของ โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.19 บริษัทมีอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมเฉลี่ยร้อยละ 13 ต่อปี อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งแสดงถึงโครงสร้างสินทรัพย์ของบริษัทเฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 0.56 เท่า มีศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้นเฉลี่ยอยู่ที่ 2.34 เท่า หมายถึง นักลงทุนยินดี

จ่ายเงินซื้อหุ้นสามัญของบริษัทในราคาที่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชี 2.34 เท่า แสดงว่า บริษัทประสบความสำเร็จในการเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยวิเคราะห์จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน ผลการศึกษาแสดงในตาราง 3 และตาราง 4 ดังนี้

ตาราง 3 ความสัมพันธ์ระหว่าง CG และ ZSCORE

		ZSCORE
CGS	Pearson Correlation	-0.008
	Sig.	0.888
	N	309

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

โดยที่ CGS คือ คะแนนระดับการกำกับดูแลกิจการ, ZSCORE คือ ความเสี่ยงในการล้มละลาย วัดด้วยค่า ZSCORE ของ Altman

จากตาราง 3 พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับค่า ZSCORE หมายความว่า บริษัทที่ได้รับคะแนน CG สูง จะมีค่า ZSCORE ต่ำ ซึ่งแปลว่ามีความเสี่ยงในการล้มละลายสูง หรือบริษัทที่ได้รับคะแนน CG ต่ำ จะมีค่า ZSCORE สูง ซึ่งแปลว่ามีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ ทั้งนี้ขนาดของความสัมพันธ์ต่ำมากและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ไม่มีหลักฐานเพียงพอที่จะสนับสนุนว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงในการล้มละลาย ดังนั้นสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 และสามารถตอบวัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 1 ได้ว่า การกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตาราง 4 ความสัมพันธ์ระหว่าง CGS กับ ROA และ CIOA

		ROA	CIOA
CGS	Pearson Correlation	0.040	0.024
	Sig.	0.484	0.668
	N	309	309

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

โดยที่ ROA คือ ผลการดำเนินงานของกิจการ วัดด้วยอัตรากำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย, CIOA คือ ผลการดำเนินงานของกิจการ วัดด้วยอัตรากำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย, CGS คือ คะแนนระดับการกำกับดูแลกิจการ, ZSCORE คือ ความเสี่ยงในการล้มละลาย วัดด้วยค่า ZSCORE ของ Altman

จากตาราง 4 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันของคะแนนการกำกับดูแลกิจการ กับผลการดำเนินงานมีค่าเป็นบวกและอยู่ในระดับต่ำ ทั้งผลการดำเนินงานที่วัดโดย ROA และ CIOA และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 และตอบวัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 2 ได้ว่า การกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตาราง 5 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยกับ ROA และ CIOA

	ROA	CIOA	CGS	ZSCORE	LNASSET	RISK	LNTR	STRUC	GROWTH	MTB
ROA	1									
CIOA	0.961***	1								
CGS	0.040	0.024	1							
ZSCORE	-0.079	-0.081	-0.008	1						
LNASSET	-0.023	-0.032	0.395***	-0.118**	1					
RISK	-0.289***	-0.303***	0.154***	-0.231***	0.439***	1				
LNTR	0.177***	0.156***	0.392***	-0.291***	0.856***	0.433***	1			
STRUC	-0.215***	-0.170***	0.069	0.079	0.262***	0.059	0.056	1		
GROWTH	0.034	0.043	-0.087	-0.041	0.120**	0.072	0.037	0.118**	1	
MTB	0.361***	0.343***	0.006	0.072	-0.009	0.110	0.108	0.137**	0.048	1

