

## ผลกระทบของลักษณะคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อนุวัฒน์ ภัคดี<sup>1\*</sup>

### บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของคุณลักษณะคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยวิเคราะห์ข้อมูลด้วยเทคนิคการวิเคราะห์การถดถอยพหุ ข้อมูลที่ใช้ทั้งหมด 1,180 ตัวอย่าง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 – 2559 สำหรับคุณลักษณะของคณะกรรมการที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วย คณะกรรมการต่างชาติ คณะกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีการเงิน คณะกรรมการเพศหญิง และคณะกรรมการจบการศึกษาระดับ PhD โดยที่ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่ใช้ ได้แก่ ตัววัดผลการดำเนินงานทางการเงิน (Financial performance) วัดค่าด้วย ROA และตัววัดผลการดำเนินงานด้วยมูลค่าตลาด (Market value) วัดค่าด้วย Tobin's Q ผลการวิจัยพบว่า คณะกรรมการต่างชาติ คณะกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีการเงิน และคณะกรรมการเพศหญิงส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในทางตรงกันข้ามพบว่าคณะกรรมการจบการศึกษาระดับ PhD ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในทิศทางลบ ดังนั้น หน่วยงานกำกับดูแล ผู้ถือหุ้น และนักลงทุน ควรพิจารณาถึงคุณลักษณะเฉพาะของคณะกรรมการ ซึ่งอาจทำให้การปฏิบัติงานมีประสิทธิภาพ เพื่อนำไปสู่การสร้างผลการดำเนินงานที่ดีและส่งผลให้เกิดมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทได้อย่างยั่งยืน

**คำสำคัญ :** คุณลักษณะคณะกรรมการ , ผลการดำเนินงาน

---

<sup>1</sup> อาจารย์ประจำหลักสูตรบัญชีบัณฑิต คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏจันทรเกษม

\* ผู้นิพนธ์หลัก อีเมล: anuwat.ph@chandra.ac.th

## THE EFFECT OF BOARD CHARACTERISTICS ON FIRM PERFORMANCE OF THE LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Anuwat Phakdee<sup>1\*</sup>

### Abstract

The purpose of this paper is to investigate the effects of board characteristics on the financial performance of Thai listed firms. Board characteristics studied comprise foreign boards, board expertise, board gender, and board education of PhD. Firm performances are financial performance (ROA) and market value (Tobin's Q). The study employed multiple regression to test the effect of board characteristics on firm performance using 1,180 firm-year observations from listed Thai firms over 2014 - 2016. The results show that foreign boards, board expertise, and board gender are positively associated with firm performance while a board education of PhD is negatively associated with firm performance. However, Governors and investors should consider the effects of board characteristics in order to support decision-making about the effectiveness of board characteristics.

**Keywords :** Board Characteristics , Firm Performance

---

<sup>1</sup>Department of accountancy, Faculty of management Science, Chandrakasem Rajabhat University

\*Corresponding author, e-mail: [alisa.p@chandra.ac.th](mailto:alisa.p@chandra.ac.th)

## บทนำ

การดำเนินธุรกิจในปัจจุบันของบริษัทจดทะเบียนหากต้องการเติบโตและดำเนินงานอยู่ได้อย่างยั่งยืนได้นั้น ผู้มีส่วนได้เสียหรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องต้องคำนึงถึงผลกระทบต่างๆ ซึ่งมีไม่เพียงแต่พิจารณาแต่ผลการดำเนินงานจากผลกำไรของกิจการหรือผลประโยชน์เฉพาะกลุ่มบุคคล ซึ่งการพิจารณาจากตัวชี้วัดผลการดำเนินงานเพียงอย่างเดียวอาจไม่สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริง เนื่องจากฝ่ายบริหารอาจตกแต่งตัวเลขทางบัญชีเพื่อให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นไปตามที่ผู้ใช้ข้อมูลคาดหวัง ส่งผลให้กลุ่มผู้มีส่วนได้เสียตัดสินใจผิดพลาดได้ นอกจากนี้ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ยังได้อธิบายถึงความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายบริหาร โดยความขัดแย้งดังกล่าวส่งผลให้ผู้บริหารไม่สามารถดำเนินงานให้บรรลุวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นได้ ดังนั้นกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียต่างๆ และหน่วยงานกำกับดูแลจึงให้ความสนใจกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance: CG) หรือ บรรษัทภิบาล ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อธิบายความหมายของ CG ว่าเป็นระบบที่จัดให้มีโครงสร้างการบริหารงานและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันในอุตสาหกรรม เพื่อนำไปสู่การเจริญเติบโต (Growth) และการเพิ่มมูลค่า (Value added) ให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาวและยั่งยืน รวมทั้งต้องคำนึงถึงกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียต่างๆ อย่างไรก็ตาม CG เป็นเพียงหลักการที่กิจการต้องนำไปปรับใช้ให้เหมาะสมกับลักษณะการดำเนินธุรกิจ โดยโครงสร้างที่สำคัญในการทำหน้าที่กำกับ ติดตาม การทำงานของฝ่ายบริหาร คือ คณะกรรมการบริษัท ซึ่งถือว่าเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการกำกับติดตามการปฏิบัติหน้าที่และลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของทั้ง 2 ฝ่ายได้ นอกจากนี้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ยังต้องระดมเงินทุนจากกลุ่มนักลงทุนและสาธารณชน โดยที่กลุ่มดังกล่าวไม่สามารถเข้าไปมีส่วนร่วมบริหารจัดการภายในบริษัทได้อย่างใกล้ชิด จึงต้องแต่งตั้งกลุ่มบุคคลที่ไว้วางใจให้เป็นคณะกรรมการเพื่อเข้าไปควบคุมและกำกับดูแลผู้บริหารการดำเนินงานในบริษัทแทนตนเอง อย่างไรก็ตามเพื่อให้เกิดความเชื่อมั่นในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ คณะกรรมาธิการจึงต้องปฏิบัติหน้าที่เพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัทและของผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่ โดยไม่ใช้ตำแหน่งของตนในการหาประโยชน์หรือฉวยโอกาสจากบริษัท นอกจากนี้ยังต้องกำกับ ติดตาม และดูแลฝ่ายจัดการให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพและบรรลุเป้าหมาย เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับเงินลงทุน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

จากเหตุผลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการเป็นการส่งเสริมให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีและสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้นและนักลงทุน ซึ่งมีงานวิจัยในอดีตได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของลักษณะคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของกิจการ พบว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการต่างชาติสร้างความได้เปรียบในการปฏิบัติหน้าที่ เนื่องจากคณะกรรมการดังกล่าวมีความรู้ความเชี่ยวชาญในบริบทที่แตกต่างจากคณะกรรมการในประเทศ นอกจากนี้คณะกรรมการต่างชาติยังถูกมองว่ามีความเป็นอิสระ และสามารถนำความรู้ความเชี่ยวชาญที่หลากหลายมาใช้ในการปฏิบัติหน้าที่ที่คณะกรรมการได้ รวมทั้งประเด็นดังกล่าวกำลังถูกให้ความสนใจในต่างประเทศ รวมทั้งการมีคณะกรรมการต่างชาติในบริษัทนั้นเป็นไปตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource dependency theory) (Marimuthu and Kolandaisamy, 2009; Sridharan and Marsinko, 1997; Chen et al., 2008) นอกจากนี้ยังได้อธิบายถึงข้อดีของคณะกรรมการต่างชาติในเรื่องของการมีคุณสมบัติที่เพียงพอในการปฏิบัติหน้าที่ กล่าวคือ อาจมีความรู้ความสามารถในอุตสาหกรรมอย่างรอบด้าน รวมทั้งความแตกต่างของความรู้ของกรรมการแต่ในแต่ละคน โดยกรรมการต่างชาติสามารถที่จะปฏิบัติหน้าที่ให้มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นด้วยความเชี่ยวชาญที่หลากหลาย ซึ่งกรรมการในประเทศอาจมีไม่เพียงพอ (Chen et al., 2008) นอกจากนี้คณะกรรมการต่างชาติสามารถช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนต่างชาติ

