

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ
บรรษัทภิบาลที่ดี โดยความสนใจของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุป
ผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบ ข้อเสนอแนะ และข้อจำกัด ดังรายละเอียดต่อไปนี้

5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาเรื่อง การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่เข้าร่วมและ
ไม่เข้าร่วมโครงการบรรษัทภิบาลที่ดี โดยความสนใจนี้ เก็บข้อมูลจากระบบ SETSMART
ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2550 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 204 ตัวอย่าง จากกลุ่ม
บริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการบริษัทจัดทำคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ
เป็นรายไตรมาส (Management Discussion and Analysis: MD&A หรือ MD&A รายไตรมาส) โดย
การคัดเลือกกลุ่มบริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการด้วยวิธีการจับคู่จากขนาดของสินทรัพย์รวมให้มีความ
แตกต่างกันไม่เกินร้อยละ 30 กับกลุ่มบริษัทที่เข้าร่วมโครงการซึ่งอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน

การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ
MD&A รายไตรมาส ใช้การทดสอบการแจกแจงที่ (Paired-Sample T-Test) และการทดสอบ
วิลคอกสัน (The Wilcoxon Signed Rank Test) เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานของ
ตัวอย่างทั้ง 2 กลุ่ม พบว่า ค่าเฉลี่ย $ROA_{i,t}$ และ $ROE_{i,t}$ บริษัทที่เข้าร่วมและบริษัทไม่เข้าร่วมโครงการ
มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทที่เข้าร่วมโครงการมีผลการดำเนินงานสูงกว่าบริษัท
ที่ไม่เข้าร่วมโครงการ

สำหรับการศึกษาเปรียบเทียบปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่เข้าร่วมและ
ไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส ได้ใช้ตัวแปรอิสระที่พัฒนามาจากหลักการกำกับดูแล
กิจการที่ดีทั้ง 5 หมวด คือ การรวบรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการใน
คนเดียวกัน ($DUAL_{i,t}$) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 รายแรกของหุ้นที่ออกและชำระแล้ว
($TOP5_{i,t}$) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ($DER_{i,t}$) สัดส่วนกรรมการอิสระใน
คณะกรรมการบริหารของบริษัท ($NX_{i,t}$) ประเภทของสำนักงานสอบบัญชี ($AUD_{i,t}$) และ

ตัวแปรควบคุมคือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ปีก่อน ($ROA_{i,t-1}$) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นปีก่อน ($ROE_{i,t-1}$) ขนาดกิจการ ($SIZE_{i,t}$) และอายุกิจการ ($AGE_{i,t}$) สำหรับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ($ROA_{i,t}$) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ($ROE_{i,t}$) กำหนดให้เป็นตัวแปรตามแทนผลการดำเนินงานของกิจการ สามารถสรุปผลการศึกษาได้ในตารางที่ 5-1 ดังนี้

ตารางที่ 5-1 สรุปผลการศึกษาเปรียบเทียบปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงาน

| ตัวแปรตาม | ตัวแปร | สมมติฐาน | เข้าร่วม | ไม่เข้าร่วม |
|--------------------|----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | | | โครงการสัมพันธ์ | โครงการสัมพันธ์ |
| ROA _{i,t} | DUAL _{i,t} | สัมพันธ์เชิงลบ | ลบ* | ลบ |
| | TOP5 _{i,t} | สัมพันธ์เชิงลบ | ลบ* | บวก |
| | DER _{i,t} | สัมพันธ์เชิงบวก | ลบ*** | ลบ*** |
| | NX _{i,t} | สัมพันธ์เชิงบวก | บวก | ลบ |
| | AUD _{i,t} | สัมพันธ์เชิงบวก | ลบ | ลบ |
| | ROA _{i,t-1} | สัมพันธ์เชิงบวก | บวก*** | บวก*** |
| | SIZE _{i,t} | สัมพันธ์เชิงบวก | บวก | บวก |
| | AGE _{i,t} | สัมพันธ์เชิงบวก | ลบ | บวก** |
| ROE _{i,t} | DUAL _{i,t} | สัมพันธ์เชิงลบ | ลบ | ลบ |
| | TOP5 _{i,t} | สัมพันธ์เชิงลบ | ลบ** | ลบ |
| | DER _{i,t} | สัมพันธ์เชิงบวก | ลบ* | ลบ*** |
| | NX _{i,t} | สัมพันธ์เชิงบวก | บวก | ลบ |
| | AUD _{i,t} | สัมพันธ์เชิงบวก | บวก | ลบ |
| | ROE _{i,t-1} | สัมพันธ์เชิงบวก | บวก*** | บวก*** |
| | SIZE _{i,t} | สัมพันธ์เชิงบวก | บวก | บวก** |
| | AGE _{i,t} | สัมพันธ์เชิงบวก | บวก | บวก** |