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยที่ ROA คือ ผลการดำเนินงานของกิจการวัดด้วยอัตรากำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย, CIOA คือ ผลการดำเนินงานของกิจการ วัดด้วยอัตรากำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย, CGS คือ คะแนนระดับการกำกับดูแลกิจการ, ZSCORE คือ ความเสี่ยงในการล้มละลาย วัดด้วยค่า ZSCORE ของ Altman, LNASSET คือ ขนาดของกิจการ วัดด้วยลอการิทึมของสินทรัพย์, RISK คือ ความเสี่ยงทางการเงิน วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์, LNTR คือ ยอดขายของกิจการ วัดด้วยลอการิทึมของรายได้รวม, STRUC คือ โครงสร้างของสินทรัพย์ วัดด้วยอัตราส่วนของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม, GROWTH คือ โอกาสในการเติบโต วัดด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม, MTB คือ ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น วัดด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับขนาดของกิจการ ยอดขาย และความเสี่ยงทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แต่มีขนาดความสัมพันธ์ไม่สูงมาก หมายความว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่ ยอดขายสูง และความเสี่ยงทางการเงินสูงหรือมีระดับการก่อหนี้สูง จะมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ส่วนผลการดำเนินงานของกิจการที่ใช้ทั้งกำไรสุทธิและกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จในการคำนวณอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ จะให้ผลของความสัมพันธ์ไม่แตกต่างกันมาก โดยผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับยอดขาย และศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แต่ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความเสี่ยงทางการเงิน และโครงสร้างของสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กล่าวคือ บริษัทที่มียอดขายสูง ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้นสูง ความเสี่ยงทางการเงินต่ำหรือมีระดับการก่อหนี้ต่ำ และโครงสร้างของสินทรัพย์ที่มีสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ต่ำ จะมีผลการดำเนินงานที่ดี ทั้งนี้ขนาดของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอยู่ในระดับที่ไม่สูงมาก

เมื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ ความเสี่ยงในการล้มละลาย กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นในการใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเป็นที่เรียบร้อยแล้ว จึงทำการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณจากตัวแบบการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณที่ได้ในตาราง 6 และสามารถสรุปผลได้ดังนี้

ตัวแปรอิสระที่ต้องการศึกษา คือ การกำกับดูแลกิจการ และความเสี่ยงในการล้มละลาย ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ใช้ ROA เป็นตัวแทน ในขณะที่ผู้วิจัยใช้ CIOA เป็นตัวแทนผลการดำเนินงาน จะพบว่า การกำกับดูแลกิจการ ไม่มีความสัมพันธ์ กับผลการดำเนินงาน แต่ค่า ZSCORE มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กับ CIOA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีค่า ZSCORE สูง จะมี CIOA ต่ำ หมายความว่า บริษัทที่มีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ จะมีผลการดำเนินงาน (CIOA) ต่ำ หรือถ้าบริษัทมีค่า ZSCORE ต่ำ (ความเสี่ยงในการล้มละลายสูง) จะมีผลการดำเนินงาน (CIOA) สูง แต่มีขนาดของความสัมพันธ์ค่อนข้างต่ำ

ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทั้ง ROA และ CIOA กับตัวแปรควบคุม ได้ผลการวิเคราะห์ที่ใกล้เคียงกันทั้งทิศทางและขนาดความสัมพันธ์ คือ พบว่า ยอดขาย โอกาสในการเติบโต และศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และพบว่า ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน และโครงสร้างของสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยความเสี่ยงทางการเงินมีขนาดความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานสูงที่สุด รองลงมา คือ โครงสร้างของสินทรัพย์

ตาราง 6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

ตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ	คาดการณ์ ความสัมพันธ์	ROA	CIOA
Constant		-3.087 (-1.148)	-2.225 (-0.782)
CGS	+	0.149 (0.395)	0.072 (0.181)
ZSCORE	+	-0.016 (-1.554)	-0.019 (-1.685)**
LNASSET	+	-0.712 (-1.855)**	-0.787 (-1.937)**
RISK	-	-13.952 (-9.308)***	-14.548 (-9.172)***
LNTR	+	1.686 (4.660)***	1.718 (4.488)***
STRUC	+	-5.634 (-4.439)***	-4.390 (-3.268)***
GROWTH	+	1.060 (1.750)**	1.167 (1.820)**

ตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ	ค่าการถดถอย ความสัมพันธ์	ROA	CIOA
MTB	+	1.091 (8.185)***	1.051 (7.435)***
R ²		0.424	0.391
F-statistics		27.639***	24.034***

