

# Corporate Governance and Performance Influencing Firm Value Based on Market Value of SET 100 Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

Pawinee Thanawanawat<sup>1</sup> and Chureeporn Mueanjun<sup>2\*</sup>

*Received: December 24, 2024 Revised: March 14, 2025 Accepted: May 2, 2025*

## Abstract

This research aimed to examine the corporate governance including shareholder structure, board structure, directors' compensation, and the performance factors influencing firm value based on market value, and to investigate the impact of performance on firm value based on market value among companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET), specifically in the SET100 group, comprising 81 companies, excluding financial businesses. The financial data from 2020 to 2023, totaling 324 firm-year observations, were analyzed using Structural Equation Modeling (SEM) and Path Analysis. The results revealed that good corporate governance, particularly in terms of shareholder structure and board structure, positively influenced both firm performance and market value. Utilizing financial data from 2020–2023 (324 firm-year observations), Structural Equation Modeling (SEM) and path analysis were employed. Results indicate that robust corporate governance, specifically strong shareholder and board structures, positively impacted both firm performance and market value. Furthermore, higher directors' compensation and audit fees also exhibited a positive relationship with both firm performance and market value. Finally, a significant positive correlation was observed between firm performance and market value.

**Keywords:** Corporate Governance, Firm Performance, Market Value, SET100, Stock Exchange of Thailand, Structural Equation Modeling

---

<sup>1,2</sup> Accounting Department, Faculty of Management Science, Phranakhon Si Ayutthaya Rajabhat University

\* Corresponding author. E-mail: mchureeporn@aru.ac.th

# การกำกัับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานที่มีอิทธิพลต่อมูลค่า กิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

ภาวีนีัย ฅนาอนวัช<sup>1</sup> และชวีพร เมื่องจันทร<sup>2\*</sup>

วันรับบทความ: December 24, 2024 วันแก้ไขบทความ: March 14, 2025 วันตอบรับบทความ: May 2, 2025

## บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นการวิจัยเชิงปริมาณศึกษาข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิจากรายงานประจำปีของบริษัทในระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2564 โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน โดยเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบแบ่งชั้นภูมิ ได้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,375 บริษัท-ปี สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ ผลการศึกษา พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ ทั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์ของอัตราส่วนกำไรขั้นต้น อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอายุการดำเนินงานกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งนักลงทุนสามารถใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สูง บริษัทที่มีมูลค่าสินทรัพย์สูง และมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่ต่ำ

**คำสำคัญ:** การกำกัับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน มูลค่ากิจการตามราคาตลาด ดัชนีราคาหุ้น 100  
หลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การสร้างโมเดลสมการโครงสร้าง

<sup>1,2</sup> สาขาการบัญชี คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยพระนครศรีอยุธยา

\* Corresponding author. E-mail: mchureeporn@aru.ac.th

## บทนำ

ปัจจุบันสภาวะเศรษฐกิจทั่วโลกกำลังเผชิญกับความท้าทายหลากหลายด้านทั้งผลกระทบจากภาวะเงินเฟ้อ การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ย ความไม่แน่นอนทางการเมืองและความไม่แน่นอนในตลาดการเงิน จึงทำให้ธุรกิจต้องปรับตัวอย่างต่อเนื่องเพื่อให้ทันต่อการเปลี่ยนแปลงในสภาวะการแข่งขันที่รุนแรง โดยปัจจัยหลักที่ทำให้เกิดความท้าทายในการแข่งขัน คือ การเปลี่ยนแปลงของตลาด และความต้องการของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว และการเข้ามาของเทคโนโลยีใหม่ ๆ ซึ่งทำให้ผู้ประกอบการต้องหาวิธีเพิ่มประสิทธิภาพและสร้างความแตกต่างในการดำเนินธุรกิจในประเทศไทยการนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ช่วยส่งเสริมให้ธุรกิจเติบโตมีความมั่นคงมากขึ้น และเป็นการขยายการลงทุนด้านโครงสร้างเงินทุน เพื่อเพิ่มความสามารถในการแข่งขันและลดความเสี่ยงทางธุรกิจ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) เพื่อการบริหารจัดการที่ทำให้ธุรกิจมีความโปร่งใสมีประสิทธิภาพ และสามารถสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้น นักลงทุน ลูกค้า และสังคมโดยรวมได้ โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเป็นหน้าที่ของผู้บริหารต้องดำเนินงานอย่างโปร่งใส เปิดเผยงบการเงินให้เป็นไปตามมาตรฐานและหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีทั้งภายในและภายนอก เช่น โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี องค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลต่อผลการดำเนินงานที่สามารถเพิ่มมูลค่าทางการตลาด และสามารถนำไปเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจเกี่ยวกับการวางแผนและกำหนดนโยบายการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการตามลักษณะเฉพาะของกิจการใช้เป็นข้อมูลในการประกอบการพิจารณาตัดสินใจให้คณะกรรมการบริษัท ผู้บริหารจะนำไปปรับใช้ในการวางแผนการกำกับดูแลให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาวของบริษัท สามารถนำไปประกอบการพิจารณาใช้จัดสรรทรัพยากรและลงทุนให้มีความเหมาะสมกับผลประโยชน์ที่ได้รับ โดยจัดสรรบุคลากรและงบประมาณเกี่ยวกับการกำกับดูแล เพื่อแสดงถึงความโปร่งใสและสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่ผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังเป็นแนวทางให้นักลงทุนและผู้สนใจสามารถนำความรู้และความเข้าใจที่ได้จากงานวิจัยไปใช้ประกอบเป็นแนวทางในการตัดสินใจเลือกลงทุน ซึ่งในปัจจุบันการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้รับความสนใจในภาคธุรกิจ ที่จะนำมาใช้เชื่อมโยงเข้ากับการบริหารจัดการ เพื่อเพิ่มความเข้มแข็งของกระบวนการควบคุมติดตามและตรวจสอบของผลการดำเนินงานให้เป็นไปอย่างโปร่งใสและผลตอบแทนสูงสุดให้แก่บริษัท เป็นประเด็นที่ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และนักลงทุนให้ความสำคัญไม่ต่างจากประเด็นด้านการเงินและผลตอบแทน ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการในยุคดิจิทัล คือ การเพิ่มความโปร่งใสในกระบวนการ การกำกับดูแลและการรายงาน เทคโนโลยี สารสนเทศ ช่วยในการบันทึกข้อมูลการกำกับดูแลกิจการให้เป็นที่โปร่งใส โดยทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมีความเชื่อมั่นมากขึ้นในข้อมูลที่รายงานเกี่ยวกับกิจการขององค์กร

ผู้วิจัยจึงมีความสนใจศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 จากผลการวิจัยผู้บริหารสามารถนำข้อมูลไปใช้พัฒนาโครงสร้างการกำกับดูแลที่ดีให้มีประสิทธิภาพและนักลงทุนสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนโดยพิจารณาจากคุณลักษณะของคณะกรรมการและโครงสร้างผู้ถือหุ้น ในขณะที่ผู้ถือหุ้นสามารถใช้เป็นแนวทางในการติดตามและประเมินผลการดำเนินงานของคณะกรรมการและฝ่ายบริหาร

## วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี) ที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100
2. เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

## การทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การกำกับดูแลกิจการก่อตั้งขึ้นโดยมีเป้าหมายหลักเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นและสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ทฤษฎีตัวแทนเป็นอีกหนึ่งทฤษฎีที่ใช้อธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการ Meckling and Jensen (1976) ได้อธิบายทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) คือ ความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มบุคคลที่แสวงหาผลประโยชน์จากการลงทุนที่เรียกว่า ตัวการ (Principal) ได้ว่าจ้างตัวแทน (Agent) ซึ่งเป็นบุคคลหรือกลุ่มบุคคล ทำการบริหารงานแทนตัวการ โดยตัวการจะพยายามตรวจสอบและควบคุมตัวแทนให้บริหารอย่างมีประสิทธิภาพและเป็นไปตามวัตถุประสงค์ของบริษัท โดยก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท รวมทั้งควบคุมไม่ให้ตัวแทนดำเนินงานที่ไม่เหมาะสม เช่น การปกปิด ซอนเร้น หรือแก้ไขข้อมูลการใช้ข้อมูลภายใน เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์แก่ตนเองและพวกพ้อง เป็นต้น ซึ่งจากปัญหาตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทนนำไปสู่แนวคิดการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) จากงานวิจัยของ Mouselli and Hussainey (2014) กล่าวว่า ผลกระทบที่ทำให้คุณภาพกลไกการกำกับดูแลกิจการมีผลการดำเนินงานบริษัทที่ช่วยลดปัญหาด้านตัวแทน เนื่องจากสามารถติดตาม กำกับดูแล ผู้บริหารในการจัดการผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัทเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียในการควบคุม ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสนใจศึกษาใน 4 ชุดตัวแปร คือ

โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) สัดส่วนของผู้ถือหุ้นในธุรกิจหรือเจ้าของกิจการที่ถูกต้องตามกฎหมาย จากการที่ผู้มีส่วนได้เสียของกิจการมีความแตกต่างกันจึงจำเป็นต้องมีตัวแทนในการบริหารงานตามนโยบายเพื่อผลประโยชน์ โครงสร้างผู้ถือหุ้น คือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้ที่ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนรวมกันมากกว่า 10% ของจำนวนชำระแล้ว ซึ่งนับรวมหุ้นที่ถือโดยผู้ที่เกี่ยวข้องด้วย โดยมีอำนาจในการตัดสินใจและมีส่วนร่วมในการบริหารงาน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Pakdee et al. (2021) กล่าวว่า กิจการที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นในระดับสูงอาจสะท้อนให้เห็นถึงกลไกการกำกับติดตามการปฏิบัติงาน และความสามารถในการควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหารซึ่งจะช่วยลดระดับการใช้พฤติกรรมฉวยโอกาสของผู้บริหารในการเลือกโครงสร้างการถือหุ้นและช่วยเพิ่มเสถียรภาพกำไร สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kuntiya et al. (2024) พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีความสัมพันธ์ทางบวกต่อเสถียรภาพกำไร ในขณะที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวมีความสัมพันธ์ต่อเสถียรภาพกำไร ดังนั้น เจ้าของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มบริษัท SETHD ควรมีการวางแผนและกำหนดเป้าหมายในการจัดโครงสร้างผู้ถือหุ้น เพื่อให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี และจากงานวิจัยของ Celik and Isaksson (2014) กล่าวว่า นักลงทุนสถาบันเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่หรือกลุ่มบริษัทในเครือ ทำหน้าที่อิสระ พฤติกรรมการถือครองหุ้นของกองทุนรวมที่แตกต่างกันส่งผลให้ผลตอบแทนของกองทุนและการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นแตกต่างกัน 4) สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ จากงานวิจัยของ Alsaeed (2006) พบว่า การถือหุ้นต่างชาติช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายอื่น

โครงสร้างกรรมการบริษัท (Corporate Board Structure) มีส่วนสำคัญอย่างยิ่งต่อกลไกการ กำกับดูแลกิจการ เป็นตัวผลักดันให้มีการปฏิบัติหน้าที่เกี่ยวกับการตรวจสอบกระบวนการทำงาน ของผู้บริหาร สร้างความแข็งแกร่งของการปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้น ช่วยลดปัญหาระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นลดน้อยลง อย่างไรก็ตาม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดจำนวนของการ แต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทที่จะให้การบริหารจัดการของกิจการที่ดี กำหนดเฉพาะแนวทางปฏิบัติที่เสนอสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ให้กิจการมีการพิจารณาตาม ขนาดของลักษณะธุรกิจ ขอบเขตของเนื้อหาของการประกอบกิจการตามลักษณะเฉพาะแต่ละบริษัท และภาคอุตสาหกรรม คือ สัดส่วนกรรมการบริหาร Arora and Sharma (2016) พบว่า คณะกรรมการบริหารบริษัทส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สามารถบรรลุผลทางการบัญชีและการตลาดที่สูงขึ้น 1) สัดส่วนกรรมการอิสระ จากผลงานวิจัยของ Gulzar and Wang (2011) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนของกรรมการอิสระ สัดส่วนของการถือหุ้นของกรรมการ การเข้าประชุมของคณะกรรมการ มีบทบาทสำคัญในการลดการจัดการรายได้และมีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการจัดการรายได้กับผลการดำเนินงานและคุณลักษณะการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่แตกต่างกัน 2) สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ Johl et al. (2015) พบว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการไม่ส่งผลกระทบต่อผลการ

ดำเนินงานของบริษัท ด้วยประสิทธิภาพการทำงานของคณะกรรมการที่มั่นคง มีความซื่อสัตย์ การประชุมคณะกรรมการมีผลกระทบต่อประสิทธิภาพการทำงานของบริษัท ความเชี่ยวชาญด้านการบัญชีและผลการดำเนินงานของบริษัท

คำตอบแทนกรรมการ หมายถึง คำตอบแทนของคณะกรรมการควรจัดให้อยู่ในลักษณะที่เปรียบเทียบได้กับระดับที่ปฏิบัติอยู่ในอุตสาหกรรม ประสบการณ์ ภาระหน้าที่ ขอบเขตของบทบาทและความรับผิดชอบ (Accountability and Responsibility) รวมถึงประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากกรรมการแต่ละคน กรรมการที่ได้รับมอบหมายหน้าที่และความรับผิดชอบเพิ่มขึ้น จากผลการวิจัยของ Tee et al. (2018) พบว่า แรงจูงใจของประธานกรรมการและผู้จัดการผลการดำเนินงาน โครงสร้างผู้ถือหุ้น มีผู้บริหารรายหลักเป็นผู้ถือหุ้น รายใหญ่มีแรงจูงใจในการทำงานสูงกว่าและส่งผลกระทบต่อการทำงานสูง การจ่ายคำตอบแทนผู้บริหารจะประกอบไปด้วยคำตอบแทนเป็นรายเดือนหรือเงินเดือน (CEO PAY) เงินชดเชย (CEO Abnormal Pay) รางวัลหุ้น (CEO Stock Awards และ CEO Option Awards)

ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี คำตอบแทนหรือค่าธรรมเนียมจากการตรวจสอบและสอบทาน โดยช่วงระยะเวลาการตรวจสอบจะเป็นไปตามกฎระเบียบ ข้อบังคับ ของบริษัท และตามกฎหมายที่หน่วยงานกำกับ จากงานวิจัยของ Che-Ahmad and Houghton (1996) กล่าวว่า ความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี ขนาดของกิจการ ความซับซ้อน และระดับความเสี่ยงของกิจการมีอิทธิพลต่อราคาค่าตรวจสอบบัญชีอย่างมีสาระสำคัญของ 8 บริษัทผู้สอบบัญชีใหญ่ จากงานวิจัยของ Belle et al. (2008) ได้ศึกษาความสัมพันธ์การใช้แรงงานค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชีและความเสี่ยงทางธุรกิจ พบว่า ลูกคามีความเสี่ยงเป็นปกติ โดยได้รับมอบหมายถึงความพยายามมากขึ้นแล้วนั้นส่งผลกระทบต่อค่าสอบบัญชีที่สูงขึ้นด้วย กล่าวคือ การกำหนดราคาค่าสอบบัญชีในภายหลังและการเกิดความเสี่ยงของแนวทางการวางแผนการตรวจสอบมีความสำคัญกับราคาผู้สอบที่สูงขึ้น

ผลการดำเนินงาน (Firm Performance) การวัดผลการดำเนินงานของบริษัท จากงานวิจัยของ Piphatanakul et al. (2020) กล่าวว่า การดำเนินงานที่สะท้อนถึงการเติบโตของยอดขายและการเติบโตของส่วนแบ่งการตลาดที่นำไปสู่การสร้างกำไรขององค์กร สำหรับงานวิจัยนี้มุ่งศึกษาเกี่ยวกับ EBIT Margin, EBITDA Margin และ EBT Margin

มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (Market Value) การวัดมูลค่าของบริษัทตามแนวคิด Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งคำนวณโดยการหารราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ขององค์กรด้วยราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์ ซึ่งราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นและหนี้สิน โดย Professor James T. Tobin เชื่อว่าค่า Tobin's Q เป็นตัววัดที่ดีที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของกิจการ จากงานวิจัยของ Lang and Stulz (1994) พบว่า Tobin's Q สะท้อนถึงการวัดผลการดำเนินงานทั้งในแง่ของอดีตและการมองไปใน

อนาคต โดยคำนวณจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด บวกด้วยหนี้สินรวม และหารด้วยสินทรัพย์รวม จากงานวิจัยของ Beiner et al. (2004) พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานจากมูลค่ากิจการ Tobin's Q

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทำให้สามารถพัฒนาสมมติฐานในการวิจัยได้ดังนี้ โครงสร้างผู้ถือหุ้น ประกอบด้วย โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างคณะกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี กับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด จากงานวิจัยของ Salaphai et al. (2024) ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงานทางการเงิน และการลงทุนในเทคโนโลยีที่มีต่อมูลค่ากิจการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ เนื่องจากเทคโนโลยีช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน ลดต้นทุน เพิ่มรายได้ และสร้างภาพลักษณ์ทันสมัย ส่งผลดีต่อมูลค่ากิจการ สะท้อนถึงความคาดหวังของนักลงทุนต่ออนาคตของกิจการได้ นักลงทุนหรือกิจการสามารถนำโมเดลที่ได้จากงานวิจัยไปวิเคราะห์เพื่อตัดสินใจในการลงทุนด้านเทคโนโลยี จากหลักฐานเชิงประจักษ์ ผู้วิจัยได้นำสมการมาแทนค่า พบความแม่นยำของสมการพยากรณ์อยู่ที่ 16.2% ส่วนที่เหลืออาจเป็นปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ จากงานวิจัยของ Kookkaew and Sanpakdee (2024) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การกำกับดูแลกิจการด้านขนาดและคณะกรรมการมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ด้านสัดส่วนการถือครองหุ้นของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และด้านสัดส่วนของกรรมการอิสระมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานด้านอัตรากำไรสุทธิ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Srinamngern and Sanpakdee (2025) ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นและคุณลักษณะของคณะกรรมการที่ส่งผลการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดแห่งประเทศไทย และกำกับของสัดส่วนกรรมการอิสระและผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควบคุมตำแหน่งที่มีต่อความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดแห่งประเทศไทย พบว่า ผลกระทบหลักของโครงสร้างผู้ถือหุ้นด้านสัดส่วนการถือหุ้นที่เป็นสถาบันและสัดส่วนการถือหุ้นที่เป็นชาวต่างชาติส่งผลในทิศทางลบกับการจัดการกำไร โดยผลกระทบเชิงลบดังกล่าว แสดงให้เห็นถึงการสร้างนโยบายส่งเสริมโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่สนับสนุนการเติบโตในระยะยาวอย่างยั่งยืน รวมทั้งคุณลักษณะของคณะกรรมการด้านผู้บริหารระดับสูงไม่มีการควบคุมตำแหน่ง ส่งผลในทิศทางลบกับการจัดการกำไร แสดงให้เห็นถึงความล่าช้าในการตอบสนองต่อปัญหาหรือโอกาสทางธุรกิจ จึงได้พิจารณาสมมติฐานการวิจัย ดังต่อไปนี้

สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

สมมติฐานที่ 2 โครงสร้างคณะกรรมการที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

สมมติฐานที่ 3 ค่าตอบแทนคณะกรรมการที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

สมมติฐานที่ 4 ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างคณะกรรมการ ค่าตอบแทนคณะกรรมการ และค่าธรรมเนียมสอบบัญชีที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาด ของ Butsalee and Sincharoonsak (2020) กล่าวถึงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนเงินปันผลต่อหุ้น มูลค่าตลาดของหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น โดยอัตราส่วนทางการเงินในการวิเคราะห์ผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและความเชื่อถือได้ของผู้มีส่วนได้เสียตามมูลค่าตลาดของบริษัท จากงานวิจัยของ Seangarvut et al. (2019) กล่าวว่า การวัดผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลการดำเนินงานโดยมูลค่ากิจการตามราคาตลาด Tobin's Q พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีระดับดีและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด และความต่อเนื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการตามราคาตลาดและความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้นจากการวัดค่าของ Tobin's Q

สมมติฐานที่ 5 โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

สมมติฐานที่ 6 โครงสร้างคณะกรรมการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

สมมติฐานที่ 7 ค่าตอบแทนคณะกรรมการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

สมมติฐานที่ 8 ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

ผลการดำเนินงานที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาด ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Yangklan (2019) ศึกษาความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของผลการดำเนินงานผ่านการจัดการกำไรที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการและการจัดการกำไร ในขณะเดียวกัน การจัดการกำไรส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ และการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุพบว่าผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Haryono and Iskandar (2015) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานทางสังคมกับมูลค่า กิจการ ทั้งทางตรงและ