หมายเหตุ:

- *** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01
- ** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05
- * ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

ตารางที่ 5-1 (ต่อ)

โดยที่

| | |
|---------------|---|
| $ROA_{i,t}$ | คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท |
| $ROE_{i,t}$ | คือ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท |
| $DUAL_{i,t}$ | คือ การรวบรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในคนเดียวกัน |
| $TOP5_{i,t}$ | คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 รายแรกของหุ้นที่ออกและชำระแล้ว |
| $DER_{i,t}$ | คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท |
| $NX_{i,t}$ | คือ สัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริหารของบริษัท |
| $AUD_{i,t}$ | คือ ประเภทสำนักงานสอบบัญชีของบริษัทที่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส |
| $ROA_{i,t-1}$ | คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ปีก่อนของบริษัท |
| $ROE_{i,t-1}$ | คือ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นปีก่อนของบริษัท |
| $SIZE_{i,t}$ | คือ ขนาดของบริษัทของบริษัท |
| $AGE_{i,t}$ | คือ อายุของบริษัทของบริษัท |

จากตารางที่ 5-1 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 สามารถสรุปได้ว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$) ของบริษัทที่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ($DER_{i,t}$) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$) และตัวแปรควบคุม คือ ผลการดำเนินงานปีก่อน ($ROA_{i,t-1}$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$) ส่วนบริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ($DER_{i,t}$) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$) และตัวแปรควบคุม คือ ผลการดำเนินงานของปีก่อน ($ROA_{i,t-1}$) และอายุของกิจการ ($AGE_{i,t}$) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$)

สำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงาน ($ROE_{i,t}$) ของบริษัทที่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 รายแรกของหุ้นที่ออกและชำระแล้ว ($TOP5_{i,t}$) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงาน ($ROE_{i,t}$) และตัวแปรควบคุมที่เป็นผลการดำเนินงานของปีก่อน ($ROE_{i,t-1}$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน ($ROE_{i,t}$) ในขณะที่บริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ($DER_{i,t}$) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน ($ROE_{i,t}$) และตัวแปรควบคุม คือ ผลการดำเนินงาน

ของปีก่อน ($ROE_{i,t-1}$) ขนาดของกิจการ ($SIZE_{i,t}$) และอายุของกิจการ ($AGE_{i,t}$) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงาน ($ROE_{i,t}$)

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

จากศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานและเปรียบเทียบปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส สามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

1. การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส พบว่า ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$ และ $ROE_{i,t}$) ของบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทที่เข้าร่วมโครงการมีผลการดำเนินงานที่สูงกว่า

2. การศึกษาเปรียบเทียบปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส สามารถอภิปรายผลการศึกษาได้ดังนี้

2.1 การรวบรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในคนเดียวกัน (Role duality: $DUAL_{i,t}$) จากผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยดังกล่าวไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$ และ $ROE_{i,t}$) ของบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส สอดคล้องกับผลการศึกษาของ พรวิวรรณ เตชะพิชะนุช (2550) ที่พบว่า การรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในคนเดียวกัน ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน (ROA) เช่นเดียวกับ Elsayed (2007) ที่การรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในคนเดียวกัน ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน (Tobin'Q และ ROA) ของบริษัท นั่นคือ ไม่ว่าบริษัทจะมีการรวบรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการในคนเดียวกันหรือไม่ นั่นก็ไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัททั้งที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส

สรุปได้ว่า เครื่องมือการกำกับดูแลกิจการเรื่อง ความรับผิดชอบของคณะกรรมการที่วัดจากการรวบรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการในคนเดียวกัน ไม่สามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทน ตามทฤษฎีการเป็นตัวแทนได้ ทั้งในกลุ่มบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส

2.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 รายแรกของหุ้นที่ออกและชำระแล้ว (Ownership Structure: $TOP5_{i,t}$) จากผลการศึกษาพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญเฉพาะกับผลการดำเนินงาน ($ROE_{i,t}$) ของบริษัทที่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส สอดคล้องกับการศึกษาของ Haniffa and Hudaib (2006) พบว่า โครงสร้างการเป็นเจ้าของ คือ ที่วัดจากสัดส่วน

การถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน (Tobin'Q)

ส่วนบริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 รายแรกของหุ้นที่ออกและชำระแล้วไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$ และ $ROE_{i,t}$) ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ พรวิวรรณ เตชะพิชะนุญ (2550) กล่าวได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นมีผลทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทที่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาสเปลี่ยนแปลง แต่การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการ

สรุปได้ว่า เครื่องมือการกำกับดูแลกิจการเรื่อง สิทธิของผู้ถือหุ้นและการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกัน ที่วัดจากการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นสามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทน ตามทฤษฎีการเป็นตัวแทนได้ จนมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัทที่เข้าร่วมโครงการ ในขณะที่กลุ่มบริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการเครื่องมือการกำกับดูแลกิจการดังกล่าว ไม่สามารถช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทนได้

2.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Capital Structure: $DER_{i,t}$) จากผลการศึกษาพบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$ และ $ROE_{i,t}$) ของบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส แต่ทั้งนี้ทิศทางความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ สอดคล้องกับการศึกษาของ ชิวฉันทน์ นิยมตรง (2550) Elsayed (2007) และ Haniffa and Hudaib (2006) นั่นคือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส

สรุปได้ว่า การที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน อาจจะเนื่องมาจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาอยู่ในระดับสูงกว่าจุดที่เหมาะสม คือ เมื่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นจะทำให้ผลการดำเนินงานลดต่ำลง

2.4 สัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริหารของบริษัท (Independent Director Structure: $NX_{i,t}$) จากผลการศึกษาพบว่า ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$ และ $ROE_{i,t}$) ของบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส สอดคล้องกับผลการศึกษาของ พรวิวรรณ เตชะพิชะนุญ (2550) Peng et.al (2007) และ Haniffa and Hudaib (2006) นั่นคือ การเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริหารของบริษัท ซึ่งเป็นผู้มีความสามารถและความน่าเชื่อถือ รวมทั้งได้รับความไว้วางใจในหน้าที่เฝ้าสังเกต

ผลปฏิบัติงานของฝ่ายจัดการนั้นไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส

สรุปได้ว่า เครื่องมือการกำกับดูแลกิจการเรื่อง ความรับผิดชอบของคณะกรรมการที่วัดจากสัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริหารของบริษัทไม่สามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทน ตามทฤษฎีการเป็นตัวแทนได้ ทั้งในกลุ่มบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส

2.5 ประเภทสำนักงานสอบบัญชี (Type of Auditor: $AUD_{i,t}$) จากผลการศึกษาพบว่าไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$ และ $ROE_{i,t}$) ของบริษัทที่ เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส จากการศึกษาของ Morris et. al. (2004) พบว่าการศึกษาด้านคุณภาพการตรวจสอบบัญชีมีความสัมพันธ์กับบริษัทตรวจสอบที่เป็นบริษัทตรวจสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Big4) โดยมีค่าธรรมเนียมการตรวจสอบที่สูงทำให้รายงานการสอบบัญชีมีคุณภาพสูงและบริษัทตรวจสอบโดยบริษัทตรวจสอบบัญชีขนาดใหญ่ต้องจ่ายค่าธรรมเนียมที่สูงกว่า ดังนั้นการมีผู้สอบบัญชีเป็นบริษัทตรวจสอบบัญชีขนาดใหญ่จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า แต่จากผลการศึกษากลับมาได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของประเภทสำนักงานสอบบัญชีไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส ถึงแม้ว่าประเภทสำนักงานสอบบัญชีจะมีส่วนเกี่ยวข้องกับหลักกับการเปิดเผยข้อมูลและการถูกตรวจสอบ โดยสำนักงานตรวจสอบบัญชีขนาดใหญ่ต้องจ่ายค่าธรรมเนียมที่สูงกว่าก็ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ถูกตรวจสอบเปลี่ยนแปลง