โดยอธิบายว่าเป็นการจัดการอย่างมีอาชีพเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด (Oxelheim and Randoy, 2003) และงานวิจัยของ Augustine Ujunwa. (2012) พบว่าจำนวนคณะกรรมการต่างชาติหรือสัญชาติอื่น ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ นอกจากนี้สิ่งสำคัญอีกประการหนึ่ง คือ ความเชี่ยวชาญหรือความรู้ความสามารถทางบัญชีการเงิน เนื่องจากคณะกรรมการจำเป็นต้องนำสิ่งดังกล่าวมาใช้สำหรับธุรกิจที่ซับซ้อนหรือการพิจารณาแหล่งเงินทุน เป็นต้น โดยงานวิจัยของ VanNess, et al (2010) อธิบายว่ากิจการที่มีความซับซ้อนของกิจกรรมของธุรกิจ จำเป็นต้องอาศัยประสบการณ์และความเป็นมืออาชีพของคณะกรรมการ และงานวิจัยของ S. K. Johl et al. (2015) พบว่าประสบการณ์ของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท นอกจากนี้งานวิจัยของ Bill Francis et al. (2012) พบว่าคณะกรรมการภายนอกที่มีความเชี่ยวชาญด้านการเงินมีความสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการ สำหรับการถ่วงดุลในการปฏิบัติหน้าที่ ซึ่งการมีคณะกรรมการเพศหญิงส่งผลให้การปฏิบัติหน้าที่มีความละเอียดรอบคอบ และตัดสินใจได้ดียิ่งขึ้น โดยงานวิจัยของ Ryan and Haslam (2005) พบว่าคณะกรรมการเพศหญิงเป็นการสร้างความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้นว่าจะสามารถทำให้กิจการประสบความสำเร็จได้ โดยงานวิจัยของ Augustine Duru et al. (2016) พบว่า สัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน นอกจากนี้ทักษะความคิดความเข้าใจและความสามารถในการวิเคราะห์ธุรกิจ ถือว่ามีความจำเป็นอย่างยิ่งต่อการสร้างมูลค่าให้กับกิจการ โดยตามที่ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร คณะกรรมการจึงถือว่าเป็นทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ ดังนั้นคุณสมบัติด้านระดับการศึกษาที่สูงนั้น เป็นองค์ประกอบที่สำคัญที่คณะกรรมการควรมี ซึ่ง Carpenter and Westphal. (2001) ได้ อธิบายเพิ่มเติมว่าคุณสมบัติด้านการศึกษา เช่น การศึกษาระดับ PhD ของคณะกรรมการจะสามารถนำมาประยุกต์ใช้สำหรับการปฏิบัติงานในการวิเคราะห์เชิงลึก หรือการวางแผนทางธุรกิจ รวมทั้งมีความระมัดระวังอย่างละเอียดรอบคอบ จึงแสดงให้เห็นว่าลักษณะดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งในหน้าที่การกำกับดูแลกิจการ (Carpenter and Westphal. 2001) นอกจากนี้งานวิจัยของ Augustine Ujunwa. (2012) พบว่าคณะกรรมการที่จบการศึกษาระดับ PhD ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

จากลักษณะของคณะกรรมการที่ได้อธิบายไว้ข้างต้นแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ ซึ่งต้องมีลักษณะเฉพาะ เช่น ความหลากหลายเชื้อชาติ เพศ ความรู้ความสามารถ และระดับการศึกษาในการสร้างผลการดำเนินงานที่ดีให้กับบริษัท ดังนั้นงานวิจัยครั้งนี้จึงสนใจศึกษาผลกระทบของลักษณะคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งในอนาคตบริษัทต่างๆ ต้องมีโครงสร้างของคณะกรรมการใหม่ที่มีองค์ประกอบของคณะกรรมการที่มีพลังและความสามารถในการขับเคลื่อนธุรกิจให้เติบโตอย่างยั่งยืน โดยมีมูลค่าเพิ่มตามความคาดหวังของผู้ลงทุน การที่กิจการมีคณะกรรมการที่มีความสามารถ มีความเป็นผู้นำ เป็นอิสระ มีความมุ่งมั่นอย่างแรงกล้า และสนใจวิธีการที่จะกำกับดูแลในการบริหารบริษัทให้ประสบความสำเร็จ โดยไม่ต้องพึ่งพาอาศัยแรงสนับสนุนจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้บริหารและกรรมการที่เป็นบุคคลภายใน (ยุทธ วรรณธรร. 2557) จึงทำให้เกิดความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนและตลาดหุ้นต่อไป

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาผลกระทบของลักษณะคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะเฉพาะของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 458 บริษัท ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูกิจการ และบริษัทกลุ่มกองทุนและธุรกิจขนาดกลาง (MAI) เนื่องจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับของหน่วยงานเฉพาะที่เกี่ยวข้องและมีหลักเกณฑ์อื่นๆ และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย จึงเหลือข้อมูลตัวอย่าง (Observations) ที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 1,180 ปี-บริษัท (Firm years) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 – 2559 รวม 3 ปี โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี แบบแสดงรายการ 56-1 และงบการเงินประจำปี ซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ด้วยแบบบันทึกข้อมูล สำหรับการวิจัยครั้งนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์การถดถอยพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบผลกระทบของตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตาม นอกจากนี้การวิจัยครั้งนี้ใช้ตัววัดผลการดำเนินงานทางการเงิน (Financial performance) ซึ่งวัดค่าด้วย ROA และตัววัดผลการดำเนินงานด้วยมูลค่าตลาด (Market value) ซึ่งวัดค่าด้วย Tobin's Q โดยแบ่งเป็นตัวแบบการวิจัย 2 ตัวแบบ (Model) ดังนี้

### ตัวแบบที่ 1

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 BFOR + \alpha_2 BEXP + \alpha_3 BGEN + \alpha_4 BEDU + \alpha_5 DE + \alpha_6 SIZE + \alpha_7 CFO + \epsilon$$

### ตัวแบบที่ 2

$$Tobin's Q = \alpha_0 + \alpha_1 BFOR + \alpha_2 BEXP + \alpha_3 BGEN + \alpha_4 BEDU + \alpha_5 DE + \alpha_6 SIZE + \alpha_7 CFO + \epsilon$$