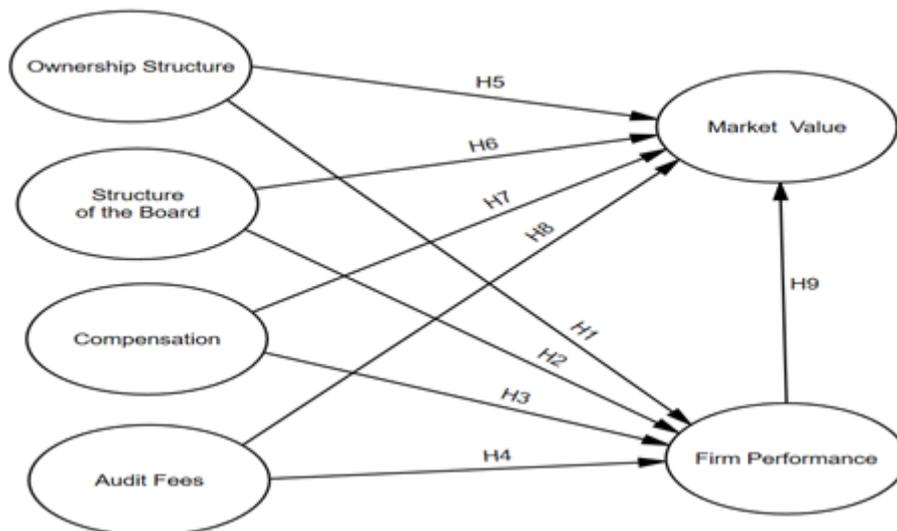
การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

ทางอ้อมผ่านผลการดำเนินงานทางการเงินและความเสี่ยงของกิจการ ซึ่งมูลค่ากิจการวัดจาก Tobin's Q และราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV) สำหรับผลการดำเนินงานทางการเงินวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ความเสี่ยงของกิจการวัดจากความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น พบว่า ผลการดำเนินงานทางการเงินมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 9 ผลการดำเนินงานที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

## กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัย ผู้วิจัยได้นำตัวแปร ได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างคณะกรรมการ ค่าตอบแทนคณะกรรมการ ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีที่มีอิทธิพลต่อการผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการตามราคาตลาดที่มีผลต่อผลการดำเนินงาน กรอบงานวิจัยดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวความคิดการวิจัย

## วิธีดำเนินการวิจัย

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 จำนวน 81 บริษัท แต่ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน ข้อมูลทางการเงินระหว่างปี 2563 ถึง 2566 รวมทั้งสิ้น 324 รายปีรายบริษัท (Firm-year) ซึ่งผู้วิจัยไม่เลือกกลุ่มดังต่อไปนี้มาศึกษา คือ กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์สูง แต่ไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งมีลักษณะ

ข้อกำหนด กฎระเบียบ และโครงสร้างเงินทุน แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น จำนวน 16 บริษัท และไม่รวมกลุ่มบริษัทที่ไม่ได้มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม อีกจำนวน 3 บริษัท เพราะอาจมีผลกระทบของเหตุการณ์ที่อาจส่งผลกระทบต่อภาระดำเนินงานและมูลค่าตลาดของหุ้น ณ วันสิ้นงวดแตกต่างไปจากกลุ่มอื่น

## เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลทฤษฎีภูมิ ได้แก่ งบการเงินประจำปีและมูลค่าหลักทรัพย์ทางการตลาด (MVE) จากเว็บไซต์ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) และข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีจากเว็บไซต์ [www.set.or.th](http://www.set.or.th) และ [www.sec.or.th](http://www.sec.or.th) จากนั้นเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่มีข้อมูลทางการเงินที่ครบถ้วนสมบูรณ์ ตามที่ต้องการศึกษาทั้งหมดและมีรอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม เพื่อควบคุมความแตกต่างทางด้านเวลา และเพื่อให้ข้อมูลที่ได้รับสามารถนำมาใช้ในการเปรียบเทียบกันได้ ดังนั้น การศึกษานี้จึงมีบริษัทที่ใช้ทดสอบทั้งหมด 81 บริษัทจาก 7 กลุ่มอุตสาหกรรม แต่ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน ข้อมูลทางการเงินระหว่างปี 2563 ถึง 2566 รวมทั้งสิ้น 324 รายปีรายบริษัท (Firm-year)

### ความหมายตัวแปรและการวัดค่า

การกำกับดูแลกิจการเป็นเครื่องมือในการเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตของบริษัทจดทะเบียน รวมทั้งนำมาใช้ในการควบคุมและตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของผู้บริหาร เพื่อให้ผู้บริหารทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท ซึ่งสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยได้ทำการประเมินการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี จากระดับคะแนนผลการประเมิน 5 ระดับ ซึ่งเป็นดาวและเปิดเผยแพร่รายชื่อบริษัทที่ได้ 3 ดาวขึ้นไป (Thai Institute of Directors Association, 2020) สำหรับงานวิจัยนี้ กล่าวถึง โครงสร้างผู้ถือหุ้น ประกอบด้วย สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นครอบครัว สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ โครงสร้างกรรมการบริษัท ประกอบด้วย สัดส่วนกรรมการบริหาร สัดส่วนกรรมการอิสระ สัดส่วนกรรมการตรวจสอบ ค่าตอบแทนกรรมการ ประกอบด้วย ค่าตอบแทนรายเดือน โบนัสรายปี เบี้ยประชุม ค่าตอบแทนอื่น ๆ) และค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี ประกอบด้วย ขนาดของกิจการ ระดับความเสี่ยงของกิจการ ความซับซ้อนของกิจการ (Sabsombat et al. 2020)

ผลการดำเนินงาน (Firm's Performance) ผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นตัวชี้วัดผลของความสำเร็จที่สะท้อนถึงมูลค่าทางการตลาด โดยกิจการที่ประสบความสำเร็จจะต้องมีผลการดำเนินงานที่ดีและสามารถสร้างมูลค่าทางการตลาดให้กับผู้ถือหุ้นได้ ซึ่งตัวชี้วัดผลการดำเนินงานมีแนวคิดทั้งที่เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านการเงินและไม่ใช้การเงิน (Butsalee and Sincharoonsak, 2020) ซึ่งการประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานที่สะท้อนถึงการเติบโตของยอดขายและการเติบโตของส่วนแบ่งการตลาดที่นำไปสู่การสร้าง

กำไรขององค์กร สำหรับงานวิจัยนี้มุ่งศึกษาเกี่ยวกับ EBIT Margin, EBITDA Margin และ EBT Margin ซึ่งการประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานที่สะท้อนถึงการเติบโตของยอดขายและการเติบโตของส่วนแบ่งการตลาดที่นำไปสู่การสร้างกำไรขององค์กร (Rouf, 2011) การศึกษาครั้งนี้จะอยู่ในรูปแบบของอัตราส่วนทางการเงินซึ่งการวัดประสิทธิภาพส่วนใหญ่อยู่ในรูปแบบของอัตราส่วนทางการเงิน

มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (Market Values) หมายถึง อัตราส่วนที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของกิจการในรูปแบบกำไรสุทธิต่อหุ้นและอัตราการปันผล โดยใช้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิหรือราคาตามบัญชีต่อหุ้น เพื่อประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุนในด้าน P/E Ratio, P/BV และ Tobin's Q เป็นการวัดผลการดำเนินงาน เป็นการคาดการณ์ความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนและมูลค่าของกิจการ ซึ่งตัวชี้วัดค่าผลการดำเนินงานวัดค่าจาก Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งวัดประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ของกิจการจาก (El-Sayed Ebaid, (2011)

## การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลที่รวบรวมได้จากจากเว็บไซต์ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) และข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีจากเว็บไซต์ [www.set.or.th](http://www.set.or.th) และ [www.sec.or.th](http://www.sec.or.th) ด้วยโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูป และทดสอบความสัมพันธ์และผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และผลการดำเนินงานที่มีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 โดยการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยได้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ 1) การวิเคราะห์สถิติพื้นฐานและการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ผู้วิจัยนำมาใช้ในการอธิบายหรือบรรยายผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น และสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) และการวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) โดยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ด้วยเทคนิคการใช้หลักการค่าประมาณความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood : ML) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางด้วยโปรแกรม AMOS

เกณฑ์ทางสถิติที่ใช้ตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดล (Goodness of Fit Measures) พิจารณาจากค่าไคสแควร์และค่านัยสำคัญทางสถิติของไคสแควร์ และค่าสถิติตัวอื่น ๆ เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจและวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่  $X^2$ ,  $X^2/df$ , RMSEA, CFI, IFI, TLI, RMR, GFI และ AGFI (Hair et al. 2012)

## ผลการวิจัยและอภิปรายผลการวิจัย

### 1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของตัวแปรสังเกตได้

ผลการทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลการดำเนินงานที่มีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 แสดงค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลการดำเนินงานที่มีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาด นำเสนอ ดังนี้ ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปร

| ตัวแปร            | 2563      |       | 2564      |       | 2565      |       | 2566      |       | รวม       |       |
|-------------------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
|                   | $\bar{X}$ | S.D.  |
| OWS               | 4.366     | 0.612 | 4.401     | 0.578 | 4.213     | 0.562 | 4.378     | 0.578 | 4.632     | 0.568 |
| STB               | 4.407     | 0.575 | 4.381     | 0.612 | 4.543     | 0.533 | 4.216     | 0.634 | 4.546     | 0.644 |
| COMP              | 4.397     | 0.617 | 4.464     | 0.578 | 4.581     | 0.634 | 4.592     | 0.597 | 4.614     | 0.623 |
| AUF               | 4.426     | 0.549 | 4.289     | 0.611 | 4.233     | 0.691 | 4.338     | 0.611 | 4.763     | 0.599 |
| Firm<br>Permeance | 4.241     | 0.685 | 4.349     | 0.652 | 4.389     | 0.556 | 4.389     | 0.588 | 4.589     | 0.564 |
| Tobin's Q         | 4.178     | 0.761 | 4.356     | 0.610 | 4.255     | 0.622 | 4.254     | 0.623 | 4.689     | 0.567 |

ที่มา: Analyzed and concluded by the author

โครงสร้างผู้ถือหุ้น (OWS), โครงสร้างกรรมการบริษัท (STB), ค่าตอบแทนกรรมการ (COMP), ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี (AUF), ผลการดำเนินงาน (Firm's Performance), มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (Market Values)

จากตารางที่ 2 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 มีการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น เฉลี่ยประมาณ 4.632 หรือร้อยละ 46.32 โครงสร้างกรรมการบริษัท เฉลี่ยประมาณ 4.546 หรือ ร้อยละ 45.46 ค่าตอบแทนกรรมการ เฉลี่ยประมาณ 4.614 หรือร้อยละ 46.14 ค่าธรรมเนียมสอบบัญชี เฉลี่ยประมาณ 4.763 หรือร้อยละ 47.63 ส่วนของผลการดำเนินงาน เฉลี่ยประมาณ 4.589 หรือร้อยละ 45.89 และอัตราส่วน Tobin's Q เฉลี่ยประมาณ 4.689 หรือร้อยละ 46.89 จึงแสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัท มีผลการดำเนินงานดี และมีการใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

2. ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างตามสมมติฐาน การวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพล (Path Analysis) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของตัวแปรในแบบจำลองโครงสร้าง (Structural Model) เพื่อหาขนาดอิทธิพลที่ปรากฏในความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้น และทำการตรวจสอบความสอดคล้องของแบบจำลอง (Goodness of Fit Measures) เพื่อศึกษาภาพรวมของแบบจำลองว่ามีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

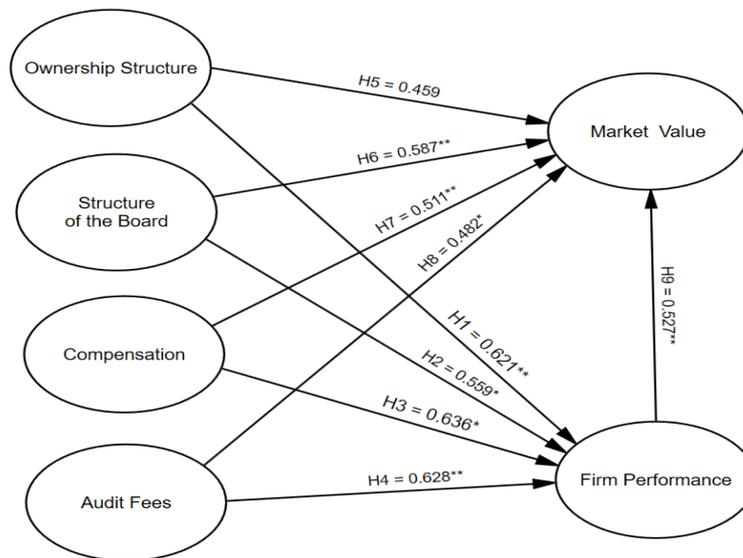
จากการตรวจสอบความสอดคล้องของแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุกับข้อมูลเชิงประจักษ์ พบว่า ค่าสถิติและเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลองผ่านเกณฑ์ แสดงว่าแบบจำลองสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์

**ตารางที่ 3** ผลลัพธ์ของแบบจำลองสมการโครงสร้างสมการ

| Measure | Threshold       | Initial Model |                | Final Model |                |
|---------|-----------------|---------------|----------------|-------------|----------------|
|         |                 | Estimate      | Interpretation | Estimate    | Interpretation |
| CMIN    | -               | 52.23         | -              | 43.24       | -              |
| CMIN/DF | Between 1 and 3 | 4.12          | Excellent      | 1.27        | Excellent      |
| CFI     | >0.95           | 0.89          | Need More DF   | 0.96        | Acceptable     |
| GFI     | >0.95           | 0.82          | Excellent      | 0.94        | Excellent      |
| SRMR    | >0.08           | 1.65          | Excellent      | 0.03        | Excellent      |
| RMSES   | >0.05           | 0.16          | Excellent      | 0.04        | Excellent      |

ที่มา: Analyzed and concluded by the author

จากตารางที่ 3 พบว่า การวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง การวิเคราะห์ SEM ได้ดำเนินการเพื่อตรวจสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานที่มีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาด ผลลัพธ์สุดท้ายแสดงให้เห็นว่าแบบจำลองสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ Chi-square=137.440, CMIN/DF=1.27, CFI=0.96, GFI=0.94, SRMR=0.03, RMSEA=0.04 สรุปได้ว่าแบบจำลองสมการโครงสร้างของอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานที่มีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ผลลัพธ์ของแบบจำลองสมการโครงสร้างทำให้เห็นผลกระทบของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ดังแสดงในรูปที่ 2



**ภาพที่ 2** แบบจำลองสมการโครงสร้างอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานที่มีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