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ค่า t แสดงอยู่ในวงเล็บ

โดยที่ ROA คือ ผลการดำเนินงานของกิจการ วัดด้วยอัตรากำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย, CIOA คือ ผลการดำเนินงานของกิจการ วัดด้วยอัตรากำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย, CGS คือ คะแนนระดับการกำกับดูแลกิจการ, ZSCORE คือ ความเสี่ยงในการล้มละลาย วัดด้วยค่า ZSCORE ของ Altman, LNASET คือ ขนาดของกิจการ วัดด้วยลอการิทึมของสินทรัพย์, RISK คือ ความเสี่ยงทางการเงิน วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์, LNTR คือ ยอดขายของกิจการ วัดด้วยลอการิทึมของรายได้รวม, STRUC คือ โครงสร้างของสินทรัพย์ วัดด้วยอัตราส่วนของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม, GROWTH คือ โอกาสการเติบโต วัดด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม, MTB คือ ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น วัดด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

ค่า R² ของโมเดลถดถอยที่ใช้ ROA และ CIOA เป็นตัวแปรตาม เท่ากับ 0.424 และ 0.391 ตามลำดับ กล่าวคือ ตัวแปรยอดขาย โอกาสในการเติบโต ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงินและโครงสร้างของสินทรัพย์ สามารถอธิบายความผันแปรของผลการดำเนินงาน (ROA) ได้ร้อยละ 42.40 และตัวแปรยอดขาย โอกาสในการเติบโต ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน โครงสร้างของสินทรัพย์ และความเสี่ยงในการล้มละลาย สามารถอธิบายความผันแปรของผลการดำเนินงาน (CIOA) ได้ร้อยละ 39.10 อธิบายได้ว่า บริษัทที่มีผลการดำเนินงานดี หรืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูง จะมียอดขายสูง มีโอกาสในการเติบโตสูง มีศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้นสูงกว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ต่ำ และบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดี หรืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูง จะมีขนาดของกิจการเล็กกว่า มีความเสี่ยงทางการเงินต่ำกว่า และมีสัดส่วนโครงสร้างสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมน้อยกว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ต่ำ โดยตัวแปรยอดขาย โอกาสในการเติบโต ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงินและโครงสร้างของสินทรัพย์ สามารถอธิบายความผันแปรของ ROA และ CIOA ได้เหมือนกันและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเหมือนกัน ยกเว้นความเสี่ยงในการล้มละลายที่สามารถอธิบายความผันแปรของ CIOA ได้ แต่ไม่สามารถอธิบายความผันแปรของ ROA ได้

ดังนั้นสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 และสามารถตอบวัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 3 ได้ว่า การกำกับดูแลกิจการ ไม่มีความสัมพันธ์ กับผลการดำเนินงานที่วัดโดย ROA และ CIOA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ความเสี่ยงในการล้มละลาย มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ใช้ CIOA เป็นตัวแทนวัดผลการดำเนินงานเท่านั้น โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สรุปและอภิปรายผล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ ความเสี่ยงในการล้มละลาย และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเป็นบริษัทที่ได้เข้าร่วมการประเมิน และได้รับการประกาศผลการกำกับดูแลกิจการจาก IOD ในปี พ.ศ. 2559 จำนวน 309 บริษัท สามารถสรุปได้ว่าการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งผลที่ได้ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของสรียา พันธุ์รงค์ (2553) และหลักการที่ว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมส่งผลถึงการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ และโอกาสของความล้มเหลวของกิจการที่น้อยลง (Maher and Andersson, 1999; พลัปลา เจริญสมบัติอมร, 2558) ทั้งนี้อาจเป็นเพราะข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้งหมดไม่ได้ถูกนำมาพิจารณา เนื่องจาก IOD ประกาศผลการสำรวจเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนน CG ตั้งแต่ 70 เปอร์เซนต์ขึ้นไป หรือระดับดีขึ้นเท่านั้น ดังนั้นจึงไม่สามารถเก็บข้อมูลบริษัทที่มีผลคะแนน CG ระดับดีพอใช้ ระดับผ่าน และระดับที่ควรปรับปรุงได้ เมื่อคำนวณสัดส่วนของจำนวนบริษัทที่ไม่ได้รับการประกาศผลมาถึงประมาณร้อยละ 25 ซึ่งมีสัดส่วนที่ค่อนข้างสูง และอาจเป็นเพราะการกำกับดูแลกิจการไม่ได้เป็นปัจจัยสำคัญในการพยากรณ์ความเสี่ยงในการล้มละลายก็ได้ นอกจากนี้ยังพบว่า การกำกับดูแลกิจการ ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดย ROA และ CIOA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อาจเป็นเพราะข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้งหมดไม่ได้ถูกนำมาพิจารณาเช่นเดียวกัน

