

อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี  
และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัท  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**INFLUENCE OF FIRM CHARACTERISTICS CORPORATE  
GOVERNANCE AND EARNINGS MANAGEMENT  
ON FIRM VALUE OF LISTED COMPANIES IN  
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND**

ฐิติพร พระโพธิ์

**THITIPORN PRAPHO**

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี  
คณะบัญชี  
มหาวิทยาลัยศรีปทุม  
ปีการศึกษา 2562  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยศรีปทุม

**INFLUENCE OF FIRM CHARACTERISTICS CORPORATE  
GOVERNANCE AND EARNINGS MANAGEMENT  
ON FIRM VALUE OF LISTED COMPANIES IN  
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND**

**THITIPORN PRAPHO**

**A THESIS SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF  
DOCTOR OF PHILOSOPHY PROGRAM IN ACCOUNTANCY  
SCHOOL OF ACCOUNTANCY  
SRIPATUM UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2019  
COPYRIGHT OF SRIPATUM UNIVERSITY**

ชื่อหัวข้อวิทยานิพนธ์

อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี  
และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัท  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
INFLUENCE OF FIRM CHARACTERISTICS CORPORATE  
GOVERNANCE AND EARNINGS MANAGEMENT ON  
FIRM VALUE OF COMPANIES LISTED ON THE STOCK  
EXCHANGE OF THAILAND

นักศึกษา

ฐิติพร พระโพธิ์ รหัสประจำตัว 56560068

หลักสูตร

ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี

คณะ

บัญชี

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก ดร.มนตรี ช่วยชู

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม ดร.วรกร แซ่มเมืองปัก

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

.....ประธานกรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ ดร.ธารินี พงศ์สุพัฒน์)

.....กรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภาสวรรณ สุนทรารักษ์)

.....กรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์)

.....กรรมการ  
(ดร.มนตรี ช่วยชู)

.....กรรมการ  
(ดร.วรกร แซ่มเมืองปัก)

.....กรรมการ  
(ดร.เบญจพร โมกษะเวส)

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม อนุมัติให้นำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของ  
การศึกษาตามหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี

คณบดีคณะบัญชี

.....  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์)

วันที่ 17 เดือน สิงหาคม พ.ศ. 2563



วิทยานิพนธ์เรื่อง	อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
คำสำคัญ	การกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร มูลค่ากิจการ
นักศึกษา	ฐิติพร พระโพธิ์
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก	ดร.มนตรี ช่วยชู
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม	ดร.วรกร แซ่มเมืองปัก
หลักสูตร	ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี
คณะ	บัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม
ปีการศึกษา	2562

## บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ พัฒนาตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดำเนินการวิจัยด้วยวิธีแบบผสมผสาน ประกอบด้วย 1) วิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่าง 468 บริษัท เก็บข้อมูลจากงบการเงินประจำปีและแบบรายงาน (แบบ 56-1) ระยะเวลา 2 ปี ระหว่างปี 2560-2561 เนื่องจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560 (Corporate Governance Code) หลักเกณฑ์ใหม่ในปี 2560 ใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างแบบ Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model และ 2) วิจัยเชิงคุณภาพเป็นการสัมภาษณ์เพื่อให้ผู้ให้ข้อมูลแสดงความคิดเห็นหรือข้อเสนอแนะในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 7 ท่าน

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าองค์ประกอบที่สามารถอธิบายคุณลักษณะบริษัทได้ดีที่สุดคือขนาดของกิจการ ด้วยค่าน้ำหนักองค์ประกอบ 0.99 องค์ประกอบที่สามารถอธิบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้ดีที่สุดคือ การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร ด้วยค่าน้ำหนักองค์ประกอบ 0.84 และองค์ประกอบที่สามารถอธิบายมูลค่ากิจการ ได้ดีที่สุดคือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม ด้วยค่าน้ำหนักองค์ประกอบ 0.51

โดยพบว่า คุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไร มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ทุกโมเดลที่ทำการศึกษา 1) คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี และมูลค่ากิจการ ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.13 และ 0.31 มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.16 2) การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร และมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.16 และ 0.16 และ 3) การจัดการกำไร มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.26

ตัวแบบจำลองที่พัฒนาขึ้นมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ มีค่าสถิติผ่านเกณฑ์ทุกปีที่ทำการศึกษา เป็นไปตามสมมติฐาน จากการสัมภาษณ์ พบว่า การปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นสิ่งสำคัญและส่งผลกระทบต่อบริษัท และยังพบว่าลักษณะธุรกิจและโครงสร้างองค์กรส่งผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือและการตัดสินใจลงทุน จากการสังเคราะห์ข้อมูลพบองค์ประกอบที่สำคัญคือ การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร ผู้วิจัยจึงนำมาสร้างเครื่องมือการประเมินผลการปฏิบัติงาน KPI (Key Performance Indicator) เพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนาทรัพยากรบุคคลที่เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการเพิ่มมูลค่ากิจการ อีกทั้งนักลงทุน ผู้ถือหุ้นและผู้ที่เกี่ยวข้องสามารถนำผลการวิจัยไปประเมินผลการดำเนินงานและเป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนและอื่นๆได้

<b>TITLE</b>	INFLUENCE OF FIRM CHARACTERISTICS CORPORATE GOVERNANCE AND EARNINGS MANAGEMENT ON FIRM VALUE OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
<b>KEYWORDS</b>	CORPORATE GOVERNANCE/ EARNINGS MANAGEMENT/ FIRM VALUE
<b>STUDENT</b>	THITIPORN PRAPHO
<b>ADVISOR</b>	MONTREE CHUAYCHOO, Ph.D.
<b>CO-ADVISOR</b>	WORAKORN CHAEMMUANGPAK, Ph.D.
<b>LEVEL OF STUDY</b>	DOCTOR OF PHILOSOPHY PROGRAM IN ACCOUNTANCY
<b>FACULTY</b>	SCHOOL OF ACCOUNTANCY SRIPATUM UNIVERSITY
<b>ACADEMIC YEAR</b>	2019

#### ABSTRACT

This research aimed to examining the influences of firm characteristics, corporate governance, and earnings management on firm value and developing the model of firm characteristics, corporate governance, and earnings management on firm value and Performance appraisal tool of listed companies in the stock exchange of Thailand. This mixed-method study consisted of 1) quantitative research, 468 companies providing data of annual financial reports and 56-1 reports recorded during 2017-2018, as the office of the Securities & Exchange Commission has issued Corporate Governance Code for listed companies 2017 in the year 2017 for quantitative study and analysis by using Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model, and 2) qualitative research, an interview was selected for data collection with 7 informants from individual industrial groups by providing opinions or suggestions.

The results pointed out the best factor possessing ability in describing firm characteristics is firm size with factor loading equal to 0.99, factor possessing ability in describing corporate governance is ensure effective CEO and people management with factor loading equal to 0.84, and factor possessing ability in describing firm value is cumulative abnormal return with factor loading equal to 0.51.

The results showed significant influences of firm characteristics, corporate governance, and earnings management on firm value 1) firm characteristics possessed a positive direct effect on corporate governance and firm value with the path coefficient equal to 0.13 and 0.31, possessed a negative direct effect on earnings management with the path coefficient equal to -0.16, 2) corporate governance possessed a negative direct effect on earnings management and a positive direct effect on firm value with the path coefficient equal to -0.16 and 0.16, and 3) earnings management possessed a negative direct effect on firm value with the path coefficient equal to -0.26.

The developed model was found to be well fitted to empirical evidence possessing passed values based on criteria from every year of study, as hypothesized. According to the results gained by interviewing, practices in corporate governance were key factors influencing companies in several aspects. In addition, firm characteristics and organizational structures directly contributed to credentials and investment decision. Based on data synthesis, some key factors were found including ensure effective CEO and people management. The key factors were used for instrument creation of operational KPI (Key Performance Indicator) evaluation as for developing guidelines in human resource development which were key factors contributing to value-added business. In addition, the results of this study could benefit investors, shareholders, and related parties in operational evaluation Investment decision-making and others.

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาและดำเนินการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี ด้วยความกรุณาอย่างสูงจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สีนจรรยาศักดิ์ คณบดีคณะบัญชี และ ดร.มนตรี ช่วยชู ผู้อำนวยการหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ซึ่งท่านได้เสียสละเวลาอันมีค่าเพื่อให้คำปรึกษา แนะนำ และให้ข้อเสนอแนะ ตลอดจนการให้ความช่วยเหลือในการแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ เพื่อให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณอย่างสูง

ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณ ดร.มนตรี ช่วยชู อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก ดร.วรกร เข้มเมืองปัก อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม รองศาสตราจารย์ ดร.ธารินี พงศ์สุพัฒน์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภาสวรรณ สุนทรารักษ์, ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สีนจรรยาศักดิ์ และ ดร.เบญจพร โมกขะเวส คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ท่านได้ให้ความอนุเคราะห์ข้อเสนอแนะที่ทรงคุณค่าอย่างยิ่งต่อการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้มีความสมบูรณ์ และขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์รองเอก วรรณพฤกษ์ ผู้ช่วยผู้อำนวยการหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ที่กรุณาให้ความอนุเคราะห์ ประสานข้อมูลในการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ด้วยดีตลอดมา

ขอขอบพระคุณ ดร.ณรงค์เดช รัตนานนท์เสถียร อธิการบดีมหาวิทยาลัยราชภัฏกาญจนบุรี ที่ได้อนุมัติทุนสนับสนุนการทำวิทยานิพนธ์ ขอขอบพระคุณผู้ให้ข้อมูลทุกท่านที่ให้ความร่วมมือและกรุณาเสียสละเวลาอันมีค่าในการตอบแบบสัมภาษณ์ ขอขอบคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ขวัญนรี กล้าปราบ โจร, ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์ และท่านอื่นๆ ที่ได้ให้คำแนะนำต่างๆ ผู้เขียนตำรา เอกสาร บทความต่างๆ ทั้งในประเทศและต่างประเทศที่ผู้วิจัยได้ศึกษาค้นคว้า และนำมาอ้างอิงในการจัดทำวิทยานิพนธ์ครั้งนี้ และทุกกำลังใจจากครอบครัวอันสำคัญยิ่งที่ทำให้ผู้วิจัยมีความมุ่งมั่น ทุ่มเทในการศึกษา ค้นคว้า และจัดทำวิทยานิพนธ์ครั้งนี้ให้แล้วเสร็จสมบูรณ์

สุดท้ายนี้ องค์กรความรู้ และคุณค่าจากการสร้างสรรค์อันพึงเกิดขึ้นจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ขอมอบเป็นเครื่องบูชาพระคุณ ครู อาจารย์ และผู้มีพระคุณทุกท่าน

ฐิติพร พระโพธิ์

สิงหาคม 2563



## สารบัญ

บทคัดย่อภาษาไทย.....	I
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	III
กิตติกรรมประกาศ.....	V
สารบัญ.....	VI
สารบัญตาราง.....	IX
สารบัญภาพ.....	XII
<b>บทที่</b>	<b>หน้า</b>
1    บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	5
กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	5
คำถามการวิจัย.....	21
สมมติฐานการวิจัย.....	21
ขอบเขตของการวิจัย.....	21
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	24
นิยามศัพท์.....	25
สรุป.....	26
2    แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	27
1. แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	28
1.1 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย.....	28
1.2 ทฤษฎีความชอบธรรมหรือทฤษฎีชอบด้วยกฎหมาย.....	29
1.3 ทฤษฎีเชิงสถานการณ์.....	31
1.4 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ.....	32
1.5 ทฤษฎีตัวแทน.....	33

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่		หน้า
	2. ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	34
	2.1 คุณลักษณะบริษัท.....	34
	2.2 การกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560.....	41
	2.3 การจัดการกำไร.....	53
	2.4 มูลค่ากิจการ.....	66
	สรุป.....	66
3	ระเบียบวิธีวิจัย.....	67
	ตอนที่ 1 ขั้นตอนการวิจัยเชิงปริมาณ.....	68
	รูปแบบการวิจัย.....	68
	ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	69
	ขั้นตอนการดำเนินการวิจัย.....	70
	เครื่องมือและการพัฒนาเครื่องมือ.....	73
	การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	73
	วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล.....	74
	ตอนที่ 2 ขั้นตอนการวิจัยเชิงคุณภาพ.....	76
	รูปแบบการวิจัย.....	76
	ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	77
	ขั้นตอนการดำเนินการวิจัย.....	77
	เครื่องมือและการพัฒนาเครื่องมือ.....	81
	การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	82
	วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล.....	84
	สรุป.....	84

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	85
ตอนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานเชิงพรรณนาของตัวแปรในการวิจัย.....	87
ตอนที่ 2 ผลการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติของข้อมูลในการวิเคราะห์ โมเดลสมการ โครงสร้าง .....	91
ตอนที่ 3 การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน .....	96
ตอนที่ 4 การวิเคราะห์โมเดลสมการ โครงสร้าง และการทดสอบสมมติฐาน.....	113
ตอนที่ 5 การวิเคราะห์ผลการวิจัยเชิงคุณภาพ จากผู้ให้ข้อมูลในแต่ละกลุ่ม อุตสาหกรรม.....	145
สรุป.....	160
5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	161
สรุปผลการวิจัย.....	162
อภิปรายผล.....	168
ข้อจำกัดของการวิจัย.....	172
ข้อเสนอแนะ.....	172
สรุป.....	175
บรรณานุกรม.....	176
ภาคผนวก.....	192
ภาคผนวก ก รายชื่อย่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ ใช้ในการวิจัย.....	193
ภาคผนวก ข แบบสัมภาษณ์ในการวิจัย.....	199
ภาคผนวก ค การตรวจสอบลักษณะการแจกแจงแบบปกติของข้อมูล.....	203
ภาคผนวก ง การตรวจสอบความแปรปรวนที่สม่ำเสมอและเป็นเอกพันธ์การกระจาย	221
ภาคผนวก จ การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรต้นกับตัว แปรตาม.....	227
ประวัติผู้วิจัย.....	233

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1 แสดงการสรุปกรอบแนวคิดในการวิจัย.....	9
2 แสดงชื่อภาษาไทย ชื่อภาษาอังกฤษ ของตัวแปร/ตัวชี้วัด และอักษรย่อ.....	13
3 หลักปฏิบัติ 8 ข้อ ภายใต้ CG Code.....	45
4 แสดงจำนวนประชากรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย....	69
5 แสดงกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย.....	70
6 ตัวแปรและการกำหนดค่า.....	72
7 แสดงสถิติที่ใช้ตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดลตามสมมติฐานกับข้อมูลเชิง ประจักษ์และเกณฑ์ที่ใช้พิจารณา.....	76
8 คำอธิบายสัญลักษณ์ในการวิจัย.....	86
9 แสดงการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานเชิงพรรณนาของตัวแปรในการวิจัย ปี 2560-2561.....	88
10 แสดงการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ ปี 2560.....	94
11 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix) ปี 2560.....	94
12 แสดงการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ ปี 2561.....	95
13 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix) ปี 2561.....	95
14 แสดงการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุรวม.....	95
15 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix) ปี 2560-2561.....	96
16 แสดงผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปร ปี 2560.....	100
17 แสดงผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปร ปี 2561.....	105
18 แสดงผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรแบบการวิเคราะห์รวม.....	111
19 แสดงการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โมเดล ปี 2560.....	114
20 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐาน และค่า t-value ของโมเดลปี 2560 (n = 468) (ก่อนปรับโมเดล).....	115
21 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐาน และค่า t-value ของโมเดล ปี 2560 (n = 468) (หลังปรับโมเดล).....	118

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า	
22	แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดล ปี 2560 (หลังปรับโมเดล).....	122
23	แสดงผลการวิเคราะห์เส้นทางโมเดลสมการ โครงสร้างตามสมมติฐาน โมเดล ปี 2560	122
24	แสดงการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โมเดล ปี 2561.....	124
25	แสดงค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐาน และค่า t-value ของโมเดล ปี 2561 (n = 468) (ก่อนปรับโมเดล).....	125
26	แสดงค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐาน และค่า t-value ของ โมเดล ปี 2561 (n = 468) (หลังปรับโมเดล).....	127
27	แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดล ปี 2561 (หลังปรับโมเดล) .....	131
28	แสดงผลการวิเคราะห์เส้นทางโมเดลสมการ โครงสร้างตามสมมติฐาน โมเดล ปี 2561	132
29	แสดงการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร การทดสอบความสัมพันธ์รวม.....	134
30	แสดงค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐาน และค่า t-value ของ โมเดลรวม (n = 468) (ก่อนปรับโมเดล).....	135
31	แสดงค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐาน และค่า t-value ของ โมเดลรวม (n = 468) (หลังปรับ โมเดล).....	137
32	แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดล ปีรวม (หลังปรับโมเดล).....	142
33	แสดงผลการวิเคราะห์เส้นทางโมเดลสมการ โครงสร้างตามสมมติฐานโมเดลรวม....	142
34	แสดงผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย.....	144
35	ตำแหน่งผู้ให้ข้อมูล.....	145
36	แสดงผลค่าเฉลี่ยข้อคำถาม โดยผู้ทรงคุณวุฒิ.....	146
37	แสดงข้อสรุปการสัมภาษณ์.....	147
38	แสดงผลการสรุปข้อมูลเชิงปริมาณและข้อมูลเชิงคุณภาพ.....	150
39	แสดงเครื่องมือการประเมินผลการปฏิบัติงาน.....	156
40	แสดงตาราง โครงการ/กิจกรรม/หลักสูตร และตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน.....	159

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า	
41	แสดงสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์และสมมติฐานการวิจัย.....	164
42	รายชื่อผู้ประกอบการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ในการวิจัย.....	194

## สารบัญภาพ

ภาพประกอบที่	หน้า
1 แสดงกรอบแนวคิดในการวิจัยแสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแล กิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	12
2 แสดงโมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแล กิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	17
3 แสดงกรอบแนวคิดในการวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผล ต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	18
4 แสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี.....	40
5 แสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร.....	41
6 แสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ.....	41
7 แสดงอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร.....	52
8 แสดงอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ.....	52
9 แสดงอิทธิพลของการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ.....	58
10 แสดงขั้นตอนการดำเนินการวิจัย.....	80
11 แสดงการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรลักษณะบริษัท (COM) ปี 2560....	97
12 แสดงการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ปี 2560.....	98
13 แสดงการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ปี 2560.....	99
14 แสดงการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรลักษณะของบริษัท (COM) ปี 2561	102
15 แสดงการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ปี 2561.....	103
16 แสดงการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ปี 2561.....	104
17 แสดงการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรลักษณะบริษัท (COM) โมเดลโดยรวม.....	107

## สารบัญญภาพ (ต่อ)

ภาพประกอบที่	หน้า
18 แสดงการวิเคราะห์ห้องค์ประกอบเชิงยื่นยันตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) โมเดลรวม.....	108
19 แสดงการวิเคราะห์ห้องค์ประกอบเชิงยื่นยันตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) โมเดลรวม.....	109
20 แสดงโมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูล เชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และ การจัดการกำกับที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ปี 2560 (ก่อนปรับ โมเดล).....	116
21 แสดงโมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูล เชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทการกำกับดูแลกิจการที่ดี และ การจัดการกำกับที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ปี 2560 (หลังปรับ โมเดล).....	118
22 แสดงโมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูล เชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และ การจัดการกำกับที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ปี 2561 (ก่อนปรับ โมเดล).....	126
23 แสดงโมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูล เชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และ การจัดการกำกับที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ปี 2561 (หลังปรับ โมเดล).....	128
24 แสดงโมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิง ประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการ จัดการกำกับที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ของโมเดลรวม (ก่อนปรับ โมเดล).....	136
25 แสดงโมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิง ประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการ จัดการกำกับที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ของโมเดลรวม (หลังปรับโมเดล).....	138
26 ตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการ กำกับที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย .....	153
27 แสดงเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ.....	155
28 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูล โครงสร้างเงินทุน ปี 2560 .....	204



## สารบัญญภาพ (ต่อ)

ภาพประกอบที่	หน้า
29 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราการเจริญเติบโต ปี 2560.....	204
30 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูล โครงสร้างผู้ถือหุ้น ปี 2560.....	204
31 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลขนาดของกิจการ ปี 2560.....	205
32 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG1) ปี 2560.....	205
33 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG2) ปี 2560.....	205
34 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG3) ปี 2560.....	206
35 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG4) ปี 2560.....	206
36 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG5) ปี 2560.....	206
37 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG6) ปี 2560.....	207
38 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG7) ปี 2560.....	207
39 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG8) ปี 2560.....	207
40 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม ปี 2560.....	208
41 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตรากำไรต่อหุ้น ปี 2560.....	208
42 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ปี 2560.....	208
43 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน ปี 2560.....	209
44 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูล โครงสร้างเงินทุน ปี 2561.....	209
45 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราการเจริญเติบโต ปี 2561.....	209
46 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูล โครงสร้างผู้ถือหุ้น ปี 2561.....	210
47 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลขนาดของกิจการ ปี 2561.....	210
48 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG1) ปี 2561.....	210
49 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG2) ปี 2561.....	211
50 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG3) ปี 2561.....	211
51 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG4) ปี 2561.....	211
52 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG5) ปี 2561.....	212
53 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG6) ปี 2561.....	212
54 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG7) ปี 2561.....	212