จากภาพที่ 2 พบว่า อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานที่มีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาด ผลการวิเคราะห์ดังนี้ โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ( $\beta=0.621$  และ  $0.459$   $p>0.01$ ) ยอมรับสมมติฐานที่ 1 และ 5 โครงสร้างคณะกรรมการที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ( $\beta=0.559$  และ  $0.587$   $p>0.01$ ) จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2 และ 6 ค่าตอบแทนคณะกรรมการที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ( $\beta=0.636$  และ  $0.511$   $p>0.01$ ) จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3 และ 7 ค่าธรรมเนียมสอบบัญชีที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ( $\beta=0.628$  และ  $0.482$   $p>0.05$ ) จึงยอมรับสมมติฐานที่ 4 และ 8 และผลการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ( $\beta=0.527$   $p>0.05$ ) จึงยอมรับสมมติฐานที่ 9

### 3. ผลการคำนวณอิทธิพลทางตรง (Direct effect)

จากโมเดลเส้นทางความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ผ่านการตกแต่งหรือปรับโมเดลแล้ว พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมีความสัมพันธ์ที่ดีที่สุดแล้ว จึงนำโมเดลความสัมพันธ์ดังกล่าวมาหาอิทธิพลทางตรง (Direct Effect : DE) ดังแสดงในตารางที่ 4

**ตารางที่ 4** แสดงผลการประมาณค่า Standardized Direct Effects, Indirect Effects

|      | FP       |       |        | MV    |          |        |
|------|----------|-------|--------|-------|----------|--------|
|      | DE       | IE    | TE     | DE    | IE       | TE     |
| OWS  | 0.418    | 0.000 | 0.418  | 0.000 | 0.321    | 0.321  |
| STB  | 0.529**  | 0.000 | 0.529  | 0.000 | -0.549** | -0.549 |
| COMP | -0.652** | 0.000 | -0.652 | 0.000 | 0.633**  | 0.633  |
| AUF  | 0.678**  | 0.000 | 0.678  | 0.000 | 0.346**  | 0.346  |
| FP   | -        | -     | -      | 0.738 | 0.000    | 0.738  |

ค่าสถิติไคว์-สแควร์ = 123.234, df = 115 P = 0.042, GFI = 0.984, AGFI = 0.967, SRMR = 0.052

หมายเหตุ \* =  $p < 0.01$ ; DE = Direct Effect IE = Indirect Effects

โครงสร้างผู้ถือหุ้น (OWS), โครงสร้างกรรมการบริษัท (STB), ค่าตอบแทนกรรมการ (COMP)

ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี (AUF), ผลการดำเนินงาน (Firm's Performance), มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (Market Values)

**ที่มา:** Analyzed and concluded by the author

เมื่อพิจารณาอิทธิพลทางตรงของตัวแปร พบว่า มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (MV) ได้รับอิทธิพลทางตรงจากผลการดำเนินงาน (FP) มีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.0738 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และมีอิทธิพลทางอ้อมกับตัวแปรโครงสร้างผู้ถือหุ้น (OWS) โครงสร้างกรรมการบริษัท (STB) ค่าตอบแทนกรรมการ (COMP) ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี (AUF) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.321, 0.633 และ -0.549 ตามลำดับ และเมื่อพิจารณาอิทธิพลทางตรงของตัวแปรจากผลการดำเนินงาน (FP) พบว่า ตัวแปรดังกล่าวได้รับอิทธิพลทางตรงจากโครงสร้างผู้ถือหุ้น (OWS) โครงสร้างกรรมการบริษัท (STB) ค่าตอบแทนกรรมการ (COMP) ค่าธรรมเนียมการตรวจสอบบัญชี (AUF) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.418, 0.678 และ -0.652 ตามลำดับ

## อภิปรายผล

โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด ซึ่งคณะกรรมการบริษัทแต่ละบริษัทสามารถกำหนดจำนวนกรรมการในข้อบังคับของบริษัทขึ้นต่ำต้องไม่น้อยกว่า 5 คน ตามที่กฎหมายกำหนด บริษัทควรกำหนดจำนวนกรรมการตามความเหมาะสมในขนาดและความซับซ้อนของธุรกิจ โดยพิจารณาจากปัจจัยที่สำคัญในด้านโครงสร้างกรรมการเป็นหนึ่งในกลไกของการกำกับดูแลกิจการที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน คือ คุณภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อผลการดำเนินงานและมีความสำคัญในการผลักดันมูลค่าทางการตลาดสู่ความมั่งคั่งสูงสุด ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ozer and Ozen (2018) พบว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท หลังจากมีความเข้มงวดปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้รัดกุมมากยิ่งขึ้น และระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลในเชิงบวกกับมูลค่าของกิจการทำให้มูลค่าทางการตลาดเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Seangarvut et al. (2019) การกำกับดูแลกิจการผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ และค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีมีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน และผลการดำเนินงานมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาด และมูลค่ากิจการลดลง การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลต่อการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โครงสร้างกรรมการบริษัทที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด จากงานวิจัยของ Arora and Sharma (2016) พบว่า คณะกรรมการบริหารบริษัทส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สามารถบรรลุผลทางการบัญชีและการตลาดที่สูงขึ้น และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Seangarvut et al. (2019) พบว่า โครงสร้างกรรมการบริษัท ค่าตอบแทนกรรมการ และค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีมีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน และผลการดำเนินงานมีผลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาด จากงานวิจัยของ Ionescu (2012) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง

กำกับดูแลกิจการและมูลค่าของกิจการตลาดเกิดใหม่ในประเทศลาตินอเมริกา พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการราคาตลาด Tobin's Q ในตลาดเกิดใหม่ ซึ่งมีการดำเนินการตามหลักการกำกับดูแลกิจการ

คำตอบแทนกรรมการที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด ตามแนวคิดของ Andreas et al. (2012) อธิบายในทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) กล่าวว่า กรรมการบริษัทจัดเป็นกลไกหนึ่งในการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างฝ่ายบริหารกับเจ้าของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับ Lee and Isa (2015) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคำตอบแทนกรรมการกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของธนาคารในประเทศมาเลเซีย พบว่า คำตอบแทนกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของธนาคารเช่นกัน Razali et al. (2018) ศึกษาผลของคำตอบแทนกรรมการที่มีต่อผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจสินค้าอุปโภคบริโภคของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย พบว่า คำตอบแทนกรรมการมีผลกระทบเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Tien et al. (2013) พบว่า ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างคำตอบแทนประธานกรรมการบริหารที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาดของบริษัทในกลุ่มธุรกิจคอมพิวเตอร์ในประเทศสหรัฐอเมริกา

ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด จากงานวิจัย พบว่า ค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้นมักทำให้เกิดความโปร่งใสทางการเงินมากขึ้นและลดความเสี่ยงในการบิดเบือนรายงาน ทำให้การกำกับดูแลดีขึ้นและลดความเสี่ยงทางการเงิน อย่างไรก็ตาม ค่าธรรมเนียมที่สูงเกินไปหรือต่ำเกินไปอาจกระทบต่อความเป็นอิสระของผู้สอบบัญชีและคุณภาพการรายงานทางการเงินได้ ดังนั้น การรักษาสมาดุลของค่าธรรมเนียมจึงมีความสำคัญต่อการดำเนินงานที่มั่นคงและโปร่งใส ซึ่งแสดงให้เห็นถึงค่าธรรมเนียมในการตรวจสอบบัญชีจะผันแปรตามคุณลักษณะของสำนักงานบัญชีและคุณลักษณะของลูกค้ำ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัย Bell et al. (2008) พบว่า ลูกค้ำมีความเสี่ยงเป็นปกติ โดยได้รับมอบหมายถึงความพยายามมากขึ้นแล้วนั้นส่งผลต่อค่าสอบที่สูงขึ้นด้วย กล่าวคือกำหนดราคาค่าสอบในภายหลังและการเกิดความเสี่ยงของแนวทางการวางแผนการตรวจสอบมีความสำคัญกับราคาผู้สอบที่สูงขึ้น และยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Martinez and da Jesus Moraes (2014) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีและประสิทธิภาพของบริษัทจดทะเบียนในบราซิลพบว่า ค่าสอบบัญชีมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด

ผลการดำเนินงานที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการตามราคาตลาด สอดคล้องกับงานวิจัยของ Maheshwari et al. (2007) กล่าวว่า ลักษณะของโครงสร้างบริษัทขนาดกิจการมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Pham et al. (2007) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยมูลค่ากิจการราคาตลาด Tobin's Q พบว่า มูลค่ากิจการได้รับอิทธิพลมาจากการดำเนินงาน หากพิจารณาแนวคิดทางการเงินและการบัญชีจะพบว่า ในตลาดหลักทรัพย์ได้มีการนำผล

การดำเนินงานมาใช้ในการคำนวณมูลค่ากิจการในรูปแบบสมการต่าง ๆ ทำให้ผลการดำเนินงานเป็นหนึ่งใน  
กลไกที่จะสะท้อนมูลค่าของกิจการ และยังสอดคล้องกับวิจัยของ Asiri and Hameed (2014) พบว่า  
ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัววัดที่สามารถสะท้อนมูลค่าตลาดของบริษัทมาก นอกจากนี้ยังพบว่า  
ขนาดของบริษัทมีผลต่อมูลค่าตลาดของบริษัท โดยขนาดของบริษัทวัดจากสินทรัพย์รวมและ Tobin's Q  
Ratio ซึ่ง Ahmad and Khan (2017) พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมใช้ในการวัดความสามารถ  
ในการทำกำไรของธุรกิจจะทำให้ทราบถึงผลการดำเนินงานของธุรกิจที่ก่อให้เกิดกำไรในรูปของสินทรัพย์

## ข้อเสนอแนะ

### 1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

1.1 โครงสร้างกรรมการบริษัท ปรับให้มีความเหมาะสมกับขนาด ใช้ความกระชับและความคล่องตัว  
และต้องการความคล่องตัวในการบริหารจัดการ และปรับปรุงกลยุทธ์เพื่อให้ทันต่อการแข่งขันซึ่งได้เห็นถึง  
แนวทางในการลงทุนและเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจ เพื่อนำไปวางแผนในการบริหารธุรกิจของ  
ผู้บริหารอันจะนำไปสู่การพัฒนาธุรกิจ และปรับปรุงกระบวนการดำเนินงานให้เกิดประสิทธิภาพและ  
ประสิทธิผลต่อธุรกิจได้ต่อไปในอนาคต

1.2 ค่าตอบแทนกรรมการ พบว่า กรรมการมีส่วนสำคัญต่อผลการดำเนินงาน ดังนั้นการรักษา  
กรรมการที่มีความรู้ความสามารถให้ดำรงอยู่และใช้ศักยภาพอย่างเต็มประสิทธิภาพ ผลของค่าตอบแทน  
จึงสำคัญและควรกำหนดโดยให้ตามความสามารถของกรรมการและพิจารณาราคาตลาดประกอบด้วย ซึ่ง  
แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการมากจะมีผลการดำเนินงานที่ดีเนื่องจากกรรมการเป็น  
กลไกที่สำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่จะช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างตัวการ  
คือ ผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่าง ๆ ของบริษัทกับผู้บริหารบริษัทซึ่งเป็นตัวแทน ดังนั้นหากผู้ถือหุ้นหรือบริษัท  
ต้องการให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีควรจะต้องให้ความสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการของ  
บริษัท

1.3 นักลงทุนสามารถนำข้อมูลผลงานวิจัยไปประกอบการตัดสินใจเพื่อการลงทุน โดยสังเกตจาก  
ระดับคะแนนประเมินผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมถึงการพิจารณาผลการดำเนินงาน เพื่อทราบมูลค่า  
กิจการราคาตามตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100)

### 2. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

2.1 การวิจัยครั้งต่อไปศึกษาเปรียบเทียบมูลค่ากิจการในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อหาข้อแตกต่าง  
ระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม และอาจศึกษาข้อมูลเชิงคุณภาพเพื่อให้ได้ข้อมูลเชิงลึก เช่น การสัมภาษณ์  
คณะกรรมการบริษัทเพื่อให้ได้ข้อมูลที่เป็นรูปธรรมมากขึ้น เป็นต้น

2.2 การศึกษาครั้งต่อไปควรพัฒนาเป็นเครื่องมือแบบสอบถามและดำเนินการเก็บข้อมูลจากกลุ่ม  
ตัวอย่างที่เป็นธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์เพื่อพัฒนาต่อยอดจากการศึกษาค้างนี้

## บรณานุกรม

- Ahmad, A., & Khan, M. N. (2017). Developing a website service quality scale: A confirmatory factor analytic approach. *Journal of Internet Commerce*, 16(1), 104–126.  
<https://doi.org/10.1080/15332861.2017.1283927>
- Alsaeed, K. (2006). The association between firm-specific characteristics and disclosure: The case of Saudi Arabia. *Managerial Auditing Journal*, 21(5), 476–496.  
<https://doi.org/10.1108/02686900610667256>
- Andreas, J. M., Rapp, M. S., & Wolff, M. (2012). Determinants of director compensation in two-tier systems: Evidence from German panel data. *Review of Managerial Science*, 6, 33–79. <https://doi.org/10.1007/s11846-010-0048-z>
- Arora, A., & Sharma, C. (2016). Corporate governance and firm performance in developing countries: Evidence from India. *Corporate Governance*, 16(2), 420–436.  
<https://doi.org/10.1108/CG-01-2016-0018>
- Asiri, B. K., & Hameed, S. A. (2014). Financial ratios and firm's value in the Bahrain Bourse. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(7), 1–9.  
<https://iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/12297/12704>
- Aslam, E., Haron, R., & Tahir, M. N. (2019). How director remuneration impacts firm performance: An empirical analysis of executive director remuneration in Pakistan. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 186–196. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.01.003>
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004). Is board size an independent corporate governance mechanism?. *Kyklos*, 57(3), 327–356.
- Bell, T. B., Doogar, R., & Solomon, I. (2008). Audit labor usage and fees under business risk auditing. *Journal of Accounting Research*, 46(4), 729–760.  
<https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00291.x>
- Butsalee, P., & Sincharoonsak, T. (2020). Intellectual capital as an enterprise value measurement. *Academic Journal of Buriram Rajabhat University*, 12(1), 127–141. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/bruj/article/view/240443/165088> [in Thai]