### โดยที่

|            |   |   |
|------------|---|---|
| ROA        | = | ผลการดำเนินงานทางการเงิน วัดด้วยค่า ROA             |
| Tobin's Q  | = | ผลการดำเนินงานมูลค่าตลาด วัดด้วยค่า Tobin's Q       |
| BFOR       | = | สัดส่วนคณะกรรมการต่างชาติ                           |
| BEXP       | = | สัดส่วนคณะกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีการเงิน |
| BGEN       | = | สัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง                            |
| BEDU       | = | สัดส่วนคณะกรรมการจบการศึกษาระดับ PhD                |
| DE         | = | อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น                |
| SIZE       | = | ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม                         |
| CFO        | = | กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม  |
| $\epsilon$ | = | ค่าความคลาดเคลื่อน                                  |

## ผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิด้วยแบบบันทึกข้อมูล พบว่ามีข้อมูลตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2557 – 2559 จำนวน 1,180 ปี-บริษัท ซึ่งต้องนำข้อมูลตัวอย่างดังกล่าวไปพิจารณาค่าสถิติพื้นฐาน (Descriptive statistics) เพื่อตรวจสอบ ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน แล้วจึงนำไปวิเคราะห์ผลกระทบด้วยเทคนิคการวิเคราะห์การถดถอยพหุ (Multiple regression) ต่อไป โดยข้อมูลพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยแสดงดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ข้อมูลพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

| ตัวแปรวิจัย | จำนวนข้อมูล | Minimum | Maximum | Mean  | Std. Deviation |
|-------------|-------------|---------|---------|-------|----------------|
| ROA*        | 1180        | -0.313  | 1.034   | 0.071 | 0.105          |
| Tobin's Q*  | 1180        | 0.021   | 19.129  | 2.444 | 2.783          |
| BFOR        | 1180        | 0.000   | 0.900   | 0.083 | 0.170          |
| BEXP        | 1180        | 0.000   | 0.667   | 0.213 | 0.143          |
| BGEN        | 1180        | 0.000   | 0.667   | 0.193 | 0.148          |
| BEDU        | 1180        | 0.000   | 0.625   | 0.112 | 0.116          |
| DE          | 1180        | -16.864 | 17.844  | 0.915 | 1.430          |
| SIZE        | 1180        | 7.907   | 12.349  | 9.720 | 0.625          |
| CFO         | 1180        | -0.444  | 1.039   | 0.066 | 0.115          |

หมายเหตุ: ตัวแปรตาม\*

ตารางที่ 1 ข้อมูลทั่วไปที่ใช้ในการวิจัยของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามเพื่อตรวจสอบค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ในระดับยอมรับได้ จึงต้องไปวิเคราะห์ Correlation matrix และค่าสถิติอื่นๆ เพื่อทดสอบปัญหา Multicollinearity ของตัวแปรต่อไป

ตารางที่ 2 Correlation matrix

| ตัวแปรวิจัย | ROA*    | Tobin's Q* | BFOR    | BEXP    | BGEN    | BEDU   | DE      | SIZE  | CFO |
|-------------|---------|------------|---------|---------|---------|--------|---------|-------|-----|
| ROA*        | 1       |            |         |         |         |        |         |       |     |
| Tobin's Q*  | .267**  | 1          |         |         |         |        |         |       |     |
| BFOR        | 0.014   | .123**     | 1       |         |         |        |         |       |     |
| BEXP        | .069*   | .077**     | -.111** | 1       |         |        |         |       |     |
| BGEN        | 0.044   | .060*      | -.190** | .185**  | 1       |        |         |       |     |
| BEDU        | 0.002   | -.091**    | -.086** | -.095** | -.095** | 1      |         |       |     |
| DE          | -.085** | -.078**    | -0.012  | .085**  | -.113** | 0.014  | 1       |       |     |
| SIZE        | .083**  | -.059*     | .158**  | -0.036  | -.226** | .146** | .307**  | 1     |     |
| CFO         | .591**  | .189**     | .087**  | 0.044   | -0.019  | 0.007  | -.090** | 0.033 | 1   |

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

เมื่อพิจารณาผลการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรจากค่าสถิติ Pearson Correlation ตามที่แสดงไว้ในตารางที่ 2 และตรวจสอบควบคุมกับค่าสถิติ Tolerance และค่า VIF ในตารางที่ 3 และ 4 พบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวที่ใช้ในการวิเคราะห์การถดถอยพหุไม่มีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูงจนทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity แฝงอยู่ในตัวแบบสมการ ซึ่งปัญหาดังกล่าวส่งผลให้การตีความผลการวิจัยอาจไม่ถูกต้องและ

ความน่าเชื่อถือลดน้อยลง นอกจากนั้นเมื่อพิจารณาจากค่าสถิติ Durbin-Watson ถือว่ามีค่าคลาดเคลื่อนที่เป็นอิสระต่อกัน สำหรับผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุ ของตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 แสดงดังตารางที่ 3 และ 4 ตามลำดับ