สรุปได้ว่า เครื่องมือการกำกับดูแลกิจการเรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใสที่วัดจากประเภทสำนักงานสอบบัญชี ไม่สามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทนตามทฤษฎีการเป็นตัวแทนได้ ทั้งในกลุ่มบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส

2.6 ตัวแปรควบคุม (Control Variable: $CONTROL_{i,t}$) จากผลการศึกษาพบว่าผลการดำเนินงานของปีก่อน ($ROA_{i,t-1}$ และ $ROE_{i,t-1}$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$ และ $ROE_{i,t}$) ของบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส โดยสอดคล้องกับงานวิจัยศึกษาในอดีตของ Peng et.al (2007) และ Haniffa and Hudaib (2006) จึงสรุปได้ว่า การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานของปีก่อนจะส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานในปีปัจจุบันเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

จากการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการ ($SIZE_{i,t}$) และอายุของกิจการ ($AGE_{i,t}$) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$ และ $ROE_{i,t}$) ของบริษัทที่เข้าร่วม

โครงการ MD&A รายไตรมาส สอดคล้องกับผลการศึกษาของ พรวิวรรณ เตชะพิชะนุช (2550) ที่พบว่า ขนาดและอายุของกิจการไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน (ROA) และ Peng et.al (2007) ที่พบว่า ขนาดของกิจการไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ($ROE_{i,t}$) ส่วนผลการศึกษาจากบริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการ พบว่า ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ($ROE_{i,t}$) แต่ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$) ขณะที่อายุกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน ($ROA_{i,t}$ และ $ROE_{i,t}$) สอดคล้องกับการศึกษาของ Elsayed (2007) ที่พบว่า อายุกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน (Tobin'Q) กล่าวได้ว่า ขนาดกิจการ อายุกิจการและความมีประสิทธิภาพทางการบริหารมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส แต่ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่เข้าร่วมโครงการ

สรุปได้ว่า โครงการ MD&A รายไตรมาส ที่ให้บริษัทจดทะเบียนเข้าร่วมโดยความสมัครใจนั้น สามารถลดสถานะสารสนเทศอสมรูป (Asymmetric Information) ระหว่างตัวการและตัวแทนได้ ซึ่งภาวะสารสนเทศอสมรูปคือ ภาวะที่เกิดความไม่เท่าเทียมของข้อมูลข่าวสารหรือความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลข่าวสาร (อนุสรณ์ ธรรมใจ, 2551: ออนไลน์) ทำให้คนบางกลุ่มมีข้อมูลมากกว่าผู้อื่น ธุรกรรมทางเศรษฐกิจและการลงทุนทั้งหลายเกิดปัญหาไม่เป็นธรรมขึ้น เพราะฝ่ายหนึ่งมีข้อมูลดีกว่า จึงมีอำนาจผูกขาดจากข้อมูลข่าวสารหรือจากความรู้ของผู้อื่น ซึ่งบริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาสจะสามารถลดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนที่เกิดจากภาวะความไม่เท่าเทียมของข้อมูลข่าวสารได้นั้น บริษัทจะต้องมีขนาดกิจการ อายุกิจการ และประสิทธิภาพที่มากพอที่จะทำให้เกิดความน่าเชื่อถือเข้ามาแทนที่

5.3 ข้อค้นพบ

1. ผลการดำเนินงานของบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทที่เข้าร่วมโครงการมีผลการดำเนินงานสูงกว่า
2. เครื่องมือการกำกับดูแลกิจการเรื่อง สิทธิของผู้ถือหุ้นและการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นทุกราย อย่างเท่าเทียมกัน ที่วัดจากการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นสามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทน ตามทฤษฎีการเป็นตัวแทนได้ จนมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัทที่เข้าร่วมโครงการ ในขณะที่กลุ่มบริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการเครื่องมือการกำกับดูแลกิจการดังกล่าว ไม่สามารถช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทนได้

3. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานทั้งที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส อาจเนื่องมาจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่มบริษัทที่ศึกษาอยู่ในระดับสูงกว่าจุดที่เหมาะสม คือเมื่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นจะทำให้ผลการดำเนินงานลดต่ำลง

4. ผลการดำเนินงานปีก่อนเป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัททั้งที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส ดังนั้นถ้าบริษัทมีผลการดำเนินงานปีก่อนดีจะทำให้ผลการดำเนินงานในปีปัจจุบันดีด้วย