## สารบัญญภาพ (ต่อ)

ภาพประกอบที่	หน้า
55 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG8) ปี 2561.....	213
56 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม ปี 2561.....	213
57 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตรากำไรต่อหุ้น ปี 2561.....	213
58 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ปี 2561.....	214
59 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน ปี 2561.....	214
60 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลโครงสร้างเงินทุนรวม.....	214
61 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตรากำไรสุทธิรวม.....	215
62 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นรวม.....	215
63 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลขนาดของกิจการรวม.....	215
64 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG1) รวม.....	216
65 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG2) รวม.....	216
66 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG3) รวม.....	216
67 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG4) รวม.....	217
68 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG5) รวม.....	217
69 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG6) รวม.....	217
70 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG7) รวม.....	218
71 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG8) รวม.....	218
72 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการจัดการกำไร.....	218
73 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมรวม.....	219
74 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตรากำไรต่อหุ้นรวม.....	219
75 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นรวม.....	219
76 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลขนาดของกิจการรวม.....	220
77 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยการกำกับดูแล กิจการที่ดี (CGC) เป็นตัวแปรตาม ปี 2560.....	222

## สารบัญญภาพ (ต่อ)

ภาพประกอบที่	หน้า	
78	ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยการจัดการกำไร (EAR) เป็นตัวแปรตาม ปี 2560.....	222
79	ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยมูลค่ากิจการ (FMV) เป็นตัวแปรตาม ปี 2560.....	223
80	ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยการทำกับดูแล กิจการที่ดี (CGC) เป็นตัวแปรตาม ปี 2561.....	223
81	ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยการจัดการกำไร (EAR) เป็นตัวแปรตาม ปี 2561.....	224
82	ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยมูลค่ากิจการ (FMV) เป็นตัวแปรตาม ปี 2561.....	224
83	ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยการทำกับดูแล กิจการที่ดี (CGC) เป็นตัวแปรตามรวม.....	225
84	ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยการจัดการกำไร (EAR) เป็นตัวแปรรวม.....	225
85	ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยมูลค่ากิจการ (FMV) เป็นตัวแปรตามรวม.....	226

## สารบัญญภาพ (ต่อ)

ภาพประกอบที่	หน้า
86 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) เป็นตัวแปรตาม ปี 2560.....	228
87 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระคุณลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่การจัดการกำไร (EAR) เป็นตัวแปรตาม ปี 2560.....	228
88 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระคุณลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่มูลค่ากิจการ (FMV) เป็นตัวแปรตาม ปี 2560.....	229
89 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) เป็นตัวแปรตาม ปี 2561.....	229
90 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่การจัดการกำไร (EAR) เป็นตัวแปรตาม ปี 2561.....	230
91 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่มูลค่ากิจการ (FMV) เป็นตัวแปรตาม ปี 2561.....	230
92 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยการจัดการกำไร (EAR) เป็นตัวแปรรวม.....	231
93 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระคุณลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่มูลค่ากิจการ (FMV) เป็นตัวแปรตามแบบรวม.....	231
94 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระคุณลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่การจัดการกำไร (EAR) เป็นตัวแปรตามแบบรวม.....	232

# บทที่ 1

## บทนำ

### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

เหตุการณ์ความล้มเหลวทางการเงินของบริษัทยักษ์ใหญ่ในสหรัฐอเมริกา ดังเช่น บริษัท Enron และบริษัท WorldCom กรณีเรื่องอื้อฉาวที่มีการปกปิดและตกแต่งตัวเลขทางบัญชี และบิดเบือนรายงานทางการเงินของบริษัทสร้างความเสียหายต่อตลาดการเงินอย่างมาก (Berthelot, Morris & Morrill, 2010, pp. 635-646) เหตุการณ์การล้มละลายที่เกิดขึ้นจากการตกแต่งตัวเลขทางการเงินบัญชี การรายงานข้อมูลทางการเงินที่ไม่สะท้อนผลการดำเนินงานและฐานะการเงินอย่างแท้จริง การปฏิบัติงานที่ไม่โปร่งใสของผู้บริหาร การควบคุมภายในและการตรวจสอบภายในที่ขาดประสิทธิภาพ สิ่งต่างๆ เหล่านี้จะส่งผลกระทบต่อบุคคลที่เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็นนักลงทุน เจ้าหนี้ พนักงาน รวมถึงความน่าเชื่อถือของรายงานทางการเงินและความเชื่อมั่นที่มีต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี วิกฤตเศรษฐกิจของประเทศไทยที่เกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2540 ส่วนหนึ่งเกิดจากการกำกับดูแลกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Maher & Anderson, 1999, pp. 1-51) จากเหตุการณ์ดังกล่าว การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงกลายเป็นสิ่งสำคัญมากขึ้นเรื่อยๆ (Krenn, 2015, pp. 369-382) ส่งผลให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้องเข้ามาผลักดันด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Carcello, Hermanson & Raghunandan, 2005, pp. 69-84) รวมถึงประเทศไทยที่ได้มีการพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อให้แน่ใจว่ารายงานทางการเงินเชื่อถือได้ เนื่องจากงบการเงินถือเป็นเครื่องมือที่สำคัญที่ใช้ในการตัดสินใจของนักลงทุน นักวิเคราะห์ ผู้ถือหุ้น และคณะกรรมการ (Stiglbauer & Velte, 2014, pp. 395-406) งบการเงินต้องมีคุณภาพ เป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม และเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ (Abdillah, Mardijuwono & Habiburochma, 2019, pp. 129-144) ดังนั้นการพิจารณาคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทว่ามีบทบาทสำคัญต่อคุณภาพข้อมูลทางบัญชีหรือไม่เป็นเรื่องที่น่าสนใจ เพราะคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทจะช่วยลดความไม่แน่นอนและความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล รวมทั้งเป็นการสนับสนุนกลไกการกำกับดูแลในเรื่องอื่นๆ ของบริษัท (เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย และอนุวัฒน์ ภัคคี, 2561, หน้า 27-47)

การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นการบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ ช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้นและค้ำึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทุกฝ่าย (Puangyane, 2018, pp.182-190) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้ความสำคัญอย่างมากกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพราะจะนำไปสู่การเจริญเติบโตอย่างมั่นคง และยั่งยืน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560) การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีเป้าหมายหลักเพื่อ สร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท เนื่องจากผู้ถือหุ้นหรือ เจ้าของกิจการต้องการผลตอบแทนที่คุ้มค้ำกับเงินลงทุน บางบริษัทดำเนินกิจการเพื่อสร้าง ผลตอบแทนให้มากที่สุดโดยไม่พิจารณาถึงผลกระทบที่บุคคลอื่นจะได้รับ กล่าวคือ บริษัทสามารถ ดำเนินงานจนบรรลุวัตถุประสงค์ที่ต้องการแต่ผลตอบแทนที่บริษัทได้กลับมากจากการดำเนินงาน โดยไม่ค้ำึงถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นเป็นเพียงผลตอบแทนระยะสั้นที่ไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่ม ให้กับบริษัทได้ในระยะยาว การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเข้ามามีบทบาทช่วยในการสร้างมูลค่าเพิ่ม ให้กับบริษัท และสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย (ศิลปพร ศรีจันเพชร, ม.ป.ป. หน้า 19-23)

การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีจุดเริ่มต้นมาจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ซึ่งเป็นอุปสรรคในการสร้างมูลค่าให้กับบริษัท (Jensen & Meckling, 1976, pp. 305-360) สาเหตุ ประการหนึ่งมาจากการที่ผู้บริหารสามารถเลือกแนวทางการบันทึกบัญชีที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจทำให้ สามารถจัดการกำไรที่แสดงในรายงานทางการเงินได้ ส่งผลให้ข้อมูลตัวเลขที่แสดงไม่สะท้อนถึง ความเป็นจริง งบการเงินไม่สะท้อนผลการดำเนินงานและฐานะการเงินที่แท้จริงของบริษัท (Burgstahler & Dichev, 1997, pp. 99-126) วิธีที่ผู้บริหารนำมาใช้ในการจัดการกำไรคือ การจัดการ รายการคงค้าง (Ferris et al., 1998, pp. 235-264) งานวิจัยของ Juan & Emma (2007, pp. 677-691) พบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นของคณะกรรมการสูงจะมีการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างสูง มากเช่นกัน ตามทฤษฎีตัวแทนผู้บริหารที่มีการจัดการกำไรให้สูงขึ้นเพื่อต้องการได้รับผลตอบแทน ที่สูงขึ้นและเป็นการดึงดูเงินลงทุนจากนักลงทุนอีกด้วย

แนวปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเป็นประเด็นที่หลายประเทศที่ประสบปัญหา หลังจากวิกฤตการเงินในปี พ.ศ. 2540 ได้มีการนำการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Governance) มาใช้ในการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Zabri, Ahmad & Wah, 2016, pp. 287-296) หลังจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทยได้เล็งเห็นถึง ความสำเร็จของการสร้างความเชื่อมั่นในตลาดทุน เนื่องจากตลาดทุนมีความสำคัญต่อระบบ เศรษฐกิจและสังคมของประเทศเพราะเป็นแหล่งระดมทุนให้แก่หน่วยงานภาครัฐและภาคเอกชน ที่จะช่วยเสริมสร้างความสมดุลให้แก่ระบบการเงินและเป็นกลไกในการขับเคลื่อนระบบเศรษฐกิจ

(สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ผลการศึกษาการกำกับดูแลกิจการจำนวนมากแสดงให้เห็นถึงความเชื่อมโยงที่ชัดเจนระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลกำไรจากการประกอบการและตัวชี้วัดผลตอบแทนจากการลงทุน เช่น การศึกษาของ Institutional Shareholder Services (ISS) และ Georgia State University พบว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการไม่ดี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Hodgson, Lhaopadchan & Buakes (2011, pp. 53-79) กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลต่อการดำเนินงานที่ดีและสร้างผลตอบแทนที่สูงมากในอนาคต และผลการศึกษาของ Black, Jang & Kim (2005, pp. 1-67) แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลต่อการดำเนินงานที่ดีของบริษัทและเป็นโอกาสในการลดการทุจริต

นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ให้กับบริษัทจดทะเบียนเพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติดังนี้ (1) นโยบายเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ (2) ผู้ถือหุ้น: สิทธิและความเท่าเทียม (3) สิทธิของผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่างๆ (4) การประชุมผู้ถือหุ้น (5) ภาวะผู้นำและวิสัยทัศน์ (6) ความซื่อสัตย์และผลประโยชน์ (7) จริยธรรมธุรกิจ (8) การถ่วงดุลของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (9) การรวมหรือแยกตำแหน่ง (10) ค่าตอบแทนของกรรมการและผู้ถือหุ้น (11) การประชุมคณะกรรมการ (12) คณะอนุกรรมการ (13) ระบบการควบคุมและการตรวจสอบภายใน (14) รายงานของคณะกรรมการ และ (15) ความสัมพันธ์กับผู้ลงทุน ต่อมาในปี พ.ศ. 2549 มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปี 2004) และข้อเสนอแนะของธนาคารโลกจากการเข้าร่วมโครงการ Corporate Governance-Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC) เพื่อประโยชน์ต่อบริษัทและประโยชน์โดยรวมต่อความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตของตลาดทุนไทย ในปี พ.ศ. 2555 ตลาดหลักทรัพย์ได้ปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยเพิ่มแนวปฏิบัติที่ดีของทั้ง 5 หมวด ให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) และหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 แบ่งออกเป็น 5 หมวด ได้แก่ (1) สิทธิของผู้ถือหุ้น (2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ (5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

ที่ผ่านมาหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นแนวปฏิบัติเพื่อสร้างความโปร่งใส ความรับผิดชอบต่อนำที่ (Accountability) ของคณะกรรมการเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน แต่อย่างไรก็ตามการสร้างความเชื่อมั่นเพียงอย่างเดียวยังไม่เพียงพอสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่ดี เนื่องจากภาคธุรกิจและนักลงทุนต้องการผลประกอบการที่ดีของบริษัท บริษัทสามารถปรับตัวให้ เหมาะกับการเปลี่ยนแปลงได้ มีความสัมพันธ์ที่ดีกับบุคคลรอบข้างเพื่อให้บริษัทสามารถเติบโต อยู่รอดได้ในระยะยาว คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงได้ออกหลักการ กำกับดูแลกิจการที่ดี ปี 2560 หรือ Corporate Governance Code (CG Code) จำนวน 8 หลักปฏิบัติ เพื่อเป็นหลักปฏิบัติให้คณะกรรมการบริษัทซึ่งเป็นผู้นำหรือผู้รับผิดชอบของบริษัทสามารถนำไป ปรับใช้ในการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้บริษัทมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาว น่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายเพื่อประโยชน์ในการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

การศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้านการปรับเปลี่ยนแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี จากแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี ปี 2555 เปลี่ยนเป็นหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีปี 2560 การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การกำกับดูแล กิจการที่ดีมีความถูกต้องและสอดคล้องกับหลักปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่เป็นสากล เพื่อให้การเปิดเผยข้อมูลสอดคล้องกับรูปแบบการรายงานของต่างประเทศ ซึ่งจะส่งผลให้กลุ่มของ นักลงทุนที่ต้องการนำข้อมูลไปใช้เพื่อการตัดสินใจ สามารถใช้ข้อมูลที่เป็นรูปแบบเดียวกัน มีความ เชื่อมั่นและให้ความสำคัญต่อการบริหารงานและส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้นผู้วิจัยเลือกที่จะ ศึกษาเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในเรื่องของอิทธิพลของ คุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อประโยชน์ในการสร้างความเชื่อมั่นต่อผู้ถือหุ้น นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายและผู้ที่เกี่ยวข้อง ประโยชน์ต่อบริษัทในการให้ความสำคัญต่อ การปฏิบัติงานที่เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่จะเป็นส่วนสนับสนุนให้บริษัทมีระบบ การบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส มีความน่าเชื่อถือ ก่อให้เกิดมูลค่ากิจการที่เติบโต อย่างยั่งยืน



### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การวิจัยเรื่อง อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยมีวัตถุประสงค์ในการวิจัย ดังนี้

1. เพื่อทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เพื่อพัฒนาตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### กรอบแนวคิดในการวิจัย

กรอบแนวคิดในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยมีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่แตกต่างกันจะส่งผลอย่างไรต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 ที่ออกมาใหม่ในปี 2560 การจัดการกำไรจากรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยศึกษาผ่านตัวแบบที่ได้รับการยอมรับสูงสุดคือ Modified Jones Model และมูลค่ากิจการ สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ทำทบทวนวรรณกรรม แนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยของต่างประเทศและในประเทศ เพื่อนำมาพัฒนากรอบแนวคิดในการวิจัยครั้งนี้ โดยกรอบแนวคิดในการวิจัยสามารถแสดงได้ดังภาพประกอบที่ 1

**1. คุณลักษณะบริษัท** ลักษณะบริษัทมีความสัมพันธ์กับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เป็นทฤษฎีที่มาจากแนวคิดของ Jensen & Meckling (1976) ได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย ประกอบด้วย ฝ่ายที่มอบอำนาจคือ ตัวการ (Principal) และฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงาน คือ ตัวแทน (Agent) โดยมองว่าทุกฝ่ายต้องการผลประโยชน์สูงสุดจนเกิดผลประโยชน์ทับซ้อนระหว่างตัวการกับตัวแทนจนเป็นสาเหตุที่ก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทน ส่งผลให้ผู้ใช้งบการเงินต้องคำนึงถึงคุณภาพกำไร (วรรณพร ศิริทิพย์ และธาริณี พงศ์สุพัฒน์, 2555, หน้า 678-692; Beasley, 1996, pp. 443-465; Klein, 2002, pp. 375-400) การเชื่อมโยงของทฤษฎีและข้อมูลที่รวบรวมได้

พบว่า บริษัทส่วนใหญ่มีลักษณะของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ดังนั้นจึงมีแนวโน้มที่จะเข้าควบคุมกิจกรรมของบริษัทผ่านการมีส่วนร่วมในการตัดสินใจ (Agyemang & Castellini, 2015, pp. 52-84) ขนาดของกิจการยังเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีความสำคัญกับการผลิตของบริษัท (Clancy & Roman, 2014, pp. 1-24) และส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท (Iswajuni et al., 2018, pp. 224-235) ผลที่ตามมาจะนำไปสู่การปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งถือเป็นเครื่องมือที่มีความโปร่งใส ช่วยลดปัญหาความขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) และช่วยป้องกันการฉวยผลประโยชน์ของผู้บริหาร การวิจัยในครั้งนี้ด้านคุณลักษณะบริษัทผู้วิจัยมุ่งศึกษาด้าน โครงสร้างเงินทุน อัตราการเจริญเติบโต โครงสร้างผู้ถือหุ้น และขนาดของกิจการ

**2. หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี** ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีกลไกในการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างต่อเนื่อง เริ่มตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2545 ได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจำนวน 15 ข้อ เพื่อใช้เป็นแนวปฏิบัติ ต่อมาใน ปี พ.ศ. 2549 ได้ปรับปรุงหลักการปี 2545 โดยเทียบเคียงจาก OECD Principles of Corporate Governance (2004) ของ The Organization of Economic Co-Operation and Development และข้อเสนอของธนาคารโลก ปี พ.ศ. 2555 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 (The Principles of Good Corporate Governance of Listed Companies 2012) เพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของอาเซียน (ASEAN Corporate Governance Scorecard) ปี พ.ศ. 2555 ตลาดหลักทรัพย์ได้ทำการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยเป็นการปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมในส่วนของแนวปฏิบัติที่ดีทั้ง 5 หมวด ให้มีความทันสมัย และสอดคล้องต่อภาวะการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในสังคมตลาดทุนและเป็นการยกระดับมาตรฐานและการปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนไทยให้มีมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่สูงขึ้น หลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการแต่ไม่รวมถึงเรื่องที่ถูกกฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติ แบ่งออกเป็น 5 หมวด ประกอบด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562, หน้า 1-110)

หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น (Rights of shareholders)

หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (Equitable Treatment of shareholders)

หมวดที่ 3 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (Role of stakeholders)

หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and transparency)

หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Responsibilities of the Board)

ปี พ.ศ. 2560 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สาขาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย สมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย สมาคมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทยและสมาคมการจัดการธุรกิจแห่งประเทศไทยร่วมกันหาแนวทางสำหรับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 แทนหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 โดยมีแนวปฏิบัติเพื่อสร้างความโปร่งใสความรับผิดชอบต่อหน้าที่ (Accountability) ของคณะกรรมการเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน แต่การสร้างความเชื่อมั่นเพียงอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอสำหรับบริษัทจดทะเบียน เนื่องจากบริษัทและนักลงทุนต้องการผลประกอบการที่ดีให้บริษัทสามารถปรับตัวเข้ากับการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันได้ และมีความสัมพันธ์ที่ดีกับบุคคลอื่นอันจะส่งผลให้บริษัทเติบโตได้ในระยะยาว หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ปี 2560 วางหลักปฏิบัติไว้จำนวน 8 หลักปฏิบัติดังนี้ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560, หน้า 1-62)

หลักปฏิบัติ 1 ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (Establish Clear Leadership Role and Responsibilities of the Board)

หลักปฏิบัติ 2 กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (Define Objectives that Promote Sustainable Value Creation)

หลักปฏิบัติ 3 เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (Strengthen Board Effectiveness)

หลักปฏิบัติ 4 สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (Ensure Effective CEO and People Management)

หลักปฏิบัติ 5 ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ (Nurture Innovation and Responsible Business)

หลักปฏิบัติ 6 ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (Strengthen Effective Risk Management and Internal Control)

หลักปฏิบัติ 7 รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (Ensure Disclosure and Financial Integrity)

หลักปฏิบัติ 8 สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (Ensure Engagement and Communication with Shareholders)

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 โดยมีหลักปฏิบัติจำนวน 8 ข้อหลัก ที่มีบทบาทต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ ทั้งนี้ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 มาใหม่ในปี 2560 เพื่อพัฒนาประเด็นใหม่ๆ ให้ครอบคลุมถึง แนวคิดหรือปัจจัยที่เปลี่ยนไป

กรอบแนวคิดในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ได้ถูกกำหนดขึ้นมาจากการทบทวนวรรณกรรม แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง มีรายละเอียดต่อไปนี้ ดังตารางที่ 1 และภาพประกอบที่ 1