ส่วนการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ ความเสี่ยงในการล้มละลาย และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ สามารถสรุปผลได้ว่าการกำกับดูแลกิจการ ไม่มีความสัมพันธ์ กับผลการดำเนินงาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งผลการดำเนินงานที่วัดโดย ROA หรือ CIOA กล่าวคือ หลักฐานที่มีอยู่ไม่เพียงพอที่จะสนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ กับผลการดำเนินงาน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Goel (2016) และ Ben (2014) ทั้งนี้อาจมีสาเหตุเช่นเดียวกับการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรตามที่กล่าวไว้ข้างต้น เนื่องจากข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดไม่ได้ถูกนำมาพิจารณา จึงทำให้ผลการศึกษาที่ได้ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ นอกจากนี้ยังพบว่าการใช้ ROA และ CIOA เป็นตัวแทนผลการดำเนินงานของกิจการ ให้ผลการศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการสอดคล้องและเป็นไปในทิศทางเดียวกัน แต่มีข้อสังเกตที่สำคัญประเด็นหนึ่งคือ การใช้ CIOA เป็นตัวแทนผลการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับความเสี่ยงในการล้มละลาย ในขณะที่ใช้ ROA เป็นตัวแทนผลการดำเนินงาน กลับไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว แสดงว่าองค์ประกอบของกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จอื่น ซึ่งประกอบด้วย 1) การเปลี่ยนแปลงในส่วนเกินทุนจากการตราสารหนี้ 2) การวัดมูลค่าใหม่ของโครงการผลประโยชน์ของพนักงานที่กำหนดไว้ 3) ผลกำไรและขาดทุนจากการแปลงค่าเงินของการดำเนินงานในต่างประเทศ 4) ผลกำไรและขาดทุนจากการวัดมูลค่าเงินลงทุนเพื่อขาย และ 5) ส่วนของผลกำไรและขาดทุนที่มีประสิทธิภาพจากเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงในการป้องกันความเสี่ยงในกระแสเงินสด เป็นองค์ประกอบที่สำคัญของผลการดำเนินงานที่ส่งผลให้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อโอกาสที่จะเกิดภาวะการล้มละลายของกิจการ ซึ่งผลการวิจัยนี้ตอกย้ำให้เห็นความสำคัญของกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จที่ผู้ใช้งบการเงินควรนำมาใช้ในการวิเคราะห์

เพื่อดัดสนใจ เนื่องจากมีมุมมองกว้างกว่ากำไรสุทธิ และสอดคล้องกับเจตจำนงของผู้กำหนดมาตรฐานการบัญชี ที่ต้องการให้นำเสนองบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จขึ้นมาทดแทน ให้เป็นงบที่แสดงผลการดำเนินงานของธุรกิจ

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะทั่วไป

ข้อค้นพบของงานวิจัยเป็นการส่งสัญญาณบ่งบอกถึงปัญหาบางอย่างสำหรับหน่วยงานกำกับดูแลที่ต้องเปิดเผยผลการประเมินและคะแนนการกำกับดูแลกิจการของทุกบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่ว่าจะเป็นรับผลการประเมินระดับใดก็ตาม ข้อมูลและข้อเท็จจริงทั้งหมดเป็นสิ่งสำคัญที่จะทำให้การศึกษาเชิงวิชาการ และการนำข้อมูลไปใช้ประโยชน์เป็นไปได้อย่างถูกต้องและมีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ว่าควรมีการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส เปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ เนื่องจากผลของการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนโดย IOD จะถูกนำไปใช้ประกอบการพิจารณาการลงทุนของนักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น แม้แต่บริษัทจดทะเบียนเองก็สามารถนำผลไปใช้พิจารณาพัฒนาการทางด้านการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะบริษัทที่มีคะแนนไม่ผ่านเกณฑ์ ประกอบกับหน่วยงานกำกับดูแลก็สามารถนำผลการประเมินนี้ไปพัฒนากฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการต่อไป ซึ่งจะเป็นการยกระดับหลักเกณฑ์การสำรวจตามมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการให้เป็นสากล นอกจากนี้ยังพบข้อสังเกตที่สำคัญ คือ การใช้กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จแสดงผลการดำเนินงาน จะได้มุมมองที่กว้างกว่าการใช้กำไรสุทธิแสดงผลการดำเนินงานเพียงอย่างเดียว โดยสามารถใช้พยากรณ์ความเสี่ยงในการล้มละลายได้ดีกว่า