**ตารางที่ 3** ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุ ตัวแบบที่ 1 ค่า ROA (ตัววัดผลการดำเนินงานทางการเงิน)

| ตัวแปรอิสระ       | Coefficients | t-statistic | Sig.     | Tolerance | VIF   |
|-------------------|--------------|-------------|----------|-----------|-------|
| (Constant)        |              | -3.413      | 0.001    |           |       |
| BFOR              | -0.040       | -1.655      | 0.098*   | 0.917     | 1.090 |
| BEXP              | 0.036        | 1.507       | 0.132    | 0.937     | 1.067 |
| BGEN              | 0.056        | 2.277       | 0.023**  | 0.889     | 1.125 |
| BEDU              | -0.011       | -0.459      | 0.646    | 0.95      | 1.052 |
| DE                | -0.062       | -2.488      | 0.013**  | 0.878     | 1.139 |
| SIZE              | 0.105        | 4.114       | 0.000*** | 0.832     | 1.203 |
| CFO               | 0.585        | 24.842      | 0.000*** | 0.978     | 1.023 |
| Sig. F            | 0.000        |             |          |           |       |
| F Change          | 95.949       |             |          |           |       |
| R                 | 0.604        |             |          |           |       |
| R Square          | 0.364        |             |          |           |       |
| Adjusted R Square | 0.361        |             |          |           |       |
| Durbin-Watson     | 2.028        |             |          |           |       |

หมายเหตุ: ระดับนัยสำคัญ 0.10\*, 0.05\*\*, 0.01\*\*\*

จากตารางที่ 3 ผลการทดสอบพบว่าตัวแบบการวิจัยโดยรวมมีค่า F change = 95.949 (Sig.F= 0.000) และพบนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตัวแบบในการทำนายผลกระทบของคุณลักษณะของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตัวแบบที่เหมาะสมและมีตัวแปรในตัวแบบอย่างน้อยหนึ่งตัวที่สามารถทำนายผลการดำเนินงานของบริษัทได้ โดยที่ตัวแปรอิสระในตัวแบบที่พบนัยสำคัญสามารถร่วมกันอธิบายผลการดำเนินงานที่วัดค่าด้วย ROA ได้ 36.40%

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพบตัวแปรอิสระที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของตัวแบบที่ 1 วัดค่าผลการดำเนินงานด้วยค่า ROA ซึ่งเป็นตัวชี้วัดทางการเงิน พบว่าสัดส่วนคณะกรรมการต่างชาติ (BFOR) มีค่า t-statistic = -1.655 (Sig. = 0.098) และพบนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยมีค่าเท่ากับ -0.040 ซึ่งแสดงว่าเมื่อตัวแปรอื่นๆ ในสมการคงที่ และถ้าสัดส่วนคณะกรรมการต่างชาติเพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วยจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมีอัตราลดลง -0.040 สำหรับสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง (BGEN) มีค่า t-statistic = 2.277 (Sig. = 0.023) และพบนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.056 ซึ่งแสดงว่าเมื่อตัวแปรอื่นๆ ในสมการคงที่ และถ้าสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิงเพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วยจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมีอัตราเพิ่มขึ้น 0.056 อย่างไรก็ตามการวิจัยครั้งนี้ไม่พบผลกระทบของสัดส่วนคณะกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีการเงิน (BEXP) และสัดส่วนคณะกรรมการจบการศึกษาระดับ PhD (BEDU) ต่อผลการดำเนินงานที่วัดค่าด้วย ROA ส่วนตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน โดยที่

ขนาดกิจการ (SIZE) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) ส่งผลกระทบต่อผลกำไรดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ และในทางตรงกันข้ามพบว่าอัตราหนี้สิน (DE) ส่งผลกระทบต่อผลกำไรดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ

**ตารางที่ 4** ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุ ตัวแบบที่ 2 ค่า Tobin's Q (ตัววัดผลการดำเนินงานด้วยมูลค่าตลาด)

| ตัวแปรอิสระ       | Coefficients | t-statistic | Sig.     | Tolerance | VIF   |
|-------------------|--------------|-------------|----------|-----------|-------|
| (Constant)        |              | 2.841       | 0.005    |           |       |
| BFOR              | 0.128        | 4.337       | 0.000*** | 0.917     | 1.090 |
| BEXP              | 0.070        | 2.403       | 0.016**  | 0.937     | 1.067 |
| BGEN              | 0.053        | 1.772       | 0.077*   | 0.889     | 1.125 |
| BEDU              | -0.062       | -2.144      | 0.032*   | 0.95      | 1.052 |
| DE                | -0.046       | -1.513      | 0.130    | 0.878     | 1.139 |
| SIZE              | -0.047       | -1.525      | 0.127    | 0.832     | 1.203 |
| CFO               | 0.174        | 6.092       | 0.000*** | 0.978     | 1.023 |
| Sig. F            | 0.000        |             |          |           |       |
| F Change          | 12.425       |             |          |           |       |
| R                 | 0.263        |             |          |           |       |
| R Square          | 0.069        |             |          |           |       |
| Adjusted R Square | 0.064        |             |          |           |       |
| Durbin-Watson     | 1.858        |             |          |           |       |