- Celik, S., & Isaksson, M. (2014). Institutional investors and ownership engagement. *OECD Journal Financial Market Trends*, 2013(2), 93–114.
- Che–Ahmad, A., & Houghton, K. A. (1996). Audit fee premiums of big eight firms: Evidence from the market for medium–size UK auditees. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 5(1), 53–72. [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(96\)90015-4](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(96)90015-4)
- El-Sayed Ebaid, I. (2011). The value relevance of accounting-based performance measures in emerging economies: The case of Egypt. *Management Research Review*, 35(1), 69–88.
- Gulzar, M. A., & Wang, Z. (2011). Corporate governance characteristics and earnings management: Empirical evidence from Chinese listed firms. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 1(1), 133–151. <https://doi.org/10.5296/ijaf.v1i1.854>
- Hair, J. F., Sarstedt, M., Pieper, T. M., & Ringle, C. M. (2012). The use of partial least squares structural equation modeling in strategic management research: A review of past practices and recommendations for future applications. *Long Range Planning: International Journal of Strategic Management*, 45(5–6), 320–340. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2012.09.008>
- Haryono, U., & Iskandar, R. (2015). Corporate social performance and firm value. *International Journal of Business and Management Invention*, 4(11), 69–75.
- Ionescu, T. (2012). Exploring the nature of cognitive flexibility. *New Ideas in Psychology*, 30(2), 190–200. <https://doi.org/10.1016/j.newideapsych.2011.11.001>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johl, S. K., Kaur, S., & Copper, B. J. (2015). Board characteristics and firm performance: Evidence from Malaysian public listed firms. *Journal of Economic, Business and Management*, 3(2), 239–243. DOI: 10.7763/JOEBM.2015.V3.187

- Kookkaew, P., & Sanpakdee, P. (2024). Corporate governance factors influencing firm performance of listed company on the Stock Exchange of Thailand. *RMUTI Journal Humanities and Social Sciences*, 11(2), 64–76. [https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RMUTI\\_-\\_SS/article/view/274447](https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RMUTI_-_SS/article/view/274447) [in Thai]
- Kuntiya, S., Intakhan, P., & Tonglad, P. (2024). The ownership structure and the capital structure on profit stability of businesses in the COVID–19 situation: Evidence from 135 companies of SETHDGroup in the Stock Exchange of Thailand. *KKBS Journal of Business Administration and Accountancy*, 8(1), 47–60. <https://so04.tcithaijo.org/index.php/kkbsjournal/article/view/268703> [in Thai]
- Lang, L. H., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248–1280.
- Lee, S. P., & Isa, M. (2015). Directors' remuneration, governance and performance: The case of Malaysian banks. *Managerial Finance*, 41(1), 26–44. <https://doi.org/10.1108/MF-08-2013-0222>
- Maheshwari, A., Maley, W., Li, Z., & Thuluvath, P. J. (2007). Biliary complications and outcomes of liver transplantation from donors after cardiac death. *Liver Transplantation*, 13(12), 1645–1653. DOI: 10.1002/lt.21212
- Martinez, A. L., & da Jesus Moraes, A. (2014). Association between independent auditor fees and firm value: A study of Brazilian public companies. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 10(4). [https://www.researchgate.net/publication/265794063\\_Association\\_Between\\_Independent\\_Auditor\\_Fees\\_and\\_Firm\\_Value\\_A\\_Study\\_of\\_Brazilian\\_Public\\_Companies](https://www.researchgate.net/publication/265794063_Association_Between_Independent_Auditor_Fees_and_Firm_Value_A_Study_of_Brazilian_Public_Companies)
- Mouselli, S., & Hussainey, K. (2014). Corporate governance, analyst following and firm value. *Corporate Governance*, 14(4), 453–466. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2011-0093>
- Ozer, G., & Ozen, A. K. (2018). The effects of ownership structure on financial performance of enterprises in the light of accounting–based performance indicators: A research on the firms traded on the BIST industrial index. *Journal of Economics Finance and Accounting*, 5(2), 184–203. <https://doi.org/10.17261/Pressacademia.2018.824>

- Phakdee, N., Intha, N., Pathaichindachote, W., & Chaiprasart, P. (2021, August 16). Nam Dok Mai Sri Tong mango storage life is extended using controlled atmospheres. In M.L.A.T.M., S. Pols, & B.M. Nicolai (Eds.), *XIII International Controlled and Modified Atmosphere Research Conference-CAMA 2021* (pp. 5–12). Leuven. <https://doi.org/10.17660/ActaHortic.2024.1386.2>
- Pham, T., Fautrel, B., Dernis, E., Goupille, P., Guillemin, F., Le Loët, X., Ravaud, P., Claudepierre, P., Miceli-Richard, C., de Bandt, M., Breban, M., Maillefert, J., Masson, C., Sarau, A., Schaevebeke, T., Wendling, D., Mariette, X., & Combe, B. (2007). Recommendations of the French society for rheumatology regarding TNF $\alpha$  antagonist therapy in patients with ankylosing spondylitis or psoriatic arthritis: 2007 update. *Joint Bone Spine*, *74*(6), 638–646. <https://doi.org/10.1016/j.jbspin.2007.10.003>
- Piphatanakul, W., Petchchedchoo, P., & Kumsuprom, S. (2020). The determinants of audit fees. *Suthiparithat Journal*, *34*(109), 230–244. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/DPUSuthiparithatJournal/article/view/242309> [in Thai]
- Razali, R., Saraih, U. N., Shaari, M. S., Abd Rani, M. J., & Abashah, A. (2018). The influences of effectiveness, competitive advantages and market accessibility on SME performance in Malaysia. *MATEC Web of Conferences*, *150*(6), 1–6. <https://doi.org/10.1051/mateconf/201815005023>
- Sabsombat, N., Sangthong, K., Yasaboo, N., Laddee, N., Chukaew, N., & Pongsri, S. (2020). The relationship between corporate governance and firm value of listed companies on the Stock Exchange of Thailand in SET100 Index. *WMS Journal of Management*, *9*(4), 1–14. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/wms/article/view/245346> [in Thai]
- Salaphai, T., Kannarapong, N., Somnuek, S., & Yampaka, T. (2024). The impact of corporate governance, financial performance, and technology investment on firm value of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Rajapark Journal*, *18*(58), 517–532. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RJPJ/article/view/272993> [in Thai]
- Seangarvut, P., Prakobsaeng, P., & Kumsuprom, S. (2019). Corporate governance, firm performance and market value: Listed firms in Thailand (MAI). *Suthiparithat Journal*, *34*(109), 1–16. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/DPUSuthiparithatJournal/article/view/242243> [in Thai]

- Srinamngern, N., & Sanpakdee, P. (2025). The impact of the board characteristics on the relationship of shareholder structure and earnings management of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Arts of Management Journal*, 9(1), 75–101. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/jam/article/view/275771> [in Thai]
- Tee, S. R., Devane, L. A., Evoy, D., Rothwell, J., Geraghty, J., Prichard, R. S., & McDermott, E. W. (2018). Meta-analysis of sentinel lymph node biopsy after neoadjuvant chemotherapy in patients with initial biopsy-proven node-positive breast cancer. *British Journal of Surgery*, 105(12), 1541–1552. <https://doi.org/10.1002/bjs.10986>
- Tien, C., Chen, C. N., & Chung, C. M. (2013). A study of CEO power, pay structure, and firm performance. *Journal of Management and Organization*, 19(4), 424–453. DOI: 10.1017/jmo.2013.30
- Yangklan, P. (2019). The operating performance influencing firm value through earnings management of the listed company on the Stock Exchange of Thailand. *Sripatum Chonburi Academic Journal*, 16(1), 33–42. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/SPUCJ/article/view/223316> [in Thai]