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

จากผลการวิจัยที่พบว่า การใช้ CIOA เป็นตัวแทนผลการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับความเสี่ยงในการล้มละลาย ในขณะที่ใช้ ROA เป็นตัวแทนผลการดำเนินงาน กลับไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว ประเด็นนี้ควรจะได้รับการศึกษาอย่างละเอียดและลึกซึ้งเพิ่มเติมถึงการวัดผลการดำเนินงานโดยการใช้กำไรสุทธิเปรียบเทียบกับกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ ที่อาจส่งผลต่อการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินและการวิเคราะห์ทางการเงินของกิจการได้ นอกจากนี้การศึกษาในระยะยาวอาจเห็นผลของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับความเสี่ยงในการล้มละลาย และความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานก็ได้ โดยเก็บข้อมูลที่จะศึกษาเป็นอนุกรมเวลา เพื่อให้เห็นแนวโน้มของตัวแปรต่าง ๆ ที่จะส่งผลต่อกันได้อย่างชัดเจน และในการวิจัยครั้งนี้ใช้ตัวแปรควบคุมเพียงเฉพาะตัวแปรที่เกี่ยวกับคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ สำหรับการวิจัยในครั้งต่อไปควรมีการทดสอบตัวแปรอิสระเพิ่ม ที่เกี่ยวกับปัจจัยภายนอกกิจการ และอาจเพิ่มตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการอื่น

เอกสารอ้างอิง

- กังสดาล แก้วหานาม, ศิริลักษณ์ ศุทธชัย, และนภาพร ลิขิตวงศ์จร. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทยกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการจัดการ มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์*, 6(1), 44-53.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555*. กรุงเทพฯ: ผู้แต่ง.
- นิพนธ์ เห็นโชคชัยชนะ. (2558). *เอกสารการสอนชุดวิชาการวิจัยทางธุรกิจ การวางแผน และการควบคุมทางการเงิน หน่วยที่ 15 มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช*. นนทบุรี: โรงพิมพ์สุโขทัยธรรมาธิราช.
- พลับพลา เจริญสมบัติอมร. (2558). *การกำกับดูแลกิจการกับการพยากรณ์ภาวะความล้มเหลวทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (การศึกษานิพนธ์การบัญชีมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- วรกมล เกษมทรัพย์. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (การศึกษานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.
- วิจิตรา จำลองราษฎร์ และคณะ. (2560). *โอกาสในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. รายงานสืบเนื่องจากการประชุมวิชาการระดับชาติ “วิทยาการจัดการวิชาการ 2017” หน้า 602-608. วันที่ 27 มกราคม 2560 จ.เชียงใหม่.
- วิจิตรา จำลองราษฎร์. (2558). *รายงานทางการเงินและการวิเคราะห์งบการเงิน*. เอกสารคำสอน, มหาวิทยาลัยราชภัฏพิบูลสงคราม, พิษณุโลก.
- วิจิตรา จำลองราษฎร์ และคณะ. (2557). *ตัวอย่างของความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าของกิจการภายใต้ภาวะความไม่สมมาตรของข้อมูล*. รายงานสืบเนื่องจากการประชุมวิชาการระดับชาติ “วิทยาการจัดการวิชาการ 2014” หน้า 283-291. วันที่ 21-22 มีนาคม 2557 จ.พิษณุโลก.
- สัตยา ตันจันทร์พงศ์. (2558). *การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานผ่านการวางแผนภาษีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. *วารสารสมาคมนักวิจัย*, 20(2), 105-113.
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2560). *CGR 2016 Report*. สืบค้นเมื่อ 1 พฤศจิกายน 2560, จาก [http://www.thai-iod.com/imgUpload/CGR%202016%20Report\(1\).pdf](http://www.thai-iod.com/imgUpload/CGR%202016%20Report(1).pdf)
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2558). *CGR 2014 Report*. สืบค้นเมื่อ 29 กรกฎาคม 2558, จาก <http://www.thai-iod.com/th/publications-detail.asp?id=254>
- สรียา พันธุ์ณรงค์. (2553). *การกำกับดูแลกิจการ: การประยุกต์ใช้เป็นเครื่องมือในการพยากรณ์ความล้มเหลวของกิจการ*. *วารสารวิชาการและวิจัยมทร.พระนคร*, 4(2).

- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). *การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการพัฒนา
กิจการเพื่อความยั่งยืน*. สืบค้นเมื่อ 21 ธันวาคม 2560, จาก
<http://www.cgthailand.org/TH/principles/CG/Pages/cg-concept.aspx>
- เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลและความรับผิดชอบต่อสังคมกับ
ผลกระทบที่มีต่อมูลค่ารวมของกิจการ : กรณีประเทศไทย. *วารสารการจัดการภาครัฐและภาคเอกชน*,
21(2), 150-175.
- อัญชลี พิพัฒน์เสริญ และศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2560). การตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับ
ธรรมาภิบาล คุณภาพกำไร และผู้สอบบัญชี. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 13(40), 22-31.
- อัญญา ชันจวิทย์, ศิลปพร ศรีจันทเพชร และเดือนเพ็ญ จันทศิริศรี. (2552). *การกำกับดูแลเพื่อสร้างมูลค่า
กิจการ*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- อัฐวุฒิ ปังกร. (2556). *ทฤษฎีบรรษัทภิบาล*. สืบค้นเมื่อ 21 ธันวาคม 2560, จาก
<https://thaicg.wordpress.com/tag/stakeholders/>
- Abatecola, G., Caputo, A., Mari, M., & Poggesi, S. (2012). Relations among corporate governance, codes of conduct, and the profitability of public utilities: An empirical study of companies on the Italian Stock Exchange. *International Journal of Management*, 29(2), 611-626.
- Altman, E. I. (1968). "Financial Ratio Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy". *Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Ammann, M., Oesch, D. & Schmid, M. (2011). Corporate governance and firm value: International Evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.
- Barnard, C. I. (1938). *Functions of the executive*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Ben, P. J. (2014). Corporate governance index and firm performance. *Journal of Contemporary Research in Management*, 9(3), 33-44.
- Connelly, J.T., Limpaphayom, P., & Nagarajan, N.J. (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking & Finance*, 36, 1722-1743.
- Darrat, A.F., Gray, S., Park, J.C., & Wu, Y. (2016). Corporate governance and bankruptcy risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(2), 163-202.
- Donaldson, T. & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Epps, R. W. & Cereola, S. J. (2008). Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company operating performance? *Critical Perspectives on Accounting*, 19, 1135-1148.

- Fernandez, M. R. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. *BRQ Business Research quarterly*, 19, 137-151.
- Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business ethics quarterly*, 4(4), 409-421.
- Freeman, R.E., Wicks, A.C. and Parmar, B. (2004). Stakeholder theory and the corporate objective revisited. *Organization Science*, 15(3), 364-369.
- Goel, P. (2016). Impact of corporate governance practices on firm profitability: A study of selected industries in India. *Journal of Finance, Accounting and Management*, 7(2), 53-74.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Maher, M. & Andersson, T. (1999). *Corporate governance: Effects on firm performance and economic growth*. The Tilburg University Law and Economics Conference on “Convergence and diversity in corporate governance regimes and capital markets”, 4-5 November 1999. Eindhoven, the Netherlands.
- Michelon G. & Parbonetti A. (2012). The effects of corporate governance on sustainability Disclosure. *Journal of Management and Governance*, 16(3), 477-509.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Price, R., Román, F.J., & Rountree, B. (2011). The impact of governance reform on performance and transparency. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 76-96.
- Roy, A. (2014). Corporate governance rating and its impact on firm level performance and valuation. *Delhi Business Review*, 15(2), 71-79.
- Sami, H., Wang, J. T. & Zhou, H. (2011). Corporate Governance and Operating Performance of China Listed Firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20, 106-114.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, 43(3), 567-591.