หมายเหตุ: ระดับนัยสำคัญ 0.10\*, 0.05\*\*, 0.01\*\*\*

จากตารางที่ 4 ผลการทดสอบพบว่าตัวแบบการวิจัยโดยรวมมีค่า F change = 12.425 (Sig.F= 0.000) และพบนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตัวแบบในการทำนายผลกระทบของคุณลักษณะของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตัวแบบที่เหมาะสมและมีตัวแปรในตัวแบบอย่างน้อยหนึ่งตัวที่สามารถทำนายผลการดำเนินงานของบริษัทได้ โดยที่ตัวแปรอิสระในตัวแบบที่พบนัยสำคัญสามารถร่วมกันอธิบายผลการดำเนินงานที่วัดค่าด้วย Tobin's Q ได้ 6.9%

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุตัวแปรอิสระที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของตัวแบบที่ 2 วัดค่าผลการดำเนินงานด้วยค่า Tobin's Q ซึ่งเป็นตัวชี้วัดมูลค่าตลาด (Market Value) พบว่า สัดส่วนคณะกรรมการต่างชาติ (BFOR) มีค่า t-statistic = 4.337 (Sig. = 0.000) และพบนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.128 ซึ่งแสดงว่าเมื่อตัวแปรอื่นๆ ในสมการคงที่ และถ้าสัดส่วนคณะกรรมการต่างชาติเพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วยจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมีอัตราเพิ่มขึ้น 0.128 รวมทั้งสัดส่วนคณะกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีการเงิน (BEXP) มีค่า t-statistic = 2.403 (Sig. = 0.016) และพบนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.070 ซึ่งแสดงว่าเมื่อตัวแปรอื่นๆ ในสมการคงที่ และถ้าสัดส่วนคณะกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีการเงินเพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วยจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมีอัตราเพิ่มขึ้น 0.070 นอกจากนั้นสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง (BGEN) มีค่า t-



statistic = 1.772 (Sig. = 0.077) และพบนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.053 ซึ่งแสดงว่าเมื่อตัวแปรอื่นๆ ในสมการคงที่ และถ้าสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิงเพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วยจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมีอัตราเพิ่มขึ้น 0.053 และตัวแบบดังกล่าวยังพบว่าสัดส่วนคณะกรรมการจบการศึกษา ระดับ PhD (BEDU) มีค่า t-statistic = -2.144 (Sig. = 0.032) และพบนัยสำคัญทางสถิติ โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยมีค่าเท่ากับ -0.062 ซึ่งแสดงว่าเมื่อตัวแปรอื่นๆ ในสมการคงที่ และถ้าสัดส่วนคณะกรรมการจบการศึกษาระดับ PhD เพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วยจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมีอัตราลดลง 0.062 นอกจากนี้ ตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้พบว่าจากการดำเนินงาน (CFO) มีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ แต่ไม่พบผลกระทบของขนาดกิจการ (SIZE) และอัตราหนี้สิน (DE) ต่อผลการดำเนินงาน

### สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้พบว่าสัดส่วนคณะกรรมการต่างชาติส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานที่วัดด้วยค่า Tobin's Q ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีสัดส่วนคณะกรรมการต่างชาติสูงขึ้น ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทสูงขึ้นด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Augustine Ujunwa. (2012) พบว่าคณะกรรมการต่างชาติส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งอาจเกิดจากความได้เปรียบจากองค์ความรู้ (Knowledge) ที่หลากหลายจากกรรมการต่างประเทศ โดยคณะกรรมการดังกล่าวสามารถนำความรู้ความเชี่ยวชาญที่หลากหลายมาประยุกต์ใช้ในการปฏิบัติหน้าที่อย่างเหมาะสมและตรงสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจในประเทศไทย และเป็นไปตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource dependency theory) ซึ่งสามารถนำมาใช้ในการกำกับติดตามการทำงานของฝ่ายบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ

นอกจากนั้นในการวิจัยครั้งนี้ยังพบว่าสัดส่วนคณะกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีการเงิน (BEXP) ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ถ้ามีสัดส่วนคณะกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีการเงินเพิ่มขึ้นส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ S. K. Johl et al. (2015) พบว่าประสบการณ์ของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท และงานวิจัยของ Bill Francis et al. (2012) พบว่าคณะกรรมการภายนอกที่มีความเชี่ยวชาญด้านการเงินมีความสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยเหตุผลที่จำเป็นของความเชี่ยวชาญดังกล่าว ถือว่ามีความจำเป็นต่อบริษัทเนื่องจากความซับซ้อนของการดำเนินธุรกิจ คณะกรรมการต้องมีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญ ในการกำกับติดตามเพื่อให้บริษัทบรรลุวัตถุประสงค์ ไม่ว่าจะเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มหรือผลกำไรจากการดำเนินงาน ดังนั้น คณะกรรมการควรมีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีและการเงิน เพื่อนำไปปฏิบัติหน้าที่ในการกำกับติดตาม การปฏิบัติงานของผู้บริหาร เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพในการดำเนินงานและสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นได้ นอกจากนี้ผลการวิจัยพบว่าสัดส่วนคณะกรรมการเพศหญิง (BGEN) ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในทิศทางเดียวกัน สอดคล้องกับ Vincent O. et al. (2015) และ Augustine Duru et al. (2016) พบว่าความหลากหลายทางเพศ ซึ่งวัดค่าจากส่วนคณะกรรมการเพศหญิง มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน อาจกล่าวได้ว่าการมีคณะกรรมการเพศหญิงส่งผลให้มีความละเอียดรอบคอบในการตัดสินใจอย่างระมัดระวัง และยังสามารถนำทักษะที่โดดเด่น ในเรื่องความรู้และความสามารถในการทำงานของตนมาใช้ในการปฏิบัติหน้าที่ได้ โดยคณะกรรมการเพศหญิงให้ความสนใจในการควบคุมเป็นพิเศษ รวมทั้งการให้คำปรึกษาต่างๆ สำหรับวัฒนธรรมในประเทศไทยไม่ได้จำกัดเรื่องเพศส่งผลให้เพศหญิงมีโอกาสนำเพศชาย จึงทำให้คณะกรรมการปฏิบัติหน้าที่อย่างเต็มความสามารถในการกำกับ ติดตาม การบริหารงานของฝ่ายบริหาร นอกจากนี้คณะกรรมการบริษัทในอดีตมีเฉพาะเพศชาย และเมื่อมีคณะกรรมการเพศหญิงรวมอยู่จึงเป็นการนำไปสู่ความหลากหลายทางเพศ และอาจยอมรับได้ว่าการมี

คณะกรรมการพิเศษจึงรวมอยู่ส่งผลให้มีอิสระมากขึ้น ซึ่งกลุ่มคณะกรรมการพิเศษนี้ไม่เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มคณะกรรมการพิเศษ (Carter et al. 2003) ดังนั้น บริษัทควรเปิดโอกาสให้กับคณะกรรมการพิเศษและส่งเสริมให้มีความหลากหลายทางเพศในคณะกรรมการเพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

อย่างไรก็ตามงานวิจัยครั้งนี้พบว่าสัดส่วนคณะกรรมการจบการศึกษาระดับ PhD (BEDU) ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งสอดคล้องกับ Hanoku Bathula. (2008) ได้ศึกษาถึงคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทในประเทศนิวซีแลนด์ พบว่าการศึกษาในระดับปริญญาเอกมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน เหตุผลหนึ่งอาจเป็นเพราะว่าสัดส่วนคณะกรรมการที่จบการศึกษาระดับปริญญาเอกอาจมีสาขาที่หลากหลาย ซึ่งคณะกรรมการอาจไม่สามารถนำความรู้ดังกล่าวมาประยุกต์ใช้ในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการได้ นอกจากนี้ตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร คณะกรรมการถือว่าเป็นทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ ดังนั้นคุณสมบัติด้านการศึกษาในระดับที่สูงขึ้น จึงเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ ถึงแม้ว่าการวิจัยครั้งนี้ไม่พบผลกระทบดังกล่าว แต่ยังมีงานวิจัยในอดีตของ Augustine Ujunwa (2012) ได้พบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการศึกษาระดับ PhD ของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศไนจีเรีย สอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Salim Darmadi (2011) พบว่าระดับการศึกษามีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดด้วยค่า ROA ดังนั้น คณะกรรมการที่มีการศึกษาในระดับ PhD อาจเป็นปัจจัยที่สำคัญในการปฏิบัติงาน ซึ่งจะนำไปสู่กระบวนการตัดสินใจอย่างมีประสิทธิภาพต่อบริษัท โดยการศึกษาในระดับ PhD นั้นได้เพิ่มทักษะต่างๆ ในการตรวจสอบเชิงลึก และมีความรอบรู้ในการวิเคราะห์ประเด็นปัญหาได้อย่างชัดเจน จึงทำให้การตัดสินใจมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ส่งผลให้เป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัทได้ในระยะยาว