ตารางที่ 1 แสดงการสรุปกรอบแนวคิดในการวิจัย

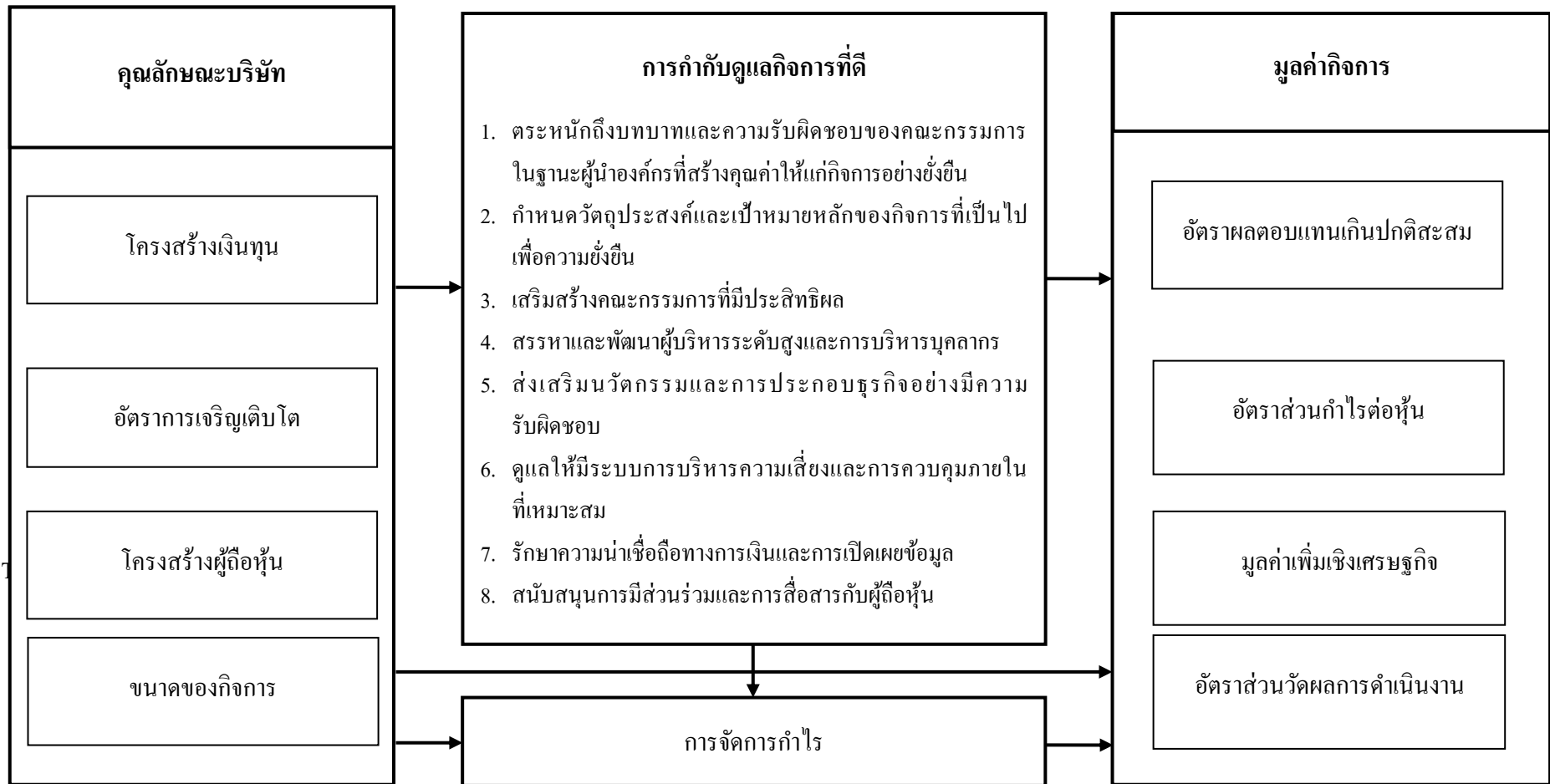
ตัวแปร	ผู้เขียน (ปี)	แนวคิด ทฤษฎี (✓)	งานวิจัย (✓)	สมมติฐานการวิจัย
คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี	Haniffa & Hudaib (2006, pp. 1034-1062) Alnodel & Hussainey (2010, pp. 1-14) Gill & Obradovich (2012, pp. 46-56) Chan, Watson & Woodliff (2014, pp. 59-73) Khakwani, SadiqShahid & Hamza (2016, pp. 17-26)		✓ ✓ ✓ ✓ ✓	สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1
คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร	Roodposhti & Chashmi (2010, pp. 673-679) Jouber & Fakhfakh (2012, pp. 66-86) Jamaludin, Sanusi & Kamaluddin (2015, pp. 235-242) Suffian, Sanusi & Mastuki (2015, pp. 25-47) Vo (2015, pp.149-165) Mohammad, Wasiuzzaman & Salleh (2016, pp. 726-746) Elghuweel, Ntim, Opong & Avison (2017, pp. 190-224) Alareeni (2018, pp. 551-570)		✓ ✓ ✓ ✓ ✓ ✓ ✓ ✓	สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ตัวแปร	ผู้เขียน (ปี)	แนวคิด ทฤษฎี (✓)	งานวิจัย (✓)	สมมติฐานการวิจัย
คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	Haniffa & Hudaib (2006, pp. 1034-1062) Bashira & Asad (2018, pp. 19-29) Henri & Heroux (2019, pp. 339-352) Arayssi & Jizi (2019, pp. 597-620) Corvino et al. (2019, pp. 510-532) Buallay & Hamdan (2019, pp. 384-401) พรอนงค์ บุษราตระกูล และคณะ (2559 หน้า 1-36)		✓ ✓ ✓ ✓ ✓ ✓	สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3
การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร	Hutchinson, Percy & Erkurtoglu (2008, pp. 239-262) Murhadi (2009, pp. 1-21) Zhang, Mahenthiran & Huang (2012, pp. 108-127) Mansor, Ahmad, Zaluki & Osman (2013, 221-229) Jouber, & Fakhfakh (2014, pp.18-36) Elghuweel, Ntim, Opong & Avison (2017, pp. 190-224) Outa, Eisenberg & Ozili (2017, pp. 428-444)		✓ ✓ ✓ ✓ ✓ ✓	สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 4

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ตัวแปร	ผู้เขียน (ปี)	แนวคิด ทฤษฎี (✓)	งานวิจัย (✓)	สมมติฐานการวิจัย
การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพล ทางตรงต่อการจัดการกำไร (ต่อ)	Alareeni (2018, pp. 551-570) Helaly, Shehata & Sherif (2018, pp. 373-390)		✓ ✓	สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 4 (ต่อ)
การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพล ทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	Mouselli & Hussainey (2014, pp. 453-466) Outa & Waweru (2016, pp. 891-914) Arayssi & Jizi (2019, pp. 597-620) Aboud & Diab (2018, pp. 442-458) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และ ตลาดหลักทรัพย์ (2560, หน้า 1-62) พรอนงค์ บุษราตระกูล และสุนทรี เหล่าพัดจัน (2560, หน้า 1-40)	✓	✓ ✓ ✓ ✓ ✓	สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 5
การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรง ต่อมูลค่ากิจการ	Jones (1991, pp. 193-228) Chaney & Lewis (1995, pp. 319-345) Tangjitprom (2012, pp. 1-116) Akram, Hunjra, Butt & Ijaz (2015, pp. 211-220) Suffian, Sanusi & Mastuki (2015, pp. 25-47)	✓	✓ ✓ ✓ ✓	สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 6



ภาพประกอบที่ 1 แสดงกรอบแนวคิดในการวิจัยแสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



เพื่อความสะดวกในการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยจึงกำหนดอักษรย่อของตัวแปรและตัวชี้วัด ดังตารางที่ 2

โดยอธิบายรายละเอียดตัวแปรอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังภาพประกอบที่ 3

ตารางที่ 2 แสดงชื่อภาษาไทย ชื่อภาษาอังกฤษ ของตัวแปร/ตัวชี้วัด และอักษรย่อ

ชื่อภาษาไทยของ ตัวแปร/ตัวชี้วัด	ชื่อภาษาอังกฤษของ ตัวแปร/ตัวชี้วัด	อักษรย่อ
คุณลักษณะบริษัท	Firm Characteristics	COM
โครงสร้างเงินทุน	Leverage Ratio	LEV
อัตราการเจริญเติบโต	Growth Rate	GRO
โครงสร้างผู้ถือหุ้น	Structure of Shareholder's	SHD
ขนาดของกิจการ	Firm Size	SIZ
การกำกับดูแลกิจการที่ดี	Corporate Governance	CGC
ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบ ของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กร ที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน	Establish Clear Leadership Role and Responsibilities of the Board	CG1
กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลัก ของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน	Define Objectives that Promote Sustainable Value Creation	CG2
เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล	Strengthen Board Effectiveness	CG3
สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและ การบริหารบุคลากร	Ensure Effective CEO and People Management	CG4
ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบ ธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ	Nurture Innovation and Responsible Business	CG5

ตารางที่ 2 (ต่อ)

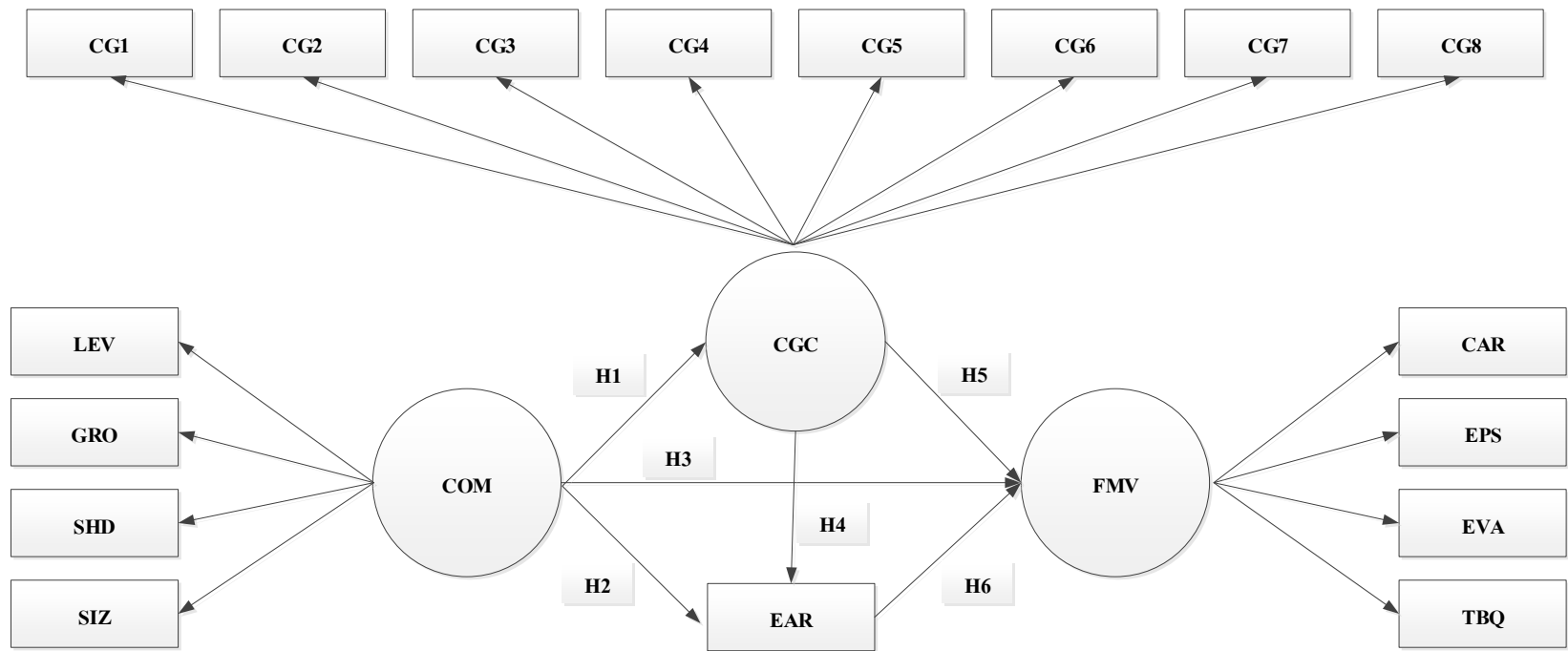
ชื่อภาษาไทยของ ตัวแปร/ตัวชี้วัด	ชื่อภาษาอังกฤษของ ตัวแปร/ตัวชี้วัด	อักษรย่อ
ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและ การควบคุมภายในที่เหมาะสม	Strengthen Effective Risk Management and Internal Control	CG6
รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการ เปิดเผยข้อมูล	Ensure Disclosure and Financial Integrity	CG7
สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสาร กับผู้ถือหุ้น	Ensure Engagement and Communication with Shareholders	CG8
การจัดการกำไร	Earning Management	EAR
มูลค่ากิจการ	Firm Value	FMV
อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม	Cumulative Abnormal Return	CAR
อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น	Earnings Per share	EPS
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ	Economic Value added	EVA
อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน	Tobin's Q	TBQ

จากภาพประกอบที่ 1 และตารางที่ 2 ผู้วิจัยได้พัฒนากรอบแนวคิดสำหรับการวิจัยในรูปแบบโมเดลสมการโครงสร้าง เพื่อศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยโมเดลสมการโครงสร้างแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรคุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ ได้แก่ โครงสร้างเงินทุน (LEV) อัตราการเจริญเติบโต (GRO) โครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) และขนาดของกิจการ (SIZ) ที่เป็นตัวแปรสาเหตุที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC)

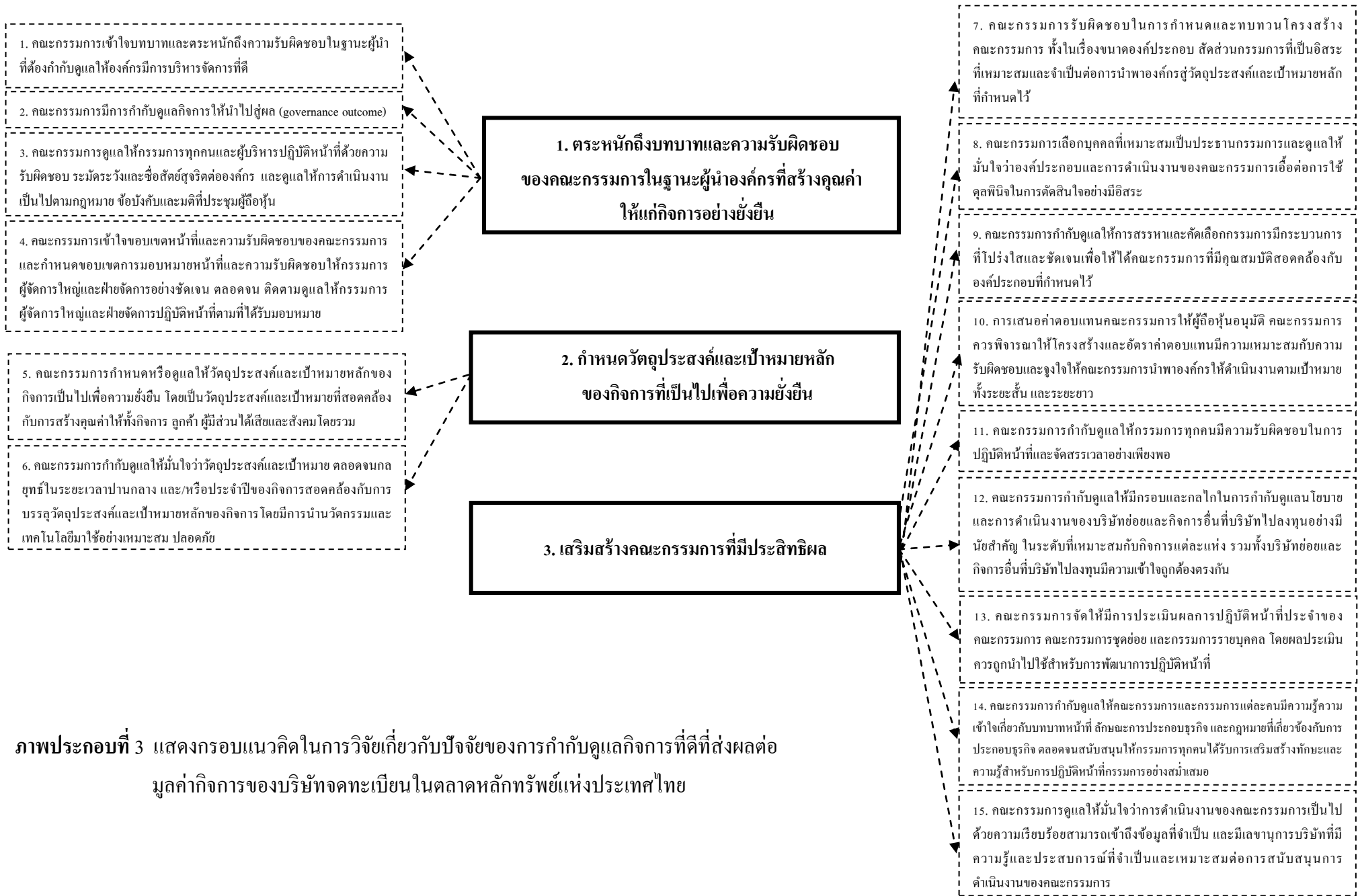
โดยการศึกษาหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบด้วย 1. ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) 2. กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) 3. เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ (CG3) 4. สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) 5. ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (CG5) 6. ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) 7. รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) และ 8. สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8) เป็นตัวแปรสังเกตได้ สำหรับการจัดการกำไร (EAR) ศึกษาผ่านรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นตัวแปรสังเกตได้ และมูลค่ากิจการ (FMV) ศึกษาผ่านตัวแปร อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ) เป็นตัวแปรสังเกตได้เช่นกัน โมเดลสมการโครงสร้างดังภาพประกอบที่ 2 โดยสัญลักษณ์ที่ใช้ในภาพประกอบที่ 2 มีความหมายดังนี้

LEV	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้โครงสร้างเงินทุน
GRO	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้อัตราการเจริญเติบโต
SHD	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้โครงสร้างผู้ถือหุ้น
SIZ	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้ขนาดของกิจการ
CG1	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน
CG2	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน
CG3	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ
CG4	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร

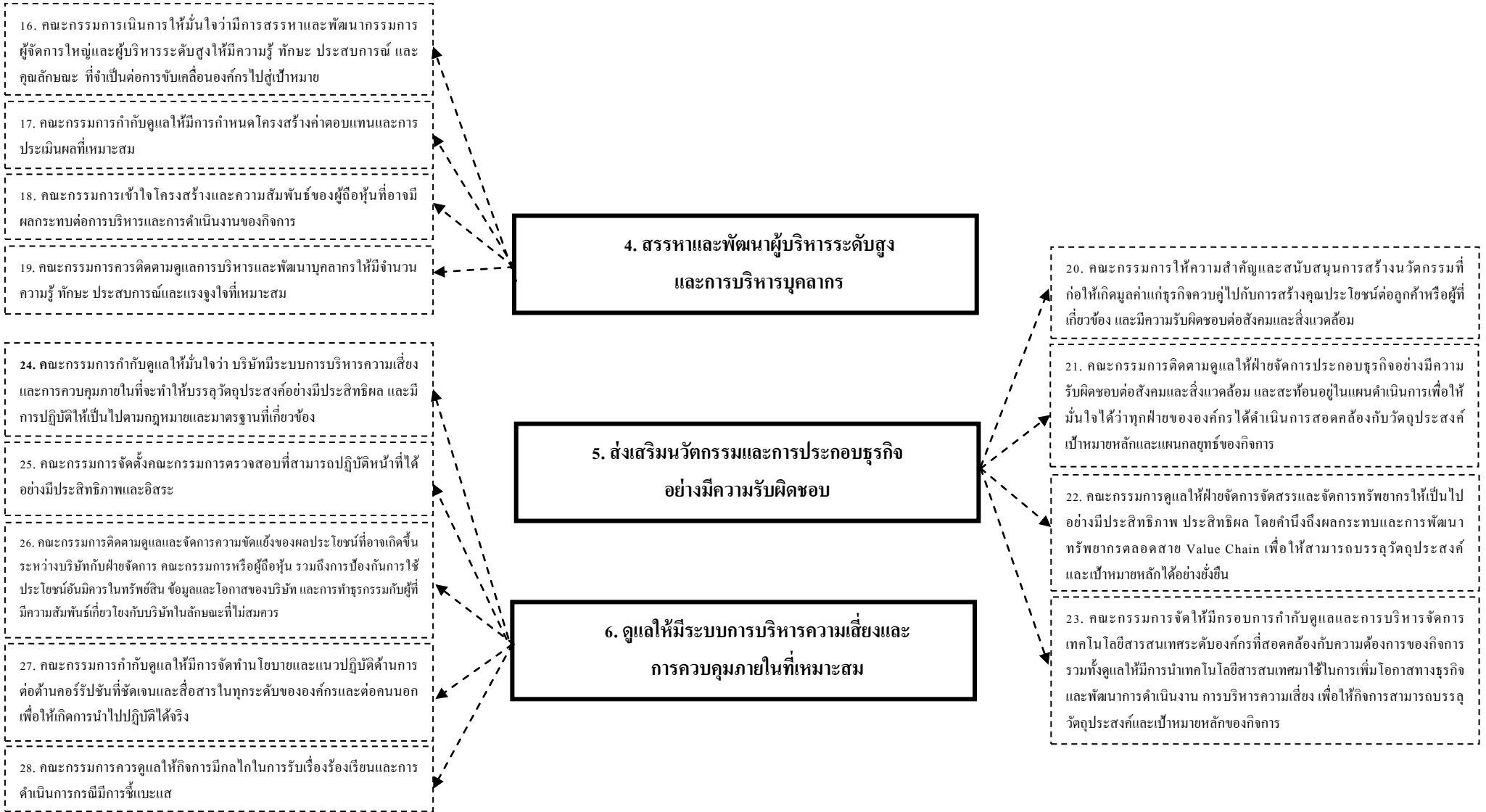
CG5	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่าง ความรับผิดชอบ
CG6	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการ ควบคุมภายในที่เหมาะสม
CG7	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการ เปิดเผยข้อมูล
CG8	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับ ผู้ถือหุ้น
EAR	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้การจัดการกำไร
CAR	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม
EPS	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้อัตรากำไรต่อหุ้น
EVA	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ
TBQ	หมายถึง ตัวแปรสังเกตได้อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน
COM	หมายถึง ตัวแปรแฝงคุณลักษณะบริษัท
CGC	หมายถึง ตัวแปรแฝงการกำกับดูแลกิจการที่ดี
FMV	หมายถึง ตัวแปรแฝงมูลค่ากิจการ