5. โครงการ MD&A รายไตรมาส ช่วยลดสถานะสารสนเทศอสมรูป (Asymmetric Information) หรือภาวะที่เกิดความไม่เท่าเทียมของข้อมูลข่าวสารระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารได้ ดังนั้นการที่บริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส จะลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารที่เกิดจากภาวะความไม่เท่าเทียมของข้อมูลข่าวสารได้นั้น บริษัทจะต้องมีขนาดกิจการอายุกิจการและประสบการณ์ที่มากพอที่จะทำให้เกิดความน่าเชื่อถือเข้ามาแทนที่

5.4 ข้อเสนอแนะที่ได้จากการศึกษา

1. จากการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทที่เข้าร่วมและไม่เข้าร่วมโครงการบรรษัทภิบาลที่ดีโดยความสมัครใจมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงควรมีการศึกษาต่อไปถึงสาเหตุของความแตกต่างของผลการดำเนินงานระหว่างกลุ่มบริษัทดังกล่าวเพื่อเป็นประโยชน์ในการพัฒนาในอนาคตต่อไป

2. จากการศึกษาพบว่า ขนาดของการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นสามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน ตามทฤษฎีการเป็นตัวแทนในบริษัทที่เข้าร่วมโครงการ ดังนั้นบริษัทที่เข้าร่วมโครงการสามารถลดการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นลงเพื่อให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น

3. จากการศึกษาพบว่า บริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส หากต้องการลดภาวะที่เกิดความไม่เท่าเทียมของข้อมูลข่าวสารระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร บริษัทจะต้องมีคุณสมบัติ คือ มีขนาดกิจการ อายุกิจการ และประสบการณ์ที่มากพอที่จะทำให้เกิดความน่าเชื่อถือเข้ามาแทน แต่หากบริษัทที่ไม่ได้เข้าร่วมโครงการจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทขนาดเล็กหรือเป็นบริษัทที่มีอายุกิจการน้อยแล้วต้องการที่จะลดภาวะดังกล่าวก็ควรที่จะเข้าร่วมโครงการ MD&A รายไตรมาส ที่เป็นทางหนึ่งที่จะช่วยลดภาวะความไม่เท่าเทียมของข้อมูลข่าวสารระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารได้

5.5 ข้อจำกัด

1. ค่าความคลาดเคลื่อน e ของตัวแปรที่ใช้ศึกษามีการแจกแจงแบบไม่ปกติ ซึ่งไม่เป็นไปตามเงื่อนไขการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ทั้งนี้ผู้ศึกษาได้ใช้วิธีเปลี่ยนแปลงรูปแบบของข้อมูล (Transformed Data) เพื่อให้มีการแจกแจงแบบปกติแล้ว แต่ตัวแปรที่ใช้ศึกษายังคงมีการแจกแจงแบบไม่ปกติโดยผู้ศึกษาได้แสดงผลของการเปลี่ยนแปลงรูปแบบของข้อมูลไว้ในภาคผนวก

2. ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีอื่นๆ ไม่ได้นำมาการศึกษา อาจจะเนื่องด้วยตัวแปรที่ไม่ได้นำมาศึกษานั้นไม่สามารถวัดค่าได้แน่นอน วัดค่าได้ยากหรือหาข้อมูลได้ยาก เป็นต้น

5.6 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

1. ขยายตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่น่าสนใจอื่นๆ เช่น จากงานศึกษาของต่างประเทศ ที่กล่าวไว้ในบทที่ 2

2. เปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการมีบรรษัทภิบาลที่ดีในโครงการส่งเสริมการมีบรรษัทภิบาลที่ดีอื่นๆ เนื่องจากโครงการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จัดขึ้นเพื่อส่งเสริมการมีบรรษัทภิบาลที่ดีนั้นมีหลายโครงการและมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง อีกทั้งยังมีบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับยกย่องว่าเป็นบริษัทที่มีบรรษัทภิบาลที่ดีเพิ่มขึ้น เช่น รางวัลเปิดเผยข้อมูลประจำปี (Disclosure Report Awards) และการให้คะแนนและจัดอันดับบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งล้วนเป็นส่วนหนึ่งของโครงการบรรษัทภิบาลที่ดี