### ข้อเสนอแนะ

หน่วยงานกำกับดูแล คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุน และผู้ถือหุ้นของบริษัท ควรพิจารณาถึงลักษณะเฉพาะของคณะกรรมการไม่ว่าจะเป็นเพศ การศึกษา และความเชี่ยวชาญของคณะกรรมการ รวมทั้งการมีคณะกรรมการชาวต่างชาติ เนื่องจากคุณลักษณะดังกล่าวส่งเสริมให้คณะกรรมการปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการได้เมื่อพิจารณาจากตัวชี้วัดในการวิจัย รวมทั้งนักลงทุนสามารถนำประเด็นดังกล่าวไปพิจารณาเพิ่มเติมเพื่อสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนต่างๆ และเพื่อให้มั่นใจว่าเงินลงทุนของตนในบริษัทได้ถูกนำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพเนื่องจากกลไกการกำกับดูแลภายในบริษัท โดยคณะกรรมการกำกับ ติดตาม ที่มีประสิทธิภาพ สำหรับการวิจัยครั้งต่อไปอาจศึกษาถึงระดับการการศึกษาในแต่ละระดับและสาขาที่ศึกษา และเปลี่ยนตัวชี้วัดผลการดำเนินงานอื่นเพื่อเปรียบเทียบกับผลการวิจัยครั้งนี้

### กิตติกรรมประกาศ

ผลการวิจัยครั้งนี้สำเร็จลุล่วงได้ เนื่องจากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย ที่คอยให้ความช่วยเหลือ คำแนะนำและแนวคิดในการวิจัยขอกราบขอบพระคุณอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้ และขอขอบคุณมหาวิทยาลัยราชภัฏจันทรเกษมที่สนับสนุนเงินอุดหนุนการวิจัยครั้งนี้

## เอกสารอ้างอิง

- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.). (2560). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560. <http://www.cgthailand.org>.
- ยุทธ วรรณดิตรธาร. (2557). หลากหลายเพศในคณะกรรมการ. CG CORNER. <http://www.set.or.th>
- \_\_\_\_\_. (2557). คณะกรรมการในทศวรรษที่ 2020. CG CORNER. <http://www.set.or.th>.
- Augustine Duru, Raghavan J. Iyengar and Ernest M. Zampelli. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research* 69 (2016) 4269–4277.
- Augustine Ujunwa. (2012). Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Volume. 12 Iss 5 pp. 656 – 674.
- Bill Francis, Iftexhar Hasan, Qiang Wu a. (2012). Do corporate boards affect firm performance? New evidence from the financial crisis. *Bank of Finland Research Discussion Papers* 11 2012.
- Carpenter, M.A. and Westphal, J.D. (2001). The strategic context of external network ties: examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management*, Volume. 44 No. 4, pp. 639-60.
- Carter, D.A., Simkins, B.J. and Simpson, W.G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, Volume. 38 No. 1, pp. 33-53.
- Chen, W.C., Lin, B.J. and Yi, B. (2008). CEO duality and firm performance – an endogenous issue. *Corporate Ownership and Control*, Volume. 6 No. 1, pp. 58-65.
- Hanoku Bathula. (2008). Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from New Zealand. Unpublished doctoral dissertation, Auckland University, Evidence.
- Marimuthu, M. and Kolandaisamy, I. (2009). Can demographic diversity top management team contribute for greater financial performance? An empirical discussion. *Journal of International Social Research*, Volume. 2 No. 8, pp. 274-86.
- Oxelheim, L.H. and Randoy, T. (2003). The impact of foreign membership on firm value. *Journal of Banking and Finance*, Volume. 27 No. 12, pp. 615-31.
- Oxelheim, L.H. and Randoy, T. (2003). The impact of foreign membership on firm value. *Journal of Banking and Finance*, Volume. 27 No. 12, pp. 615-31.
- Ryan, M.K. and Haslam, A. (2005). The glass cliff: evidence that women are over represented in precarious leadership positions. available at [www.uts.edu.au/oth/wexdev/pdfs/ryan\\_haslan.pdf](http://www.uts.edu.au/oth/wexdev/pdfs/ryan_haslan.pdf).
- S. K. Johl, S. Kaur and Barry J. Cooper. (2015). Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Malaysian Public Listed Firms. *Journal of Economics, Business and Management*, Volume. 3, No. 2, February 2015.
- Salim Darmadi. (2011). Board Members' Education and Firm Performance: Evidence from a Developing Economy. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1904762>.

- Sridharan, V.U. and Marsinko, A. (1997). CEO duality in the paper and forest products industry. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Volume. 10 No. 1, pp. 59-65.
- Vincent O. Ongore, Peter O. K'Obonyo, Martin Ogutu, Eric M. Bosire. (2015). Board Composition and Financial Performance: Empirical Analysis of Companies Listed at the Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*. Volume. 5. [www.econjournals.com](http://www.econjournals.com).