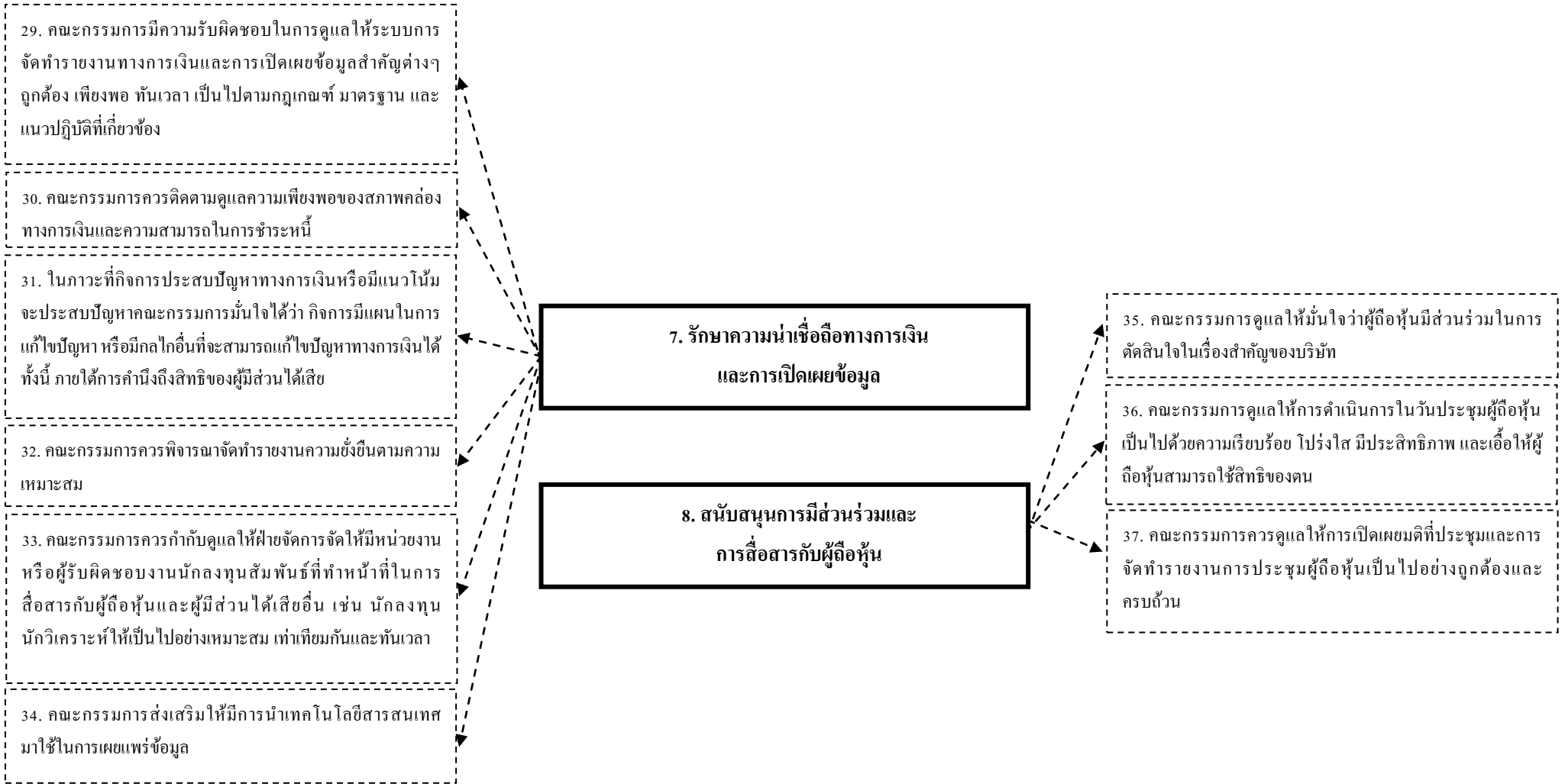
ภาพประกอบที่ 2 แสดงโมเดลสมการโครงสร้างอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไร  
ที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพประกอบที่ 3 แสดงกรอบแนวคิดในการวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพประกอบที่ 3 (ต่อ)



ภาพประกอบที่ 3 (ต่อ)



### คำถามการวิจัย

1. คุณลักษณะบริษัทส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร
2. การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร
3. การจัดการกำไรส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร
4. ตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นอย่างไร

### สมมติฐานการวิจัย

การกำหนดสมมติฐานการวิจัยเรื่องอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังภาพประกอบที่ 1 ผู้วิจัยกำหนดขึ้นจากกรอบแนวคิดในการวิจัยที่เป็นผลมาจากการทบทวนวรรณกรรม แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังภาพประกอบที่ 2 โดยมีรายละเอียดต่อไปนี้

- สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี
- สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร
- สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ
- สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 4 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร
- สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 5 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ
- สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 6 การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ

### ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยเรื่อง อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้กำหนดขอบเขตของการวิจัย ดังนี้

## 1. ขอบเขตด้านเนื้อหา

การวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยมุ่งเน้นวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีขอบเขตด้านเนื้อหาของงานวิจัย ดังนี้

1.1. คุณลักษณะบริษัท ประกอบด้วย (1) โครงสร้างเงินทุน (2) อัตราการเจริญเติบโต (3) โครงสร้างผู้ถือหุ้น และ (4) ขนาดของกิจการ

1.2. การกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบด้วย (1) การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (2) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (3) การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (4) การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (5) การส่งเสริมวัฒนธรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (6) การดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (7) การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และ (8) สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

การจัดการกำไร จากการทบทวนวรรณกรรม แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยพบว่ามีการพัฒนาตัวแบบการคำนวณการจัดการกำไรจากแนวคิดที่แตกต่างกัน ได้แก่ The DeAngelo Model, The Jones Model, The Modified Jones, Sloan Model and The Industry Model เป็นต้น โดยงานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยคำนวณการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary accruals: DA) (Jones, 1991, pp.193-228) โดยอาจเลือกแนวทางการปฏิบัติที่ขัดต่อความเป็นจริงมาจัดทำเป็นรายงานทางการเงิน เนื่องจากการศึกษางานวิจัยในอดีต เช่น Dechow, Sloan & Sweeney (1995, pp.193-225) แสดงให้เห็นว่าตัวแบบดังกล่าวเป็นตัวแบบที่ดีที่สุดในการทดสอบรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร และธกานต์ ชาติวงศ์ (2560, หน้า 45-52) กล่าวว่า ตัวแบบที่ได้รับความนิยมสูงสุดคือ Modified Jones Model

1.3. มูลค่ากิจการ ประกอบด้วย (1) อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (2) อัตรากำไรต่อหุ้น (3) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และ (4) อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน

## 2. ขอบเขตด้านพื้นที่

ผู้วิจัยได้กำหนดขอบเขตด้านพื้นที่จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 3. ขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้ มีดังนี้

3.1 ประชากร (Population) ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีจำนวนบริษัททั้งสิ้น 773 บริษัท (ข้อมูล ณ วันที่ 9 มกราคม 2562) โดยจำนวนดังกล่าวนี้ไม่รวมธุรกิจในตลาด เอ็ม เอ ไอ (MAI) จำนวน 163 บริษัท เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในกลุ่ม (MAI) ไม่สามารถระบุวัตถุประสงค์ของการระดมทุนได้อย่างชัดเจนซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อการวิเคราะห์ข้อมูล (Booth, 2000) กลุ่มกองทุนต่างๆ จำนวน 61 บริษัท กลุ่มธุรกิจการเงินจำนวน 60 บริษัท และบริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วนตามวัตถุประสงค์ของการคำนวณตัวแปรจำนวน 21 บริษัท ดังนั้นจำนวนประชากรที่ใช้ในการวิจัยจึงมีทั้งสิ้น 468 บริษัท

3.2 กลุ่มตัวอย่าง (Sample Size) การวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยเลือกกลุ่มตัวอย่างจากประชากรทั้งหมด ซึ่งมีจำนวนบริษัททั้งสิ้น 468 บริษัท โดย Hair et al. (1998) แนะนำว่า ขนาดตัวอย่างที่เหมาะสมอยู่ที่ช่วง 100-200 ตัวอย่าง นอกจากนี้ Golob (2003) แนะนำว่า การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างด้วยวิธีการประมาณค่าแบบ Maximum Likelihood ควรมีขนาดตัวอย่างอย่างน้อยเป็น 15 เท่าของตัวแปรสังเกตได้ จากโมเดลสมการ โครงสร้าง (ภาพประกอบที่ 2) มีจำนวนตัวแปรสังเกตได้ 17 ตัวแปร ดังนั้น ขนาดตัวอย่างของการศึกษาในครั้งนี้จึงควรมีขนาดตัวอย่าง 255 บริษัท โดยคำนวณจาก  $15 \times 17 = 255$  ตามแนวทางของ Golob (2003) และจำนวนตัวอย่างที่ได้มีจำนวนสอดคล้องกับแนวทางของ Hair et al. (1998) จึงถือว่ามีความเหมาะสม

### 4. ขอบเขตด้านเวลา

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยดำเนินการศึกษาแนวคิด ทฤษฎี งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และเก็บรวบรวมข้อมูลจากจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี หมายเหตุประกอบงบการเงิน และงบการเงิน ในรอบระยะเวลาบัญชี ปี 2560-2561 ของแต่ละบริษัท จากฐานข้อมูล SETSMART ที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การวิจัยในครั้งนี้จะเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์อย่างมากในการปรับปรุงและพัฒนาการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เติบโตอย่างยั่งยืน โดยยึดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 ซึ่งจะทำให้กิจการมีระบบการบริหารจัดการที่มีคุณภาพ มีการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส สร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้น นักลงทุน และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย เพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันเพื่อเพิ่มมูลค่ากับกิจการ ซึ่งประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับมีดังนี้

### 1. ประโยชน์ทางด้านวิชาการ

1.1. สร้างองค์ความรู้ใหม่ให้กับวงการวิชาการในการพัฒนาตัวแบบจำลองคุณลักษณะของบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2. ขยายองค์ความรู้ใหม่ โดยนำผลการวิจัยไปใช้อ้างอิงและเป็นฐานข้อมูลในการพัฒนาตัวแบบคุณลักษณะของบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3. หน่วยงานกำกับดูแลสามารถใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้กิจการมีประสิทธิภาพ เพื่อให้สามารถควบคุมการจัดทำรายงานทางการเงินให้มีความน่าเชื่อถือและสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ใช้ประโยชน์จากรายงานทางการเงิน

1.4. นักลงทุน ผู้ถือหุ้น ผู้มีส่วนได้เสีย รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายสามารถประเมินความน่าเชื่อถือของรายงานทางการเงินเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.5. นักวิชาการ และนักวิจัย นำผลการวิจัยไปช่วยเสริมสร้างองค์ความรู้ทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี และสามารถใช้เป็นกลไกในการควบคุมการจัดการกำไรของผู้บริหารกิจการ

1.6. ส่งเสริมและสนับสนุนให้กิจการหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้องนำผลการวิจัยไปประยุกต์ใช้ให้ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อช่วยสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุน ผู้ถือหุ้น ผู้มีส่วนได้เสีย รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย และเพิ่มมูลค่ากิจการอย่างยั่งยืน

### 2. ประโยชน์สำหรับผู้เกี่ยวข้องหรือการนำไปปฏิบัติ

1.1. ผู้บริหารซึ่งมีหน้าที่ในการวางแผนและกำหนดนโยบายขององค์กรตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และนำผลการวิจัยไปปรับใช้เป็นข้อมูลในการวางแผนการปฏิบัติงานให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อใช้เป็นเครื่องมือที่นำไปสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการ

- 1.2. ผู้บริหารสามารถนำผลการวิจัยไปปรับใช้เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้น นักลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย
- 1.3. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง นำข้อมูลไปพัฒนา ปรับปรุง คุณลักษณะของบริษัทอันจะส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ
- 1.4. หน่วยงานที่เกี่ยวข้องสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นแนวทางในการออก หลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ
- 1.5. เพื่อเป็นประโยชน์สำหรับผู้สนใจในการนำข้อมูลไปต่อยอดทำวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร หรือปัจจัยอื่นๆ ที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ หรือ ผลการดำเนินงานของกิจการต่อไป

### นิยามศัพท์

**คุณลักษณะบริษัท** หมายถึง คุณสมบัติของบริษัทแต่ละบริษัทที่มีความแตกต่างกัน ประกอบด้วย (1) โครงสร้างเงินทุน (2) อัตราการเจริญเติบโต (3) โครงสร้างผู้ถือหุ้น และ (4) ขนาดของกิจการ

**การกำกับดูแลกิจการที่ดี** หมายถึง การกำกับดูแลกิจการที่เป็นไปเพื่อการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน และสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน ประกอบด้วย (1) การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กร ที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (2) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (3) การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ (4) การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (5) การส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (6) การดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (7) การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และ (8) การสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2562)

**การจัดการกำไร** หมายถึง การปรับแต่งผลการดำเนินงานในงบการเงินของบริษัท โดยการตกแต่งตัวเลขไม่ให้รายงานผลการดำเนินงานตามความเป็นจริง เพื่อสร้างภาพลักษณ์ของผลการดำเนินงานให้เป็นที่น่าพอใจในทิศทางที่บริษัทต้องการ (Jones, 1991, pp. 193-228; Mulford & Comiskey, 1996)

รายการคงค้างตามดุลยพินิจของผู้บริหาร หมายถึง รายการคงค้างที่เกิดขึ้นโดยผู้บริหาร  
จงใจใช้ดุลยพินิจในการจัดการตัวเลขของบริษัท

**มูลค่ากิจการ** หมายถึง ความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จะให้บรรลุเป้าหมาย  
โดยศึกษาผ่านตัวแปรอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS)  
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ)

**บริษัทจดทะเบียน** หมายถึง องค์กรธุรกิจซึ่งจัดตั้งขึ้นด้วยการแบ่งทุนเป็นหุ้น มีมูลค่า  
เท่าๆ กัน จัดตั้งขึ้นตาม พ.ร.บ. บริษัทมหาชน พ.ศ. 2535 และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560) ที่ยังดำเนินการและรายงานผล  
การดำเนินงานในปี พ.ศ. 2560-2561

## สรุป

สำหรับเนื้อหาในบทที่ 1 เป็นการกล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา  
วัตถุประสงค์ของการวิจัย กรอบแนวคิดในการวิจัย คำถามการวิจัย สมมติฐานการวิจัย ขอบเขตของ  
การวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และนิยามศัพท์ และส่วนบทต่อๆ ไป กล่าวถึงประเด็นต่างๆ  
ดังนี้ บทที่ 2 กล่าวถึง แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง บทที่ 3 กล่าวถึง ระเบียบวิธีวิจัย  
ที่นำมาใช้ในการวิจัย บทที่ 4 เป็นการนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล และบทที่ 5 เป็นการสรุป  
ผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ สำหรับการวิจัยในครั้งต่อไป

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การวิจัยเรื่อง อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์ของการวิจัย ดังนี้ (1) เพื่อทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ (2) เพื่อทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ (3) เพื่อทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (4) เพื่อพัฒนาตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเนื้อหาในบทนี้ผู้วิจัยได้ทบทวนวรรณกรรม ดังนี้

1. แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง
  - 1.1 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)
  - 1.2 ทฤษฎีความชอบธรรมหรือทฤษฎีชอบด้วยกฎหมาย (Legitimacy Theory)
  - 1.3 ทฤษฎีเชิงสถานการณ์ (Contingency Theory)
  - 1.4 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)
  - 1.5 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Cost Theory)
2. ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
  - 2.1 คุณลักษณะบริษัท
  - 2.2 การกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560
  - 2.3 การจัดการกำไร
  - 2.4 มูลค่ากิจการ

## 1. แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเรื่อง อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการทบทวนวรรณกรรมต่างๆ เพื่อประกอบการอธิบายถึงอิทธิพลของการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยด้านต่างๆ ที่จะส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาข้อมูลประกอบต่างๆ และพบว่าทฤษฎีดังต่อไปนี้มีความสัมพันธ์กับงานวิจัยในครั้งนี้

### 1.1 ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders Theory)

ในอดีตร Freeman (1984, pp. 87-97) ได้ให้ความหมายทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย Stakeholders Theory แบบเจาะจงกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสีย คือ กลุ่มผู้ที่มีความสนใจในการกระทำของกิจการ ต่อมาในปี ค.ศ. 1984 Freeman ได้ศึกษาเพิ่มเติมในประเด็นดังกล่าวโดยให้ความสำคัญกับกลุ่มบุคคลที่มีอิทธิพลต่อการดำเนินงานของบริษัท กลุ่มที่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่ พนักงานของบริษัท ชุมชน สังคม รัฐบาล ลูกค้า ผู้ขาย คู่แข่งขัน รัฐบาลท้องถิ่น กลุ่มอุตสาหกรรม ที่มีบทบาทกับสิ่งแวดล้อมที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ไม่ว่าจะเป็นบทบาทของสิ่งแวดล้อมภายใน และบทบาทสิ่งแวดล้อมภายนอกที่ส่งผลกระทบต่อบริษัท นับว่ากลุ่มบุคคลดังกล่าวเป็นผู้ให้ความชัดเจนระหว่างความสัมพันธ์ของผู้มีส่วนได้เสียที่กระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท แนวคิดตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียนี้มุ่งศึกษาเพื่อใช้ในการศึกษาถึงนโยบายของบริษัท และปัจจัยต่างๆ ที่สร้างผลกระทบให้เกิดกับกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับบริษัท โดยบริษัทจะต้องมีความรับผิดชอบต่อผลกระทบที่เกิดขึ้นกับกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสีย โดยต้องคำนึงถึงการตอบสนองความต้องการให้กับกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสียให้ได้รับประโยชน์สูงสุด แนวความคิดนี้ถือเป็นเรื่องของการออกแบบนโยบายการบริหารจัดการของบริษัท เพื่อให้กลุ่มของผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทที่ได้รับผลกระทบที่เป็นประโยชน์ อันเกิดจากการกำหนดนโยบายของบริษัท เพื่อให้ผลดำเนินงานของบริษัทมีความเติบโตขึ้น ซึ่งถือว่าเป็นความชอบธรรมที่กลุ่มของผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทควรจะได้รับ (1984, pp. 87-97) ต่อมา Carroll (1993) ได้ให้ความหมายของผู้มีส่วนได้เสีย คือ บุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่ได้รับผลกระทบจากการปฏิบัติงาน การตัดสินใจ นโยบาย วิธีการปฏิบัติ และวัตถุประสงค์ของบริษัท โดยกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียจะให้ความสำคัญกับนโยบายการบริหารจัดการที่สร้างความน่าเชื่อถือให้กับบริษัท อีก 3 ปี ถัดมา Gray et al. (1996) ได้ให้ความหมายแนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียว่าเป็นตัวแทนของกลุ่มบุคคลที่มีอิทธิพลต่อการกระทำของบริษัท โดยมีความเป็นไปได้ที่บริษัทจะมีกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสียจำนวนมาก และได้ให้ความหมายและอธิบายไว้อย่างชัดเจนว่าเป็นระบบพื้นฐานของบริษัท และสภาพแวดล้อมของบริษัทที่สามารถรับรู้ถึงการเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์ระหว่างกันที่มีความซับซ้อนระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสีย โดยแบ่ง



ออกเป็น 2 แนวทาง คือ การเปลี่ยนแปลงตัวแบบความรับผิดชอบโดยตรง เช่น ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสีย และบริษัทนำทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียมาใช้ภายในอย่างเข้มข้น โดยการให้ความสำคัญกับกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสีย และผลักดันให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท

สำหรับการศึกษาในเรื่องของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียนั้น พบว่า ความแตกต่างของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียขั้นต้น (Primary Stakeholders) ที่มีผลกระทบต่อการดำเนินการให้บริษัทอยู่รอด ได้แก่ ลูกค้า ผู้ถือหุ้น รัฐบาล พนักงาน นับว่าเป็นกลุ่มบุคคลที่มีผลต่อความสำคัญในการบันทึกข้อมูลในรายงานทางการเงิน สำหรับผู้มีส่วนได้เสียขั้นที่สอง (Secondary Stakeholders) เป็นกลุ่มที่มีอิทธิพลหรือได้รับผลกระทบต่อบริษัท และมีความสนใจเกี่ยวพันกับการดำเนินการของกิจการแต่กิจการไม่จำเป็นต้องพึ่งพาให้กิจการอยู่รอดเนื่องจากไม่ได้มีการบันทึกข้อมูลในรายงานทางการเงิน เช่น สิ่งแวดล้อม หรือกลุ่มสื่อสารมวลชน กิจกรรมเหล่านี้ล้วนเป็นกิจกรรมที่สร้างผลตอบแทนในอนาคต แต่ไม่สามารถสะท้อนในการรายงานทางการเงิน ณ เวลาปัจจุบัน (Donaldson & Preston, 1995, pp. 65-91 & Soloman, 2006)

จากการทบทวนวรรณกรรมทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders Theory) ทำให้ผู้วิจัยเข้าใจรูปแบบของการแบ่งกลุ่มผู้มีส่วนได้เสีย โดยใช้เกณฑ์ความแตกต่างระหว่างกลไกการจำแนกความแตกต่างของบริษัท เช่น มูลค่าสินทรัพย์รวม ความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่องของบริษัท โครงสร้างความเป็นเจ้าของ ราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และสัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม กับกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียที่ได้รับผลกระทบที่จะทำให้เกิดการตัดสินใจ และการรายงานข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้แก่กลุ่มผู้มีส่วนได้เสียแตกต่างกัน การทบทวนตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders Theory) นี้ผู้วิจัยจึงเห็นว่าปัจจัยด้านโครงสร้างเงินทุน ด้านอัตราการเจริญเติบโต ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นและด้านขนาดของกิจการ มีความเหมาะสมที่นำเข้าสู่กระบวนการศึกษาวิจัยในครั้งนี้

## 1.2 ทฤษฎีความชอบธรรมหรือทฤษฎีชอบด้วยกฎหมาย (Legitimacy Theory)

Guthrie & Parker (1989, pp. 343-352) ได้กล่าวถึง ทฤษฎีความชอบธรรมหรือทฤษฎีชอบด้วยกฎหมาย (Legitimacy Theory) ไว้ว่าบริษัทที่ต้องการอยู่รอดต่อไปในสังคมจะพยายามเปิดเผยข้อมูลต่างๆ โดยสมัครใจและจะต้องกระทำให้อุปการะตามกฎหมายเพื่อพิสูจน์ให้สังคมเห็นว่าบริษัทเป็นพลเมืองที่ดีเพื่อจะเป็นหลักประกันว่าบริษัทจะอยู่รอดต่อไปในสังคม โดย Lindblom (1994, pp. 343-352) ได้เสนอกลยุทธ์ที่บริษัทสามารถนำไปประยุกต์ใช้ได้ คือ บริษัทต้องพยายามนำเสนอต่อสังคมและผู้มีส่วนได้เสียเพื่อให้ได้รับรู้กิจกรรมต่างๆ ที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทดำเนินงานตามความคาดหวังของชุมชนและสังคม ต่อมา Suchman (1995, pp. 571-610) ได้กล่าวว่า ทฤษฎีความชอบธรรม

หรือทฤษฎีชอบด้วยกฎหมาย คือ ลักษณะหรือการกระทำที่จะสร้างความพอใจนั้นจะต้องอยู่ภายใต้การกระทำที่ชอบด้วยกฎหมาย โดยรูปแบบลักษณะหรือการกระทำที่สร้างความพอใจนั้นจะต้องอยู่ภายใต้การกระทำที่ชอบด้วยกฎหมายด้วยเช่นกัน ดังนั้นเพื่อเป็นการพิสูจน์ให้ชุมชนและสังคมได้เห็นว่าเป็นผลเมืองที่ดีอีกทั้งยังเป็นการลดแรงกดดันจากสังคมภายนอก บริษัทจึงมีความจำเป็นต้องมีการเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ที่ส่งผลกระทบต่อชุมชน เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อม ทั้งในด้านบวกและด้านลบด้วยความสมัครใจ แนวคิดนี้ถือเป็นแนวคิดพื้นฐานที่ทำให้บริษัทเปลี่ยนแปลงแนวความคิดในเรื่องการดำเนินธุรกิจจากการที่บริษัทเป็นศูนย์กลางในการดำเนินธุรกิจไปสู่รูปแบบใหม่ที่ต้องการหรือตามความคาดหวังของสังคมเป็นหลักเพื่อคงไว้ซึ่งสิทธิอันชอบธรรมในการคงอยู่ต่อไปในสังคม โดยการดำเนินงานของบริษัทต้องคำนึงถึงความรับผิดชอบต่อสังคม (Carol et al., 1998, pp. 1-21)

จึงอาจกล่าวได้ว่าทฤษฎีนี้ถือว่าเป็นการแนะนำให้ดำเนินธุรกิจภายใต้ข้อกำหนดของสังคม เพื่อแสดงให้เห็นว่าการดำเนินธุรกิจของบริษัทนั้นคำนึงถึงความอยู่รอดของสังคมอย่างยั่งยืนในขณะที่ Cormier & Gordon (2001, pp. 587-616) กล่าวว่า บริษัทนั้นมีข้อตกลงหรือพันธะสัญญากับชุมชนและสังคม บริษัทจะต้องดำเนินการให้เสร็จสิ้นด้วยวิธีที่ชอบด้วยกฎหมายต้องมีความสอดคล้องและความเข้าใจกันระหว่างบริษัท ชุมชนและสังคม นอกจากนี้ทฤษฎีนี้ยังได้มีการแนะนำถึงสิ่งที่บริษัทสามารถปฏิบัติเพื่อให้เกิดการกระทำกิจกรรมต่างๆ ของบริษัทนั้น โดยชอบด้วยกฎหมาย หรือเป็นการรักษาไว้ซึ่งความถูกต้องตามกฎหมาย

ในเวลาต่อมา Deegan (2006) และ Yi An et al. (2011, pp. 338-345) ได้กล่าวว่า โดยปกติความชอบธรรมของแต่ละบริษัทไม่มีปัจจัยที่แน่นอน ปัจจัยที่ทำให้เกิดขึ้นนั้น ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขของเวลาและทัศนคติทางสังคมที่มีการเปลี่ยนแปลงโดยการดำเนินงานของบริษัทก็จะต้องปรับกระบวนการดำเนินการจัดทำกิจกรรมเพื่อให้สอดคล้องตรงกับความต้องการของสังคม การกระทำดังกล่าวนั้นอาจจะก่อให้เกิดช่องว่างระหว่างการดำเนินธุรกิจรวมถึงความคาดหวังของสังคมที่เกี่ยวข้องกับการรับรู้ของสังคมในด้านการดำเนินกิจกรรมที่บริษัทต้องปฏิบัติ หรืออาจเรียกว่าช่องว่างความชอบธรรม โดยช่องว่างที่เกิดขึ้นนี้อาจเกิดขึ้นได้จากการเปลี่ยนแปลงของข้อกำหนดของกฎหมาย กฎระเบียบ ที่อาจจะส่งผลให้เกิดช่องว่างที่เพิ่มขึ้นระหว่างการดำเนินธุรกิจและความคาดหวังของสังคม อาจเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้บริษัทได้รับความเสียหายจากการปฏิบัติอย่างถูกต้องตามกฎหมายและผลกระทบต่อการค้ารุ่งอยู่ต่อไปของบริษัท ท้ายที่สุดนั้นบริษัทต้องพยายามลดช่องว่างของความชอบธรรม โดยแนวทางหนึ่งในการลดช่องว่างของความชอบธรรมเพื่อให้บริษัทสามารถดำรงอยู่ได้ในมุมมองด้านวิชาการ

จากข้อความข้างต้นสามารถสรุปได้ว่า ทฤษฎีความชอบธรรมหรือทฤษฎีความถูกต้องตามกฎหมาย (Legitimacy Theory) คือ สิ่งที่บริษัทจะต้องดำเนินการหรือทำกิจกรรมต่างๆ ภายใต้ความคาดหวังตามบรรทัดฐานของสังคม บริษัทจะต้องมีการเปลี่ยนแปลงพัฒนาไปตามเงื่อนไขและทัศนคติที่มีการเปลี่ยนแปลงไปตามสังคมเพราะบริษัทจะต้องพยายามที่จะทำให้เป็นไปตามกฎหมายและข้อกำหนดที่กำหนดขึ้นของสังคม เพื่อให้ผู้ที่มีส่วนได้เสียเชื่อมั่นในการดำเนินกิจกรรมของบริษัทให้สอดคล้องกับการยอมรับได้ในสังคม ดังนั้นบริษัทจึงต้องพยายามนำเสนอข้อมูลข่าวสารที่เป็นผลกระทบทั้งทางด้านบวกและด้านลบของบริษัทต่อผู้ที่มีส่วนได้เสีย

### 1.3 ทฤษฎีเชิงสถานการณ์ (Contingency Theory)

ในช่วงของปี ค.ศ. 1967 Fred E. Fiedler ได้เสนอแนวความคิดการบริหารเชิงสถานการณ์ (Situational Management Theory) หรือทฤษฎีอุบัติการณ์ (Contingency Theory) เป็นทฤษฎีการบริหารที่บอกว่าแนวทางในการเลือกทางออกที่จะแก้ปัญหาที่ดีที่สุดคือ สถานการณ์จะเป็นตัวกำหนดว่าควรเลือกใช้การบริหารแบบใดในสภาวะการณ์เช่นนั้น (Anthony et al., 1972) นับว่าเป็นการผสมผสานแนวคิดระหว่างระบบปิดและระบบเปิดเพื่อมุ่งเน้นความสัมพันธ์ระหว่างองค์กรกับสภาพแวดล้อมขององค์กร บางสถานการณ์ต้องใช้วิธีการตัดสินใจที่รวดเร็วและเด็ดขาด แต่บางสถานการณ์ต้องใช้วิธีการประนีประนอม โดยอาศัยการมีส่วนร่วมในการตัดสินใจ หลากๆ สถานการณ์ต้องคำนึงถึงเป้าหมายหรือผลผลิตขององค์กรเป็นหลัก การบริหารเชิงสถานการณ์นั้นจะคำนึงถึงธรรมชาติและสิ่งแวดล้อมในหน่วยงานเป็นปัจจัยสำคัญเพื่อตอบสนองเป้าหมายขององค์กร โดยส่วนรวม นอกจากนี้ในส่วนของทฤษฎีสถานการณ์ไม่เพียงแต่จะพิจารณาถึงปัจจัยสภาพแวดล้อมภายในองค์กรเท่านั้นแต่ควรจะต้องพิจารณาถึงปัจจัยสภาพแวดล้อมภายนอกองค์กรที่จะส่งผลกระทบต่อการทำงานของกิจการด้วย เช่น สภาพแวดล้อมของระบบเศรษฐกิจ สังคม การเมือง และการแข่งขันในการดำเนินธุรกิจ เป็นต้น (Fisher, 1995, pp. 24-53) นอกจากนี้ทฤษฎีเชิงสถานการณ์ยังแสดงให้เห็นถึงลักษณะของ โครงสร้างองค์กรนั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอก ลักษณะของปัจจัยภายในก็จะบ่งบอกลักษณะขององค์กร เช่น ขนาดขององค์กร นโยบายขององค์กร และเป้าหมายหลักขององค์กร ส่วนปัจจัยภายนอกที่มีอิทธิพลต่อองค์กร เช่น ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ สภาวะการแข่งขันทางธุรกิจ การเปลี่ยนแปลงของสังคมและสิ่งแวดล้อมที่เกี่ยวข้องกับองค์กร (Gordan & Miller, 1976, pp. 59-69; Anderson & Lanen, 1999, pp. 99-116)

โครงสร้างการบริหารของแต่ละองค์กรและสถานการณ์ที่มีความแตกต่างกันจะนำไปสู่กลยุทธ์ในการบริหารจัดการ เทคนิคในการบริหาร และแนวทางในการดำเนินธุรกิจที่จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานขององค์กรทั้งหมดซึ่งจะแตกต่างกันและขึ้นอยู่กับแต่ละสถานการณ์ (Chenhall & Langfield-Smith, 1998, pp. 361-386) และเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมและสถานการณ์ที่แตกต่างกันจะส่งผลกับการเลือกปฏิบัติในการให้ข้อมูลในบทบาทของการปฏิบัติต่อชุมชน สังคม และสิ่งแวดล้อม ดังนั้นการนำทฤษฎีสถานการณ์มาประยุกต์ใช้เพื่อการบริหารจัดการ (Langfield-Smith et al., 2009) สามารถสรุปประเด็นสำคัญของทฤษฎีสถานการณ์ได้ว่า เป็นทฤษฎีที่ส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของผู้บริหารในการตัดสินใจเลือกแนวทางการปฏิบัติต่อสถานการณ์ต่างๆ เพื่อปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ตามเป้าหมายหลักขององค์กรให้สอดคล้องกับความคาดหวังของชุมชนและสังคมเพื่อสร้างความยั่งยืนให้กับองค์กรในอนาคต

#### 1.4 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เป็นทฤษฎีที่สนับสนุนให้ผู้บริหารได้รับข้อมูลข่าวสารมากกว่ากลุ่มของผู้ลงทุนเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนจึงถือเป็นการส่งสัญญาณ (Signals) ให้กลุ่มผู้ลงทุนรู้ว่าผู้บริหารมีความคิดเห็นอย่างไร หรืออาจกล่าวได้ว่าทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เป็นทฤษฎีที่ศึกษาถึงพฤติกรรมที่บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งสัญญาณไปถึงกลุ่มของผู้ถือหุ้นรายย่อยเพื่อสื่อสารถึงแนวโน้มการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหุ้นในอนาคต กล่าวคือ ราคาหุ้นมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงสำหรับบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน (Decreasing Dividend Payout Ratio) จากการศึกษาพบว่า ราคาหุ้นจะปรับลดลงก่อนวันที่บริษัทจะประกาศจ่ายเงินปันผลจริงและจะปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำที่สุดในวันที่ประกาศลดการจ่ายเงินปันผลหลังจากนั้นราคาหุ้นมีแนวโน้มจะปรับตัวขึ้นทันทีในทางกลับกันราคาหุ้นมีแนวโน้มจะปรับตัวสูงขึ้นถ้าบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้า (Increasing Dividend Payout Ratio) และจากการศึกษาพบว่า ราคาหุ้นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นก่อนวันที่ประกาศจริงและจะปรับตัวเพิ่มขึ้นถึงจุดสูงสุดในวันที่ประกาศเพิ่มการจ่ายเงินปันผลหลังจากนั้นราคาจะปรับตัวลดลงทันทีที่นักลงทุนที่ชาญฉลาดอาจจะถือจังหวะนี้ขายเพื่อหากำไรได้ (Ross, 2005) การใช้ทฤษฎีการส่งสัญญาณได้รับแรงผลักดันจากบริษัทเพื่อใช้เป็นแนวทางในการแก้ปัญหาของบริษัท โดยทฤษฎีการส่งสัญญาณจะแสดงให้เห็นว่า ผู้มีส่วนได้เสียมักใช้ประเด็นต่างๆ ของบริษัทในการเปิดเผยข้อมูลตามความสมัครใจเพื่อที่จะสรุปผลเกี่ยวกับความตั้งใจและการกระทำของบริษัท (Srivastava & Lurie, 2001, pp. 296-307) เช่น การใช้ทฤษฎีการส่งสัญญาณในการเปิดเผยข้อมูลในการรายงานความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทซึ่งเป็นการส่งสัญญาณที่ดีเพราะจะเป็น

การช่วยลดความไม่สมดุลของข้อมูล โดยเป็นการพยายามส่งสัญญาณในเรื่องของแนวทางการปฏิบัติของบริษัทในประเด็นของสังคมและสิ่งแวดล้อม

ผลการวิจัยของ Spence (1973, pp. 355-374) ได้กล่าวไว้ว่า ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) คือ ข้อมูล ข่าวสารที่มากกว่าหรือคิดว่าเป็นการพยายามส่งสัญญาณข้อมูลที่บริษัทมีอยู่ให้ผู้มีส่วนได้เสียรับทราบ เพื่อหลีกเลี่ยงการเกิดช่องว่างของข้อมูลข่าวสารที่อาจจะทำให้เกิดการเข้าใจผิดพลาดได้ ซึ่งจะทำให้เกิดค่าใช้จ่ายตามมา การศึกษาในช่วงเวลาต่อมา Naser (1998, pp. 88-119) ได้สนับสนุนทฤษฎีนี้ โดยกล่าวว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลข่าวสารมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กเนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะมีทรัพยากรและความพร้อมมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ถือเป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ที่มีส่วนได้เสียเห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการเปิดเผยข้อมูลและข่าวสารเป็นบริษัทที่มีความน่าเชื่อถือและเป็นบริษัทที่มีความน่าสนใจต่อการเลือกลงทุนหรือควรให้การสนับสนุน

### 1.5 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Cost Theory)

มีทฤษฎีที่อธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงพฤติกรรมของบุคคลและความเป็นไปในกิจการ และสามารถใช้อธิบายมูลเหตุจูงใจของผู้บริหารในการประพฤติดิชอบ อาทิเช่น การตกแต่งบัญชี เพื่อยกยอดผลประโยชน์ที่ควรจะเป็นของผู้ถือหุ้นมาเป็นประโยชน์ที่ไม่ควรได้ของผู้บริหาร ซึ่งทฤษฎีที่กล่าวมาข้างต้นคือ ทฤษฎีตัวแทน (ศิลปิน ศรีจันเพชร, ม.ป.ป หน้า 19-23) ทฤษฎีนี้มองว่าบุคคลในบริษัทย่อมมีแรงผลักดันเพื่อกระทำการให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัว ดังนั้นฝ่ายจัดการจะพยายามหาทางในการสร้างมูลค่าให้กับบริษัทเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าหนทางนั้นเอื้อผลประโยชน์ให้กับตนเอง ทฤษฎีตัวแทนคือ เจ้าของกิจการซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นกับฝ่ายจัดการมีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน โดยที่ฝ่ายจัดการจะสร้างประโยชน์ให้กับตัวเองโดยไม่คำนึงถึงว่าการกระทำจะก่อให้เกิดประโยชน์แก่เจ้าของกิจการหรือไม่

แนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทนเป็นจุดเริ่มต้นของการกำกับดูแลกิจการ ทฤษฎีตัวแทนมาจากแนวคิดของ Jensen & Meckling (1976, pp. 305-360) ได้พัฒนาไว้ในปี ค.ศ. 1976 เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่าง 2 ฝ่าย คือ ฝ่ายที่มอบอำนาจ คือ เจ้าของกิจการซึ่งเป็นผู้ถือหุ้น (Shareholders' Wealth Maximization) หรือตัวการ (Principal) และอีกฝ่ายหนึ่งคือ ฝ่ายรับมอบอำนาจ คือ ฝ่ายจัดการหรือตัวแทน (Agent) กล่าวคือ ตัวการได้ว่าจ้างโดยการจ่ายค่าผลตอบแทนให้ตัวแทนเข้ามาดำเนินงานและทำหน้าที่ตัดสินใจแทนตน และตัวแทนต้องรายงานผลการดำเนินงานฐานะการเงินของกิจการที่ตนรับผิดชอบ พร้อมส่งมอบผลประโยชน์ให้ตัวการ การที่ฝ่ายจัดการหรือตัวแทน ทำหน้าที่ตัดสินใจในกิจการของเจ้าของกิจการซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นหรือตัวการ และได้รับค่าตอบแทนนั้น ฝ่ายจัดการจึงถูกมองว่าเป็นตัวแทน (Agent) ของเจ้าของกิจการ (Principal)

## 2. ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

### 2.1 คุณลักษณะบริษัท

การวิจัยในประเด็นปัจจัยเหตุด้านคุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ มีแนวทางการศึกษาที่หลากหลาย เช่น ลักษณะของโครงสร้างองค์กรในแต่ละประเทศที่มีโครงสร้างของนักลงทุนที่แตกต่างกัน (Nobes, 2008, pp. 283-286) ซึ่งกลไกดังกล่าวย่อมมีผลกระทบต่อนโยบายในการเปิดเผยข้อมูลของบริษัท (Roberts, 1992, pp. 595-612) สำหรับกลไกการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทที่มีความสัมพันธ์ระหว่างแนวคิดทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) โดยมุมมองทฤษฎีตัวแทนกล่าวว่า การที่บุคคลเดียวกันควรรวมตำแหน่งผู้บริหารและประธานกรรมการจะส่งผลให้เกิดความไม่เป็นธรรมในการดำเนินกิจการ (Chugh, Kaur & Gupta, 2011, pp. 346-352) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการเป็นสิ่งสำคัญในการบริหารงานของกิจการ เนื่องจากคณะกรรมการอิสระจะสามารถลดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน ปรับปรุงการดำเนินงานของกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ และรักษาผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียได้ (Duchain, Matsusaka & Ozbas, 2010, pp. 195-214) งานวิจัยของ Yermack (1996, pp.85-211) พบว่า มูลค่ากิจการจะเพิ่มสูงขึ้นเมื่อประธานกรรมการบริหาร (CEO) และประธานกรรมการบริษัทแยกออกจากกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Gao & Wagenhofer (2016) พบว่า คณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพในการติดตามการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหารช่วยลดการจัดการกำไรของกิจการได้ Dah, Jizi & Sbeity (2018, pp. 838-853) พบความสัมพันธ์ของคณะกรรมการในการบริหารงานก่อนและหลังการใช้หลักธรรมาภิบาลซึ่งคณะกรรมการบริษัทเป็นเครื่องมือสำคัญในการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี Demirbas & Yukhanaev (2011, pp. 444-471)

จากปัญหาการขาดการกำกับดูแลกิจการที่หลายบริษัทให้ความสำคัญกันอย่างต่อเนื่อง นับตั้งแต่วิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นในระดับโลก อาทิเช่น การตกแต่งบัญชีของบริษัท Enron, Worldcom และการคอร์รัปชันของ Siemens, Walmart รวมถึงการปกปิดข้อมูลของบริษัท Tepco, Volkswagen สาเหตุสำคัญประการหนึ่งก็เพราะการมีพฤติกรรมที่ให้ความสำคัญกับพวกพ้องอันจะส่งผลให้การตัดสินใจในเรื่องสำคัญๆ ขาดการตรวจสอบ ขาดความโปร่งใส และขาดการพิจารณาโดยใช้เหตุผลที่เพียงพอ แนวคิดเกี่ยวกับกรรมการอิสระเกิดขึ้นมาเป็นเวลานานเพียงแต่ในอดีตการนำบุคคลที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับเจ้าของเข้ามาเป็นกรรมการเป็นสิ่งที่ไม่ได้รับการยอมรับมากนัก แต่ในปัจจุบันการดำเนินธุรกิจเปลี่ยนแปลงไปอย่างมาก ธุรกิจเริ่มที่ไม่ยึดติดกับระบบพวกพ้อง แต่เน้นมีระบบการทำงานที่เป็นมืออาชีพมากกว่า ซึ่งจะทำให้แน่ใจว่าการตัดสินใจใดๆ ของคณะกรรมการไม่มีเจตนาที่ซ่อนเร้นหรือมุ่งหาผลประโยชน์เพื่อกลุ่มบุคคลใด

ปัจจุบันกลไกการกำกับดูแลกิจการถือเป็นเครื่องมือสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นในการนำเสนอข้อมูลงบการเงินอย่างเพียงพอต่อกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียต่างๆ การกำกับดูแลกิจการเป็นความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแล รวมทั้งกลไกมาตรการที่ใช้กำกับการตัดสินใจของคนในองค์กร ให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์หลัก จนกระทั่งการติดตาม ประเมินผลและดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน แต่การนำกลไกการกำกับดูแลกิจการไปประยุกต์ใช้นั้นควรคำนึงถึงคุณลักษณะเฉพาะขององค์กร (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2562 101-116) ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าลักษณะของบริษัทจะเป็นประโยชน์ต่อผลการดำเนินงานและโอกาสของบริษัท (Shahwan, 2015, pp. 641-662) และแสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้การตกแต่งกำไรลดลง Beasley et al. (2000, pp. 441-454) รวมทั้งมาตรการในการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีบทบาทในการกำหนดคุณลักษณะและบริษัทมีหน้าที่อย่างชัดเจนในการปฏิบัติตามหลักบรรษัทภิบาล Sheikh, 2019, pp. 341-353 พบว่า บริษัทที่มีการทุจริตกับบริษัทที่ไม่มีการทุจริตจะมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ต่างกันบริษัทที่มีการทุจริตเกิดขึ้นจะมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่น้อยกว่า Outa, Eisenberg & Ozili (2017, pp. 428-444) ศึกษาถึงผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการจัดการกำไร พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีไม่ได้ส่งผลต่อการจัดการกำไร และงานวิจัยของ Safari (2017, pp. 1137-1151) พบว่า การปฏิบัติตามหลักการของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบส่งผลให้การจัดการกำไรลดลง ซึ่งบ่งชี้ว่าโครงสร้างของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบมีประสิทธิภาพสำหรับการปรับปรุงคุณภาพรายงานทางการเงิน ชาวาลัย หม่อมมบุญ และนิ่มนวล วิเศษสรรพ (2558, หน้า 91-104) พบว่า ประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ เชิงลบต่อการจัดการกำไร บริษัทจดทะเบียนที่มีประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการสูงกว่าจะมีการจัดการกำไรน้อยกว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นและขนาดกิจการ พบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบการเข้าถือหุ้น โดยรัฐบาลและขนาดกิจการใหญ่เป็นบริษัทที่มีประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลต่อการจัดการกำไรชัดเจนที่สุด

จากการทบทวนวรรณกรรมและการวิจัยในอดีตทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท อันประกอบด้วย โครงสร้างเงินทุน อัตราการเจริญเติบโต โครงสร้างผู้ถือหุ้น และขนาดของกิจการ ที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผู้วิจัยได้กำหนดเป็นวัตถุประสงค์ของการวิจัยในครั้งนี้

### โครงสร้างเงินทุน (Leverage Ratio)

ความรับผิดชอบของผู้บริหารเกี่ยวข้องกับ การตัดสินใจใน 3 เรื่อง ได้แก่งบประมาณการ ลงทุน โครงสร้างเงินทุน และการบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยโครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย ส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งผู้บริหารสามารถเลือกแหล่งเงินทุนได้จาก 3 แหล่งคือ การก่อหนี้สิน การลงทุนเพิ่ม และการออกหลักทรัพย์ประเภท (Hybrid Securities) การกำหนด โครงสร้างเงินทุนมีเป้าหมายจากโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเพื่อให้มีมูลค่าของบริษัทสูงสุด และมีต้นทุนรวมของเงินทุนต่ำที่สุด ดังนั้น การวิจัยโครงสร้างเงินทุนจึงมีมานานตั้งแต่ปี ค.ศ.1958 โดย Professor Modigliani and Miller (วัฒนา ศักยชีวกิจ และกอบกุล จันทรโคติกา, 2559 หน้า 52) งานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยใช้อัตราส่วนวัดการก่อหนี้ หรือ สัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Leverage Ratio: LEV) โดยอัตราส่วนนี้จะพิจารณาระดับการก่อหนี้ของบริษัทโดยพิจารณาจาก การที่บริษัทใช้เงินทุนจากการก่อหนี้มากกว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นมากน้อยเพียงใดหากสัดส่วนการ ก่อหนี้สูง บริษัทจะมีความเสี่ยงสูงจากโอกาสที่บริษัทไม่สามารถจ่ายชำระหนี้คืนได้ตาม กำหนดเวลาของแหล่งเงินทุนที่ให้กู้ หรืออาจจะถูกฟ้องยึดทรัพย์เนื่องจากการผิดนัดชำระหนี้ตาม ภาระผูกพัน หากไม่มีการพิจารณาถึงขอบเขตความสามารถของบริษัทในการนำกระแสเงินสดจาก การดำเนินงานมาจ่ายภาระดอกเบี้ย โดยสามารถคำนวณได้ดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560)

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

การศึกษาวิจัยด้านความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility) กับตัวแปรด้านหนี้สินนั้นมีการศึกษากันอย่างกว้างขวาง AS & Hussainey (2010) ทำการศึกษาผลกระทบของการตัดสินใจทางการเงินที่มีต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัท ในประเทศซาอุดีอาระเบีย พบว่า การให้ข้อมูลด้านหนี้สินอย่างเข้มข้นจะช่วยเพิ่มประโยชน์ในการ ดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี และสามารถผลักดันให้บริษัทมีผลประกอบการที่ดีขึ้น และ การศึกษาวิจัยของ Khakwani; SadiqShahid & Hamza (2016) พบว่า การจัดการสัดส่วนหนี้สินรวม ต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทในประเทศปากีสถานมีอิทธิพลต่อการรายงานข้อมูลการกำกับดูแล กิจการที่ดี และสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มแก่บริษัทได้ Bashira & Asad (2018) ทำการศึกษาบริษัท ต่างๆ ในประเทศปากีสถาน เช่นเดียวกันและพบว่า ผลการศึกษามีความสอดคล้องกับการศึกษา ในอดีต โดยการศึกษาครั้งนี้พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สนับสนุนให้มีการเปิดเผยข้อมูลหนี้สิน ภาระหนี้สิน และภาระดอกเบี้ยให้ครบถ้วนจะส่งผลให้เกิด



ความโปร่งใสต่อการบริหารงานของคณะกรรมการบริษัท และหากผู้บริหารบริษัทมีนโยบายด้าน  
หนี้สินจะส่งผลให้เกิดภาพลักษณ์ที่ดีต่อบริษัท ทำให้ผลประกอบการของบริษัทเพิ่มขึ้นจนทำให้  
บริษัทมีมูลค่ากิจการที่ดี สามารถดึงความสนใจของกลุ่มนักลงทุนได้

### อัตราการเจริญเติบโต (Growth Rate)

อัตราการเจริญเติบโต คือ การเติบโตของบริษัทที่เติบโตด้วยทรัพยากรหรือสินทรัพย์ที่มี  
อยู่ของบริษัทเป็นการเจริญเติบโตที่มาจากธุรกิจหลักของบริษัท ซึ่งอยู่ที่ผู้บริหารจะนำทรัพยากร  
ภายในบริษัทมาทำให้กำไรได้มากขึ้นเพียงใด จะไม่รวมการเติบโตที่มาจากกิจกรรมอื่น  
ในด้านของบริษัทจะแบ่งการเติบโตออกเป็น 2 ส่วน คือ Organic Growth กับ Non-Organic  
Growth โดย Organic Growth สามารถแบ่งเป็น 2 ส่วนได้อีก คือ สินค้าเดิม ลูกค้านเดิม หรือสินค้าเดิม  
ลูกค้าใหม่ Organic Growth ที่ดีหรือผู้บริหารที่เก่งควรต้องโตเร็วกว่าตลาด การเติบโตแบบ Organic  
Growth เป็นการเติบโตที่ปลอดภัยและมั่นใจได้มากกว่าการเติบโตด้วยการหันเข้าสู่ธุรกิจใหม่ๆ  
(Non-Organic) Organic Growth จะมีการใช้สิ่งที่มีอยู่แล้วรูปแบบใดรูปแบบหนึ่งให้เป็น  
ประโยชน์ เช่น ฐานลูกค้าเดิมแต่เพิ่มการบริโภคให้มากขึ้น (Re-used strategy) หรือสินค้าเดิม  
แต่ขยายฐานลูกค้าออกไป เป็นต้น นั่นคือใช้ฐานลูกค้าเดิมที่มีอยู่หรือใช้ฐานสินค้าเดิม  
การศึกษาวิจัยของ Mukherjee & Sankar-Sen (2018, pp. 100-108) ในประเทศอินเดีย พบว่า  
การเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศอินเดียนั้นส่งอิทธิพลถึงขนาดของการ  
รายงานข้อมูลต่างๆ ของบริษัท เมื่อบริษัทมีความมั่นคงทางการเงินบริษัทจะมุ่งทำกิจกรรมต่างๆ  
เพื่อเพิ่มการยอมรับแก่กลุ่มของนักลงทุน และการศึกษาวิจัยของ Rahim & Saad (2014, pp. 84-94)  
ศึกษาการเจริญเติบโตของกลุ่มบริษัทมหาชน จำนวน 229 บริษัท ในกลุ่มอาเซียน และพบว่า อัตรา  
การเพิ่มขึ้นของการเจริญเติบโตของบริษัทส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของผลกำไรของบริษัท และ Huang,  
Wu & Zhang (2015, pp. 393-405) พบว่า ความสามารถในการเจริญเติบโตของบริษัทนั้นส่งผลต่อ  
ผลการดำเนินงานที่ยั่งยืนของบริษัทการศึกษาครั้งนี้มุ่งศึกษาการเติบโตในระยะยาวของกิจการ  
โดยมุ่งที่กำไรของกิจการที่เก็บไว้ไม่จ่ายออกกลับคืนผู้ถือหุ้น (Sanpong, Vigripat & Kobjaiklang,  
2017 pp. 74-91) ซึ่งสามารถคำนวณได้ ดังนี้

$$\text{Sustainable Growth Rate} = \text{ROE} \times (1 - \text{อัตราส่วนเงินปันผลจ่าย})$$

### โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Multinational Shareholder)

ผู้ถือหุ้นในฐานะที่เป็นเจ้าของบริษัท ประกอบด้วย กลุ่มต่างๆ เช่น กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ที่มีสัดส่วนเงินลงทุนสูง ถือได้ว่าเป็นผู้มีอำนาจในการบริหารและควบคุมกิจการด้วยการเป็น กรรมการและผู้บริหาร หรือโดยส่งตัวแทนของตนเข้ามาเป็นกรรมการเพื่อแต่งตั้งผู้บริหารในการ กำกับดูแลการดำเนินงานของกิจการ และยังมีบทบาทสำคัญในการตัดสินใจในเรื่องต่างๆ ที่เกี่ยวกับการปรับเปลี่ยนเรื่องสำคัญๆ ของบริษัท (พิชญ์ณัฐ เสี่ยมกลาง และชุติมา นาคประสิทธิ์, 2559, หน้า 73-85) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างการถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเลือกผู้สอบ บัญชี BIG4 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสูงสุด 10 ราย แรกสูง แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความเป็นไปได้ที่จะเลือกผู้สอบบัญชีจากกลุ่ม BIG4 เช่นเดียวกับการศึกษาในต่างประเทศก็พบการศึกษาของ Hadiye & Praveen (2012, pp. 2257-2299) & Saeid, Sajad & Morteza (2012, pp. 7-13) ได้ข้อค้นพบที่แตกต่างว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของมีอิทธิพล ต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีในทิศทางลบ Vo (2015, pp. 149-165) ศึกษาถึงบทบาทของการกำกับ ดูแลกิจการที่ดีกับเศรษฐกิจในช่วงเปลี่ยนผ่านพบว่า ผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการกำกับ ดูแลกิจการที่ดีและมูลค่าของบริษัท แต่การศึกษาต่อมาของ Mohammad, Wasiuzzaman & Salleh (2016, pp. 726-746) ศึกษาประสิทธิภาพของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ ความหลากหลายของสัญชาติส่งผลต่อการจัดการกำไร พบว่า คณะกรรมการมีความสัมพันธ์ใน เชิงบวกกับการจัดการกำไร ก่อนและหลังปรับปรุงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการในประเทศ มาเลเซีย Haniffa & Hudaib (2006, pp. 1034-1062) ศึกษาโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการและผล การดำเนินงานของบริษัทจะทะเบียนในประเทศมาเลเซีย พบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารมี ความสำคัญอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน เมื่อเปรียบเทียบกับขนาดของบริษัทและโอกาส ในการเจริญเติบโต Zhang, Mahenthiran & Huang (2012, pp. 108-127) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการ ที่ดีและการจัดการกำไรในประเทศจีน พบว่า คณะกรรมการมีส่วนร่วมในการจัดการกำไร Cullinan, Roush & Zheng (2012, pp. 167-183) ศึกษาถึงการควมรวมตำแหน่งของประธาน กรรมการในยุค Sarbanes-Oxley พบว่า การกำกับดูแลกิจการตามแนวทางของ SOX มีอิทธิพลต่อ การตัดสินใจของคณะกรรมการ Joubert & Fakhfakh (2012, pp. 66-86) ศึกษาการจัดการรายรับและ การกำกับดูแลคณะกรรมการ: การเปรียบเทียบระหว่างประเทศ พบว่า การเป็นเจ้าของหุ้นเป็นตัว กำหนดการจัดการกำไรในประเทศฝรั่งเศสและแคนาดา Jamaludin, Sanusi & Kamaluddin (2015, pp. 235-242) ศึกษาโครงสร้างคณะกรรมการและการจัดการกำไรในประเทศมาเลเซียพบว่า คณะกรรมการมีความสัมพันธ์ต่อการจัดการกำไร Lopez; Garcia & Alvarez (2018) พบว่า อิทธิพล ของโครงสร้างความเป็นเจ้าของและคณะกรรมการด้านนวัตกรรมของบริษัทมีอิทธิพลต่อกัน

ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญโดยผลการศึกษาพบว่า เมื่อโครงสร้างการถือหุ้นมีความเป็นอิสระจะส่งผลให้บริษัทสามารถตั้งคณะกรรมการที่มีความรู้ความสามารถและเหมาะสมกับการบริหารงาน ส่งผลให้บริษัทได้คณะกรรมการที่มีศักยภาพและสามารถใช้ความสามารถในการบริหารบริษัท โดยใช้เทคโนโลยีที่ทันสมัยส่งผลให้บริษัทมีแนวโน้มการดำเนินงานดีขึ้นอย่างก้าวกระโดด การศึกษา

### ขนาดของกิจการ (Firm Size)

การศึกษาลงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลและขนาดขององค์กร จากการศึกษางานวิจัยของ Trotman & Bradley (1981); Hossain et al. (1994); Meek et al. (1995); Williams (1999) & Zoysa & Wijewardena (2003) พบว่า บริษัทขนาดใหญ่จะมีการเปิดเผยข้อมูลมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีต้นทุนในการจัดทำข้อมูลมากกว่า และมีความได้เปรียบในการแข่งขันสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก สอดคล้องกับการวิจัยของ Diamond & Verrecchia (1991) ที่พบว่า ต้นทุนในการจัดทำรายงานหรือการเปิดเผยข้อมูลจะลดลงตามขนาดของบริษัท ในขณะที่เดียวกันเหตุผลที่สนับสนุนความสัมพันธ์ดังกล่าวที่ไม่ได้แสดงออกมาอย่างชัดเจนที่จะอธิบายว่า ต้นทุนการเปิดเผยทั้งหมดจะลดลงตามขนาดของบริษัทนั้น เป็นเพียงการคาดการณ์ว่าอาจจะมีต้นทุนส่วนที่คงที่ในการเปิดเผยข้อมูลซึ่งทำให้ต้นทุนต่อขนาดบริษัทลดลง นอกจากนี้ ต้นทุนในการเผยแพร่ข้อมูลของบริษัทขนาดเล็กจะสูงเพราะการจะประชาสัมพันธ์ให้ข่าวเป็นที่ทราบโดยทั่วถึงกันนั้นจะมีต้นทุนสูงกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่มีนักวิเคราะห์ที่ให้ความสนใจเป็นทุนเดิมอยู่แล้ว นอกจากนี้บริษัทขนาดใหญ่ยังต้องเผชิญกับแรงผลักดันที่จะต้องแสดงถึงความรับผิดชอบต่อสังคม เพื่อให้เกิดการยอมรับจากสาธารณชน (Trotman & Bradley, 1981) พรพรรณ คำรงค์สุขนิวัฒน์ และปัญญา อิศระวรวาณิช (2556, หน้า 61-73) พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับการตกแต่งกำไร โดยกิจการขนาดใหญ่มีโอกาสในการตกแต่งกำไรเพื่อหลีกเลี่ยงผลขาดทุนมากกว่าเมื่อเทียบกับกิจการขนาดเล็ก การศึกษาวิจัยของ Gill & Obradovich (2012, pp. 1-14) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและการใช้ประโยชน์ทางการเงินต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในประเทศอเมริกา พบว่า ขนาดของบริษัทและผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีผลกระทบต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความสามารถในการก่อหนี้ที่ต่างกัน Roodposhti & Chashmi (2010, pp. 673-679) ศึกษาถึงองค์ประกอบของคณะกรรมการและความเป็นเจ้าของต่อการจัดการกำไร: หลักฐานจากประเทศอิหร่าน พบว่า ขนาดของบริษัทและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการกำไร Alareeni (2018, pp. 551-570) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในประเทศบาห์เรนพบว่า ความเป็น

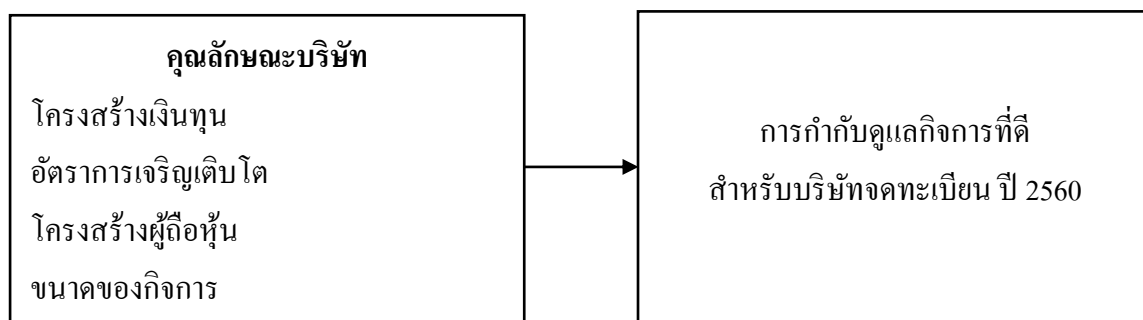
เจ้าของและความเป็นอิสระของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการจัดการกำไร ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไร Corvino et al. (2019, pp. 510-532) ศึกษาผลกระทบของขนาดบริษัทต่อเงินทุนเชิงสัมพันธ์และผลการดำเนินงานของบริษัท หลักฐานจากยุโรป พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท สอดคล้องกับ อนุวัฒน์ ภักดี และศิลาพร ศรีจันทเพชร (2561, หน้า 25-38) ที่ศึกษาโมเดลสมการ โครงสร้างคุณลักษณะคณะกรรมการ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน

การพิจารณาขนาดของแต่ละบริษัทธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ย่อมจะมีความได้เปรียบธุรกิจ ขนาดเล็กทั้งในด้านเงินทุน ด้านเทคนิค การจ้างผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถสูง และได้เปรียบ ในด้านสภาพแวดล้อมการแข่งขัน ตัวแปรขนาดของกิจการ (Firm Size) สามารถคำนวณได้จาก ลอการิทึม (Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัท

$$\text{Firm Size} = \log (\text{total asset})$$

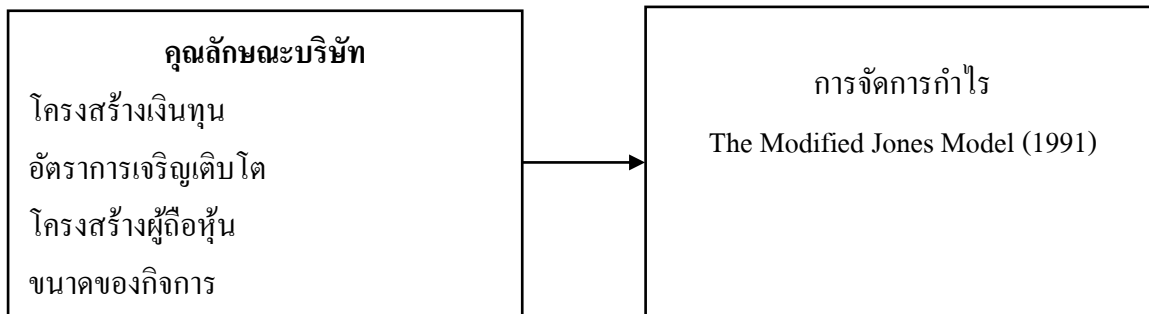
จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นจึงนำมาสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัยเพื่อทดสอบ อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทด้าน โครงสร้างเงินทุน อัตราการเจริญเติบโต โครงสร้างผู้ถือหุ้น และ ขนาดของกิจการ มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี



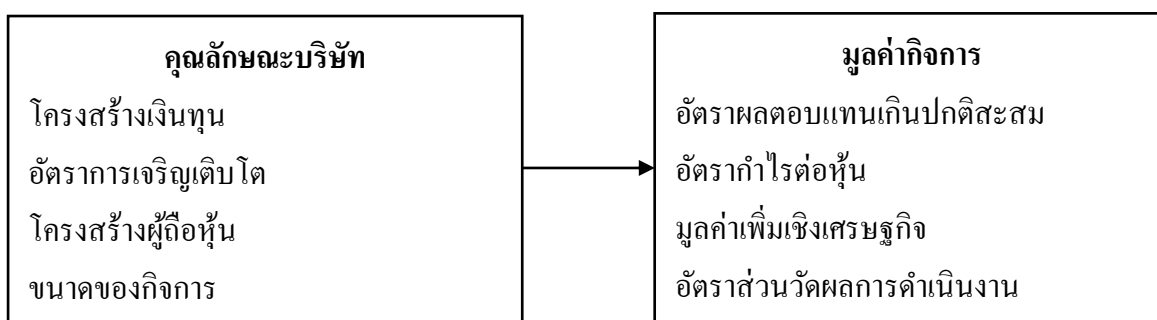
ภาพประกอบที่ 4 แสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร



ภาพประกอบที่ 5 แสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ



ภาพประกอบที่ 6 แสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ

## 2.2 การกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560

ที่ผ่านมาจะใช้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในด้านความรับผิดชอบต่อหน้าที่ (Accountability) ของคณะกรรมการเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ลงทุน โครงสร้างความสัมพันธ์ และแนวปฏิบัติเพื่อสร้างความโปร่งใส ถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อบริษัทจดทะเบียนที่มีประชาชนเป็นผู้ถือหุ้น ซึ่งการสร้างความเชื่อมั่นเพียงประการเดียวไม่เพียงพอสำหรับการเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ดีเนื่องจากภาคธุรกิจและผู้ลงทุนต่างต้องการผลประโยชน์ที่ดี ผลงานวิจัยของ Arsoy, Crowther (2008, pp. 407-421) กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์กันระหว่างบริษัทและผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมด ดังนั้นกิจการต้องมีความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้คนรอบข้างและปรับตัวให้เหมาะสมกับการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์ต่างๆ เพื่อให้บริษัทสามารถเติบโตและอยู่รอดได้ในระยะยาว ฉะนั้นคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือ Corporate Governance Code (CG Code) ฉบับนี้เพื่อเป็นหลักปฏิบัตินำไปปรับใช้ในการกำกับดูแล

ให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาว ให้คณะกรรมการบริษัทซึ่งเป็นผู้นำหรือผู้รับผิดชอบสูงสุดขององค์กร มีความน่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้นและผู้คนรอบข้างเพื่อประโยชน์ในการสร้างคุณค่า ตรงตามความมุ่งหวังของทั้งภาคธุรกิจผู้ลงทุน ตลอดจนตลาดทุนและสังคมโดยรวมให้กิจการอย่างยั่งยืน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

### CG Code นี้ ต่างจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555

CG Code เนื้อหาส่วนใหญ่มาจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 และปรับลำดับวิธีการนำเสนอให้เป็นไปตามบริบทการทำหน้าที่ของคณะกรรมการในแต่ละกระบวนการประกอบธุรกิจ รวมถึงการเพิ่มประเด็นใหม่ๆ ให้ครอบคลุมถึงแนวคิดหรือปัจจัยที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนี้ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

1. เพิ่มการแบ่งบทบาทระหว่าง คณะกรรมการและฝ่ายจัดการ และความชัดเจนของบทบาทความเป็นผู้นำของคณะกรรมการ โดยแบ่งเป็น 3 กลุ่ม คือ
  - 1.1. เรื่องที่คณะกรรมการควรดูแลให้มีการดำเนินการ
  - 1.2. เรื่องที่คณะกรรมการพิจารณาร่วมกับฝ่ายจัดการ โดยติดตามให้มั่นใจว่า ฝ่ายจัดการได้ไปดำเนินการตามที่ได้พิจารณาร่วมกันไว้
  - 1.3. เรื่องที่คณะกรรมการไม่ควรดำเนินการ
2. เพิ่มความชัดเจนในการกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการ บทบาทของคณะกรรมการและบูรณาการความรับผิดชอบในการประกอบธุรกิจ เพื่อสร้างความยั่งยืนแก่กิจการ โดยคณะกรรมการต้องดูแลในการกำหนดวัตถุประสงค์ เป้าหมายทางธุรกิจ วิเคราะห์สภาพแวดล้อม ทำความเข้าใจผู้มีส่วนได้เสียและการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสีย ความเปลี่ยนแปลงของปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อธุรกิจ ตลอดจนการปลูกฝังค่านิยมขององค์กรที่สะท้อนการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดการปฏิบัติจนเป็นวัฒนธรรมองค์กร
3. ขยายความหน้าที่ของคณะกรรมการในการกำกับดูแลกลยุทธ์ นโยบาย แผนงาน และงบประมาณของกิจการ โดยการนำนวัตกรรมและเทคโนโลยีมาใช้เพื่อเพิ่มคุณค่าให้แก่กิจการ และดูแลด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ
4. เพิ่มคำอธิบายหน้าที่ของคณะกรรมการในการกำกับดูแลให้กิจการมีนโยบายการเปิดเผยข้อมูล การจัดการข้อมูลลับเพื่อไม่ให้เกิดข้อมูลรั่วไหล การรักษาความลับของข้อมูลและข้อมูลที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (Market Sensitive Information)

5. เพิ่มหน้าที่ของคณะกรรมการในการดูแลสภาพคล่องทางการเงินและความสามารถในการชำระหนี้ รวมทั้งวิธีการที่จะดำเนินการของผู้มีส่วนได้เสียในการมีส่วนร่วม ควบคุมสถานการณ์ในกรณีที่กิจการประสบปัญหาทางการเงิน ตลอดจนให้พนักงานมีความรู้ความเข้าใจในการบริหารจัดการเงิน และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

6. เพิ่มความชัดเจนของคณะกรรมการในการทำความเข้าใจเรื่องโครงสร้างความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้น ที่มีผลกระทบต่ออำนาจการควบคุมหรือการบริหารจัดการกิจการ

7. เพิ่มความชัดเจนของประธานกรรมการด้านบทบาทและหน้าที่ ถ้ากรณีที่กรรมการผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการ ไม่ได้มีการแยกออกจากกัน คณะกรรมการสามารถแต่งตั้งกรรมการอิสระ ร่วมพิจารณากำหนดวาระการประชุมคณะกรรมการขึ้นหนึ่งคนเพื่อเป็นการถ่วงดุลระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายจัดการ

“การกำกับดูแลกิจการ” หมายถึง ความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแล รวมทั้งกลไกมาตรการที่ใช้กำหนดการตัดสินใจของคนในองค์กรให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ซึ่งรวมถึง (1) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลัก (objectives) (2) การกำหนดกลยุทธ์นโยบาย และพิจารณาอนุมัติแผนงานและงบประมาณ และ (3) การติดตาม ประเมิน และดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน

“การกำกับดูแลกิจการที่ดี” ตามหลักปฏิบัตินี้หมายถึง การกำกับดูแลกิจการที่เป็นไปเพื่อการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน นอกเหนือจากการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน ซึ่งคณะกรรมการควรกำกับดูแลกิจการให้นำไปสู่ผล (Governance Outcome) อย่างน้อย ดังต่อไปนี้

1. สามารถแข่งขันได้และมีผลประกอบการที่ดีโดยคำนึงถึงผลกระทบในระยะยาว (Competitiveness and Performance with Long-Term Perspective)
2. ประกอบธุรกิจอย่างมีจริยธรรม เคารพสิทธิและมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย (Ethical and Responsible Business)
3. เป็นประโยชน์ต่อสังคม และพัฒนาหรือลดผลกระทบด้านลบต่อสิ่งแวดล้อม (Good Corporate Citizenship)
4. สามารถปรับตัวได้ภายใต้ปัจจัยการเปลี่ยนแปลง (Corporate Resilience)

#### หลักปฏิบัติตาม CG Code

CG Code ประกอบด้วยเนื้อหาสำคัญ 2 ส่วนได้แก่ ส่วนที่ 1 คือ หลักปฏิบัติและหลักปฏิบัติย่อย โดยมีหลักปฏิบัติจำนวน 8 ข้อ และส่วนที่ 2 คือ แนวปฏิบัติและคำอธิบายในการปฏิบัติให้เป็นไปตามหลักการปฏิบัติที่ 1 โดยหลักปฏิบัติหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2560 แสดงได้ดังภาพประกอบที่ 7 ดังนี้ หลักปฏิบัติ 1 ครอบคลุมถึงบทบาทและ

ความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (Establish Clear Leadership Role and Responsibilities of the Board) หลักปฏิบัติ 2 กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (Define Objectives that Promote Sustainable Value Creation) หลักปฏิบัติ 3 เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (Strengthen Board Effectiveness) หลักปฏิบัติ 4 สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (Ensure Effective CEO and People Management) หลักปฏิบัติ 5 ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (Nurture Innovation and Responsible Business) หลักปฏิบัติ 6 ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (Strengthen Effective Risk Management and Internal Control) หลักปฏิบัติ 7 รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (Ensure Disclosure and Financial Integrity) และหลักปฏิบัติ 8 สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (Ensure Engagement and Communication with Shareholders)

หลักปฏิบัติ 8 ข้อ ภายใต้ CG Code ที่คณะกรรมการบริษัทสามารถนำไปปรับใช้ (Apply) ในการกำกับดูแลกิจการได้ถูกบูรณาการเข้าไปในกระบวนการดำเนินงานของกิจการ โดยเริ่มตั้งแต่ (1) การกำหนดวัตถุประสงค์สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (2) การดำเนินการตามวัตถุประสงค์ที่กำหนด (3) การติดตาม ประเมินผล และการเปิดเผยข้อมูล ดังตารางที่ 3 นำเสนอกระบวนการดำเนินธุรกิจตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2560 (Corporate governance Code for listed companies 2017) CG Code จำนวน 8 ข้อ ข้อมูลจากตารางที่ 3 แสดงให้เห็นว่า CG Code ส่งเสริมให้คณะกรรมการบริษัทนำหลักปฏิบัติส่วนที่ 1 และส่วนที่ 2 ไปปรับใช้ เพื่อช่วยในการกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่มุ่งหวังให้เกิดการสร้างคุณค่ากิจการอย่างยั่งยืน (Long-term Sustainable Value Creation) หลักปฏิบัติส่วนที่ 3-5 คณะกรรมการบริษัทสามารถนำไปปรับใช้เพื่อเป็นแนวทางสนับสนุนให้การดำเนินงานของกิจการสามารถบรรลุวัตถุประสงค์หรือเป้าหมายที่คณะกรรมการบริษัทกำหนดไว้ และคณะกรรมการบริษัท ควรนำหลักปฏิบัติส่วนที่ 6-8 มาปรับใช้เพื่อเป็นแนวทางในการติดตามและประเมินผลการดำเนินงาน และนำเสนอผลการดำเนินงานให้แก่ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องได้ทราบว่าการดำเนินงานได้บรรลุตามวัตถุประสงค์หรือเป้าหมายที่กำหนดไว้หรือไม่อย่างไร



ตารางที่ 3 หลักปฏิบัติ 8 ข้อ ภายใต้ CG Code

กระบวนการดำเนินธุรกิจ	หลักปฏิบัติ	
1. กำหนดวัตถุประสงค์	หลักปฏิบัติที่ 1	ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน
	หลักปฏิบัติที่ 2	กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน
2. ดำเนินการตามวัตถุประสงค์ที่กำหนด	หลักปฏิบัติที่ 3	เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ
	หลักปฏิบัติที่ 4	สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร
	หลักปฏิบัติที่ 5	ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ
3. การติดตาม ประเมินผล และการเปิดเผยข้อมูล	หลักปฏิบัติที่ 6	ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม
	หลักปฏิบัติที่ 7	รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล
	หลักปฏิบัติที่ 8	สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น

โดยเนื้อหาของหลักปฏิบัติ 8 ข้อ และหลักปฏิบัติย่อยของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2560 (Corporate governance Code for listed companies 2017) CG Code มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1. การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน

#### หลักปฏิบัติ 1.1

คณะกรรมการควรเข้าใจบทบาทและตระหนักถึงความรับผิดชอบในฐานะผู้นำที่ต้องกำกับดูแลให้ องค์กรมีการบริหารจัดการที่ดีซึ่งครอบคลุมถึง

(1) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมาย

(2) การกำหนดกลยุทธ์นโยบายการดำเนินงาน ตลอดจนการจัดสรร

ทรัพยากรสำคัญเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมาย

(3) การติดตาม ประเมินผล และดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน

#### หลักปฏิบัติ 1.2

ในการสร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน คณะกรรมการควรกำกับดูแลกิจการให้  
นำไปสู่ผล (Governance Outcome) อย่างน้อย ดังต่อไปนี้

(1) สามารถแข่งขันได้และมีผลประกอบการที่ดีโดยคำนึงถึงผลกระทบในระยะยาว (Competitiveness and Performance with Long-Term Perspective)

(2) ประกอบธุรกิจอย่างมีจริยธรรม เคารพสิทธิและมีความรับผิดชอบต่อ  
ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสีย (Ethical and Responsible Business)

(3) เป็นประโยชน์ต่อสังคม และพัฒนาหรือลดผลกระทบด้านลบต่อ  
สิ่งแวดล้อม (Good Corporate Citizenship)

(4) สามารถปรับตัวได้ภายใต้ปัจจัยการเปลี่ยนแปลง (Corporate Resilience)

#### หลักปฏิบัติ 1.3

คณะกรรมการมีหน้าที่ดูแลให้กรรมการทุกคนและผู้บริหารปฏิบัติหน้าที่ด้วยความ  
รับผิดชอบ ระมัดระวัง (Duty of Care) และซื่อสัตย์สุจริตต่อองค์กร (Duty of Loyalty) และดูแลให้  
การดำเนินงานเป็นไปตามกฎหมาย ข้อบังคับ และมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น

#### หลักปฏิบัติ 1.4

คณะกรรมการควรเข้าใจขอบเขตหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการและ  
กำหนดขอบเขต การมอบหมายหน้าที่และความรับผิดชอบให้กรรมการผู้จัดการใหญ่และฝ่ายจัดการ  
อย่างชัดเจน ตลอดจน ติดตามดูแลให้กรรมการผู้จัดการใหญ่และฝ่ายจัดการปฏิบัติหน้าที่ตามที่  
ได้รับมอบหมาย

2. กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน

#### หลักปฏิบัติ 2.1

คณะกรรมการควรกำหนดหรือดูแลให้วัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการ  
(objectives) เป็นไปเพื่อความยั่งยืน โดยเป็นวัตถุประสงค์และเป้าหมายที่สอดคล้องกับการสร้าง  
คุณค่าให้ทั้งกิจการ ลูกค้า ผู้มีส่วนได้เสีย และสังคมโดยรวม

#### หลักปฏิบัติ 2.2

คณะกรรมการควรกำกับดูแลให้มั่นใจว่า วัตถุประสงค์และเป้าหมาย ตลอดจนกลยุทธ์  
ในระยะเวลาปานกลาง และ/หรือประจำปีของกิจการสอดคล้องกับการบรรลุวัตถุประสงค์และ  
เป้าหมายหลักของกิจการ โดยมีการนำนวัตกรรมและเทคโนโลยีมาใช้ที่เหมาะสม ปลอดภัย

### 3. เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล

#### หลักปฏิบัติ 3.1

คณะกรรมการควรรับผิดชอบในการกำหนดและทบทวนโครงสร้างคณะกรรมการ ทั้งในเรื่องขนาดองค์ประกอบ สัดส่วนกรรมการที่เป็นอิสระที่เหมาะสมและจำเป็นต่อการนำพาองค์กรสู่วัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักที่กำหนดไว้

#### หลักปฏิบัติ 3.2

คณะกรรมการควรเลือกบุคคลที่เหมาะสมเป็นประธานกรรมการ และดูแลให้มั่นใจว่า องค์ประกอบและการดำเนินงานของคณะกรรมการใช้ดุลพินิจในการตัดสินใจอย่างมีอิสระ

#### หลักปฏิบัติ 3.3

คณะกรรมการควรกำกับดูแลให้การสรรหาและคัดเลือกกรรมการมีกระบวนการที่ โปร่งใสและชัดเจน เพื่อให้ได้คณะกรรมการที่มีคุณสมบัติสอดคล้องกับองค์ประกอบที่กำหนดไว้

#### หลักปฏิบัติ 3.4

ในการเสนอคำตอบแทนคณะกรรมการให้ผู้ถือหุ้นอนุมัติคณะกรรมการควรพิจารณา ให้โครงสร้างและอัตราค่าตอบแทนมีความเหมาะสมกับความรับผิดชอบและจงใจให้คณะกรรมการ นำพาองค์กรให้ดำเนินงานตามเป้าหมายทั้งระยะสั้นและระยะยาว

#### หลักปฏิบัติ 3.5

คณะกรรมการควรกำกับดูแลให้กรรมการทุกคนมีความรับผิดชอบในการปฏิบัติ หน้าที่และจัดสรรเวลาอย่างเพียงพอ

#### หลักปฏิบัติ 3.6

คณะกรรมการควรกำกับดูแลให้มีกรอบและกลไกในการกำกับดูแลนโยบายและการ ดำเนินงานของบริษัทย่อยและกิจการอื่นที่บริษัทไปลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ ในระดับที่เหมาะสม กับกิจการแต่ละแห่ง รวมทั้งบริษัทย่อยและกิจการอื่นที่บริษัทไปลงทุนมีความเข้าใจถูกต้องตรงกันด้วย

#### หลักปฏิบัติ 3.7

คณะกรรมการควรจัดให้มีการประเมินผลการปฏิบัติหน้าที่ประจำปีของ คณะกรรมการ คณะกรรมการชุดย่อย และกรรมการรายบุคคล โดยผลประเมินควรถูกนำไปใช้ สำหรับการพัฒนาการปฏิบัติหน้าที่ต่อไปด้วย

### หลักปฏิบัติ 3.8

คณะกรรมการควรกำกับดูแลให้คณะกรรมการและกรรมการแต่ละคนมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับ บทบาทหน้าที่ลักษณะการประกอบธุรกิจและกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจ ตลอดจนสนับสนุนให้กรรมการทุกคน ได้รับการเสริมสร้างทักษะและความรู้สำหรับการปฏิบัติหน้าที่กรรมการอย่างสม่ำเสมอ

### หลักปฏิบัติ 3.9

คณะกรรมการควรดูแลให้มั่นใจว่าการดำเนินงานของคณะกรรมการเป็นไปด้วยความเรียบร้อย สามารถเข้าถึงข้อมูลที่สำคัญและมีเลขานุการบริษัทที่มีความรู้และประสบการณ์ที่จำเป็นและเหมาะสมต่อการสนับสนุนการดำเนินงานของคณะกรรมการ

## 4. สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร

### หลักปฏิบัติ 4.1

คณะกรรมการควรดำเนินการให้มั่นใจว่ามีการสรรหาและพัฒนากรรมการผู้จัดการใหญ่และผู้บริหารระดับสูงให้มีความรู้ทักษะประสบการณ์และคุณลักษณะที่จำเป็นต่อการขับเคลื่อนองค์กร ไปสู่เป้าหมาย

### หลักปฏิบัติ 4.2

คณะกรรมการควรกำกับดูแลให้มีการกำหนดโครงสร้างค่าตอบแทนและการประเมินผลที่เหมาะสม

### หลักปฏิบัติ 4.3

คณะกรรมการควรเข้าใจโครงสร้างและความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นที่อาจมีผลกระทบต่อการบริหารและการดำเนินงานของกิจการ

### หลักปฏิบัติ 4.4

คณะกรรมการควรติดตามดูแลการบริหารและพัฒนาบุคลากรให้มีจำนวนความรู้ทักษะประสบการณ์ และแรงจูงใจที่เหมาะสม

## 5. ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ

### หลักปฏิบัติ 5.1

คณะกรรมการควรให้ความสำคัญและสนับสนุนการสร้างนวัตกรรมที่ก่อให้เกิดมูลค่าแก่ธุรกิจควบคู่ไปกับการสร้างคุณประโยชน์ต่อลูกค้าหรือผู้ที่เกี่ยวข้องและมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม

### หลักปฏิบัติ 5.2

คณะกรรมการควรติดตามดูแลให้ฝ่ายจัดการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ ต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมและสะท้อนอยู่ในแผนดำเนินการ (Operational Plan) เพื่อให้มั่นใจได้ว่า ทุกฝ่ายขององค์กร ได้ดำเนินการสอดคล้องกับวัตถุประสงค์เป้าหมายหลักและแผนกลยุทธ์ (Strategies) ของกิจการ

### หลักปฏิบัติ 5.3

คณะกรรมการควรดูแลให้ฝ่ายจัดการจัดสรรและจัดการทรัพยากรให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิผล โดยคำนึงถึงผลกระทบและการพัฒนาทรัพยากรตลอดสาย Value Chain เพื่อให้สามารถบรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักได้อย่างยั่งยืน

### หลักปฏิบัติ 5.4

คณะกรรมการควรจัดให้มีกรอบการกำกับดูแลและการบริหารจัดการเทคโนโลยีสารสนเทศระดับองค์กรที่สอดคล้องกับความต้องการของกิจการรวมทั้งดูแลให้มีการนำเทคโนโลยีสารสนเทศมาใช้ในการเพิ่มโอกาสทางธุรกิจและพัฒนากิจการดำเนินงาน การบริหารความเสี่ยง เพื่อให้กิจการสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ และเป้าหมายหลักของกิจการ

## 6. ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม

### หลักปฏิบัติ 6.1

คณะกรรมการควรกำกับดูแลให้มั่นใจว่า บริษัทมีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่จะทำให้บรรลุวัตถุประสงค์อย่างมีประสิทธิภาพ และมีการปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายและมาตรฐานที่เกี่ยวข้อง

### หลักปฏิบัติ 6.2

คณะกรรมการต้องจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบที่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพและอิสระ

### หลักปฏิบัติ 6.3

คณะกรรมการควรติดตามดูแลและจัดการความขัดแย้งของผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นได้ระหว่างบริษัทกับฝ่ายจัดการ คณะกรรมการ หรือผู้ถือหุ้น รวมไปถึงการป้องกันการใช้ประโยชน์อันมิควรในทรัพย์สิน ข้อมูล และโอกาสของบริษัท และการทำธุรกรรมกับผู้ที่มีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องกับบริษัทในลักษณะที่ไม่สมควร

#### หลักปฏิบัติ 6.4

คณะกรรมการควรกำกับดูแลให้มีการจัดทำนโยบายและแนวปฏิบัติด้านการต่อต้านคอร์รัปชันที่ชัดเจนและสื่อสารในทุกระดับขององค์กรและต่อคนนอกเพื่อให้เกิดการนำไปปฏิบัติได้จริง

#### หลักปฏิบัติ 6.5

คณะกรรมการควรดูแลให้กิจการมีกลไกในการรับเรื่องร้องเรียนและการดำเนินการกรณีมีการชี้เบาะแส

### 7. รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล

#### หลักปฏิบัติ 7.1

คณะกรรมการมีความรับผิดชอบในการดูแลให้ระบบการจัดทำรายงานทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูลสำคัญต่างๆ ถูกต้อง เพียงพอ ทันเวลา เป็นไปตามกฎเกณฑ์มาตรฐานและแนวปฏิบัติที่เกี่ยวข้อง

#### หลักปฏิบัติ 7.2

คณะกรรมการควรติดตามดูแลความเพียงพอของสภาพคล่องทางการเงินและความสามารถในการชำระหนี้

#### หลักปฏิบัติ 7.3

ในภาวะที่กิจการประสบปัญหาทางการเงินหรือมีแนวโน้มจะประสบปัญหา คณะกรรมการควรมั่นใจได้ว่า กิจการมีแผนในการแก้ไขปัญหา หรือมีกลไกอื่นที่จะสามารถแก้ไขปัญหาทางการเงินได้ ทั้งนี้ภายใต้การคำนึงถึงสิทธิของผู้มีส่วนได้เสีย

#### หลักปฏิบัติ 7.4

คณะกรรมการควรพิจารณาจัดทำรายงานความยั่งยืนตามความเหมาะสม

#### หลักปฏิบัติ 7.5

คณะกรรมการควรกำกับดูแลให้ฝ่ายจัดการจัดให้มีหน่วยงานหรือผู้รับผิดชอบงานนักลงทุนสัมพันธ์ ที่ทำหน้าที่ในการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียอื่น เช่น นักลงทุน นักวิเคราะห์ให้เป็นไปอย่างเหมาะสม เท่าเทียมกัน และทันเวลา

#### หลักปฏิบัติ 7.6

คณะกรรมการควรส่งเสริมให้มีการนำเทคโนโลยีสารสนเทศมาใช้ในการเผยแพร่ข้อมูล

## 8. สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น

### หลักปฏิบัติ 8.1

คณะกรรมการควรดูแลให้มั่นใจว่า ผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมในการตัดสินใจในเรื่องสำคัญของบริษัท

### หลักปฏิบัติ 8.2

คณะกรรมการควรดูแลให้การดำเนินการในวันประชุมผู้ถือหุ้นเป็นไปด้วยความเรียบร้อย โปร่งใส มีประสิทธิภาพและเอื้อให้ผู้ถือหุ้นสามารถใช้สิทธิของตน

### หลักปฏิบัติ 8.3

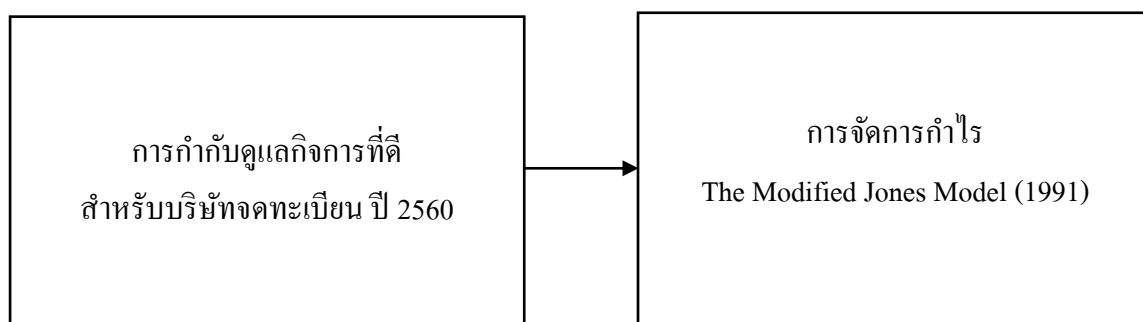
คณะกรรมการควรดูแลให้การเปิดเผยมติที่ประชุมและการจัดทำรายงานการประชุมผู้ถือหุ้นเป็นไปอย่างถูกต้องและครบถ้วน

จากการทบทวนผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการจัดการกำไร พบว่า คุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการเปิดเผยข้อมูลมีความสัมพันธ์กัน ซึ่งดำเนินการเพื่อสร้างความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสีย และผลการดำเนินงานของกิจการเป็นผลมาจากการดูแลกิจการที่ดี (Chan, Watson & woodliff, 2014, pp. 59-73) สอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Aboud & Diab (2018, pp. 442-458) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าบริษัท และสนับสนุนผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี และนำไปสู่การเติบโตทางเศรษฐกิจซึ่งผลที่ตามมาจะแสดงให้เห็นถึงความสำคัญและนโยบายที่เกี่ยวข้องกับการควบคุมการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการพัฒนาอย่างยั่งยืน และงานวิจัยของ Henri & Heroux (2019, pp. 339-352) พบว่า บริษัทที่มีคณะกรรมการการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้การปฏิบัติมีความกระตือรือร้นและมีประสิทธิภาพทางการเงินมากขึ้น ทั้งนี้บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่เข้มงวดส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความระมัดระวังและการตกแต่งกำไรแตกต่างจากบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่เข้มงวด โดยหากบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่เข้มงวดจะช่วยลดปัญหาที่เกิดขึ้นจากการที่บริษัทตกแต่งกำไร โดยใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการ (ภาวิณีย์ ภัทรทวิสุข, 2560, หน้า 15-28) และงานวิจัยของธกานต์ ชาติวงศ์ (2560, หน้า 45-52) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการตกแต่งกำไร Outa, Eisenberg & Ozili (2017, pp. 428-444) ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการจัดการกำไรในบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน พบว่า รายการคงค้างไม่มีนัยสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการ และการกำกับดูแลกิจการไม่ได้ส่งผลต่อการจัดการกำไรในบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงินประเทศเคนยา Helaly, Shehata & Sherif (2018, pp. 373-390) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีนัยสำคัญต่อระดับการ

จัดการกำไรที่ต่ำในแต่ละประเทศ Elghuweel, Ntim, Opong & Avison (2017, pp. 190-224) พบว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ไม่มีประสิทธิภาพจะส่งผลต่อการจัดการกำไร Hutchinson, Percy & Erkurtoglu (2008, pp. 239-262) พบว่า การปฏิบัติด้านการกำกับดูแลมีความสำคัญต่อการจัดการกำไร โดยเฉพาะความเป็นอิสระของคณะกรรมการ คณะกรรมการตรวจสอบมีความเกี่ยวข้องกับรายการคงค้างที่เป็นดุลยพินิจที่เป็นมาตรการหนึ่งที่ใช้ในการจัดการกำไร Mansor, Ahmad, Zaluki & Osman (2013, pp. 221-229) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถควบคุมการจัดการกำไรได้ทั้งจากบริษัทที่มีครอบครัวเป็นเจ้าของและบริษัทที่ไม่ใช่ครอบครัว แต่งานวิจัยของ Joubert, & Fakhfakh (2014, pp. 18-36) พบว่า การกำกับดูแลกิจการและการจัดการกำไร มีความสัมพันธ์กัน

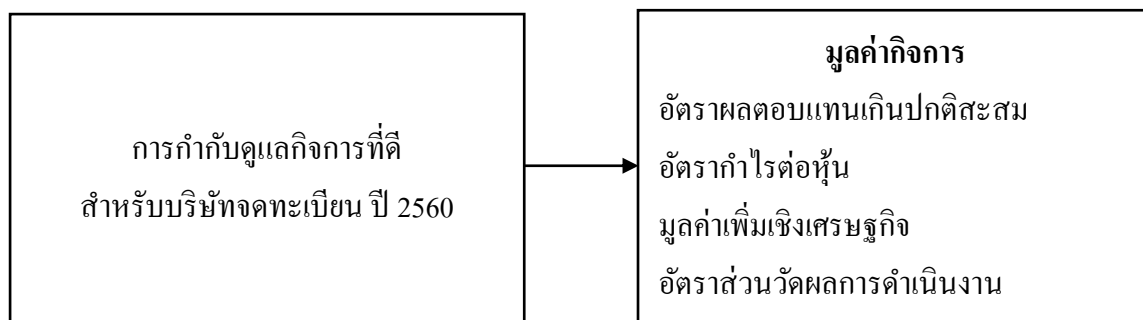
จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นจึงนำมาสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัยเพื่อทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 4 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร



ภาพประกอบที่ 7 แสดงอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 5 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ



ภาพประกอบที่ 8 แสดงอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ



### 2.3 การจัดการกำไร

การจัดการกำไร (Earnings Management) เป็นประเด็นที่อยู่ในความสนใจเนื่องจากกำไร (Earnings) เป็นข้อมูลสำคัญที่นักลงทุน (Investors) และบุคคลที่เกี่ยวข้อง (Stakeholders) สามารถนำมาใช้ในการวิเคราะห์ความสามารถของกิจการ รวมถึงประเมินหลักทรัพย์ของกิจการนั้นๆ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจ ผู้บริหารของบริษัทจึงมีแนวโน้มที่จะจัดการกำไรของกิจการให้สูงขึ้นเพื่อที่จะแสดงให้เห็นถึงความเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทและกำไรที่สูงขึ้นก็จะเป็นสิ่งสะท้อนให้เห็นความสามารถของฝ่ายบริหารในการทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นด้วย (Barth, Elliott & Finn, 1999, pp. 387-413; Dechow & Skinner, 2000, pp. 235-250) มีงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับการจัดการกำไร อาทิ Hutchinson, Percy & Erkurtoglu (2008, pp. 239-262) พบว่า การเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นช่วยสร้างแรงจูงใจในการจัดการกำไร Helaly, Shehata & Sherif (2018, pp. 373-390) พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีนัยสำคัญต่อระดับการจัดการกำไร โดยหากพบว่าการจัดการกำไรมีความรุนแรงมากเท่าใดจะส่งผลเสียต่ออัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ในปีถัดไป และพบว่าฝ่ายบริหารทำการด้วยแรงจูงใจที่เห็นกับประโยชน์ส่วนตัว และพบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลการดำเนินงาน (Gill, Biger, Mand & Mathur, 2013, pp. 120-132) บริษัทที่มีความมุ่งมั่นในการทำกิจกรรมเพื่อสังคม มีโอกาสน้อยที่จะจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง Almahrog, Aribi & Arun (2018, pp. 311-332) การจัดการกำไรส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ และผลประโยชน์ที่รายงานมีผลต่อการประเมินมูลค่าตลาดหุ้น (Chaney & Lewis, 1995, pp. 319-345) Akram, Hunjra, Butt & Ijaz (2015, pp. 211-220) พบว่าการจัดการกำไร ในประเทศปากีสถานมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

นิยามของคุณภาพกำไรนั้นมีผู้ให้ความหมายแตกต่างกันไปหลายความหมายผู้วิจัยได้ทำการศึกษาพบว่าไม่มีผู้ให้ความหมายดังต่อไปนี้

Dechow และ Schrand (2004) ได้กล่าวถึงนิยามของคุณภาพกำไรไว้ว่า กำไรที่มีคุณภาพสูงกว่าจะแสดงถึงข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่สำคัญของกิจการได้มากกว่า ซึ่งข้อมูลดังกล่าวมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ

The Financial Accounting Standards Board (FASB) ได้กล่าวถึง นิยามของคุณภาพกำไรไว้ว่า คุณภาพกำไร หมายถึง กำไรที่แท้จริง (Real Earning) หรือ กำไรที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ สามารถนำกลับมาเปลี่ยนเป็นเงินสดซึ่งต้องเพียงพอต่อการเปลี่ยนแปลงแทนสินทรัพย์ที่เสื่อมค่าได้ และเป็นกำไรที่ได้รับมาจากการขายที่เกิดเป็นประจำ รวมถึงกิจกรรมอื่นที่มีนัยสำคัญที่ก่อให้เกิดผลกำไรซึ่งดำเนินการเสร็จสิ้นแล้ว

การจัดการกำไรเป็นการบิดเบือนรายการผ่านการตกแต่งรายได้หรือค่าใช้จ่ายให้สูงหรือต่ำเพื่อวัตถุประสงค์ในการตกแต่งตัวเลขที่ต้องการหรือจงใจให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น โดยผู้บริหารอาจเลือกใช้หลักการบัญชีหรือนโยบายบัญชีหรือชะลอรายการรายได้และค่าใช้จ่ายในงวดที่ต้องการ การวิเคราะห์ตัวเลขผู้วิเคราะห์ต้องพิจารณาประเด็นต่างๆ ต่อไปนี้ว่ามีปัจจัยบ่งชี้หรือสัญญาณการตกแต่งตัวเลขกำไรหรือไม่ (ศิลาพร ศรีจันทเพชร และคณะ, 2562, หน้า 10-3)

1. การเปลี่ยนแปลงนโยบายหรือข้อสมมติทางบัญชี
2. การหักกลบรายการหรือกำไรหรือขาดทุนที่ผิดปกติ (Offsetting Extraordinary and Unusual Gains or Losses)
3. การรับรู้ค่าใช้จ่ายหรือผลขาดทุนอื่นๆ ที่ควรกระจายไปในงวดบัญชีในอนาคตมาเป็นค่าใช้จ่ายทั้งจำนวนในงวดปัจจุบัน (Big Bath Technique)
4. การตัดจำหน่ายสินทรัพย์ที่ใช้การดำเนินงาน เช่น อาคารและอุปกรณ์ หรือสินทรัพย์ไม่มีตัวตน

5. จังหวะเวลาในการรับรู้รายได้และค่าใช้จ่าย

สามารถจำแนกรูปแบบของการจัดการกำไรดังนี้ (Ayres, 1994, pp. 27-29)

1. Accrual Management เป็นการจัดการกำไรโดยผ่านรายการค้างรับ ค้างจ่าย รายการตัดจ่ายหรือรายการปรับมูลค่าต่างๆ เพื่อให้ผลการดำเนินงานเป็นไปตามดุลยพินิจที่ผู้บริหารต้องการ
2. Adoption of Mandatory Accounting Policies เป็นรูปแบบการจัดการกำไรที่อาศัยการเปลี่ยนแปลงตามมาตรฐานการบัญชี เนื่องจากผู้บริหารอาจจะตัดสินใจเลือกมาตรฐานการบัญชีใหม่มาใช้ในงวดบัญชี โดยผู้บริหารอาจใช้อีกาสดังกล่าวในการตัดสินใจเพื่อประโยชน์อันดีของกิจการ
3. Voluntary Accounting Change เป็นรูปแบบการจัดการกำไรผ่านการเปลี่ยนแปลงหลักการบัญชีไปสู่วิธีการบัญชีแบบใหม่ที่จะช่วยสะท้อนภาพที่แท้จริงของผลการดำเนินงานที่ดีกว่าแม้ในทางปฏิบัติกิจการอาจไม่สามารถเปลี่ยนแปลงหลักการบัญชีที่ใช้อยู่ได้ตามความต้องการแต่ก็มีความเป็นไปได้ที่จะทยอยเปลี่ยนในงวดบัญชีอื่นๆ

Mulford & Comiskey (1996) ได้แบ่งประเภทของการจัดการกำไรดังนี้

1. การเพิ่มกำไรของงวดปัจจุบันให้สูงขึ้น (Boosting Current-Year Performance) เช่น การเร่งการรับรู้รายได้ สร้างรายการที่ไม่สามารถเกิดขึ้นจริง เปลี่ยนแปลงการรับรู้รายการค่าใช้จ่ายเป็นสินทรัพย์ ทอยการตัดจ่ายผ่านบัญชีค่าเสื่อมราคาหรือบัญชีปรับมูลค่าอื่นๆ เป็นต้น

2. การลดกำไรของงวดปัจจุบันลง (Reducing Current Year Performance) เช่น การเร่งตัดจำหน่ายสินทรัพย์ที่เสื่อมมูลค่ามาเป็นค่าใช้จ่ายในงบกำไรขาดทุนของกิจการ เป็นต้น

3. การเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการบัญชีให้เป็นไปตามดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accounting Changes) เช่น การเปลี่ยนประมาณการทางบัญชีให้เป็นไปตามความต้องการของผู้บริหารแต่ไม่ได้เป็นการเปลี่ยนตามที่มาตรฐานการบัญชีกำหนด เป็นต้น

4. การกำหนดช่วงเวลาที่จะทำการตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงาน (Timed Management Actions) เช่น การชะลอรายจ่ายเกี่ยวกับค่าโฆษณาหรือค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาสินค้า เป็นต้น

5. การล้างบาง (Big Bath) เช่น กิจการเร่งรายงานผลขาดทุนที่ควรจะได้รับรู้ในงวดบัญชีถัดไปให้รับรู้ในงวดปัจจุบัน เพื่อการรายงานผลดำเนินการที่เป็นผลกำไรในอนาคต เป็นต้น

แนวคิดข้างต้นแสดงให้เห็นว่าการจัดการกำไร (Earning Management) จัดทำขึ้นเพื่อเพิ่มผลการดำเนินงาน โดยผู้บริหารใช้ดุลยพินิจซึ่งอาศัยความยืดหยุ่นและช่องโหว่ของแนวทางปฏิบัติทางบัญชี เพื่อสร้างภาพลักษณ์ของผลการดำเนินงานให้เป็นไปในทิศทางที่ผู้บริหารต้องการ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูล ดังนั้นเพื่อเป็นการสร้างความเชื่อมั่นของรายงานกิจการจึงต้องมีการนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้ในการบริหารงาน

จากคำนิยามข้างต้นที่กล่าวมานั้นสามารถสรุปได้ว่า คุณภาพกำไร หมายถึง กำไรที่แท้จริงหรือกำไรที่ได้จากการดำเนินงานตามปกติของกิจการอย่างต่อเนื่อง และเป็นกำไรที่สามารถเปลี่ยนแปลงเป็นเงินสดได้ซึ่งเพียงพอต่อการดำเนินงาน หากกำไรที่มีคุณภาพสูงจะแสดงถึงข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการได้อย่างน่าเชื่อถือ

### **การวัดคุณภาพกำไร (The DeAngelo Model)**

The De Angelo Model จำนวนรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) จะเป็นผลต่างระหว่างยอดรวมของรายการคงค้างในปีปัจจุบันซึ่งหารด้วย สินทรัพย์รวมปีก่อนกับรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-Discretionary Accruals) โดยตัวแบบที่ใช้ในการคำนวณค่ารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-Discretionary Accruals) คือ

$$NDA_t = TA_{t-1}/A_{t-2}$$

โดย

$NDA_t$  = รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหารในปีปัจจุบัน

$TA_{t-1}$  = รายการคงค้างรวมปีก่อน

$A_{t-2}$  = สินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นงวดของสองปีที่ผ่านมา

### The Jones Model

The Jones Model ได้สร้างแบบจำลองใหม่ตามแนวคิดที่ว่ารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-Discretionary Accruals) จะคงที่เสมอสำหรับบริษัทหนึ่ง ซึ่ง Jones ได้พยายามควบคุมผลกระทบของเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจของบริษัทที่มีผลต่อรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-Discretionary Accruals) ตัวแบบที่ใช้ในการคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-Discretionary Accruals) คือ

$$NDA_t = \alpha_1 (1 / A_{t-1}) + \alpha_2 (\Delta REV_t / A_{t-1}) + \alpha_3 (PPE_t / A_{t-1})$$

โดย

$NDA_t$  = รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร

$\Delta REV_t$  = การเปลี่ยนแปลงรายได้ในปีปัจจุบันกับปีที่ผ่านมา

$PPE_t$  = ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ก่อนหักค่าเสื่อมราคาของปีปัจจุบัน

$A_{t-1}$  = สินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นงวดของปีที่ผ่านมา

$\alpha_{1-3}$  = ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย ซึ่งได้มาจากสมการถดถอย ดังนี้

$$TA_t / A_{t-1} = \alpha_1 (1 / A_{t-1}) + \alpha_2 (\Delta REV_t / A_{t-1}) + \alpha_3 (PPE_t / A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

โดย

$TA_t$  = รายการคงค้างรวมของแต่ละปีในปีปัจจุบัน

$\varepsilon_t$  = ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณการในปีปัจจุบัน

### The Modified Jones Model

The Modified Jones Model เนื่องจาก Jones Model มีความคาดเคลื่อนในการวัดค่ารายการคงค้างที่เกิดจากการตัดสินใจ โดยใช้นโยบายการรับรู้รายได้ จึงมีการพัฒนาเป็นตัวแทนของ The Modified Jones Model (1991) ซึ่งพัฒนาโดย Dechow, Sloan and Sweeney (1995) โดยตัวแทนใหม่นี้ได้มีการยกเลิกสมมติฐานของตัวแทนเดิมที่ว่าผู้บริหารไม่สามารถใช้ดุลยพินิจที่จะส่งผลกระทบต่อยอดรายได้ของบริษัท เนื่องจากในความเป็นจริงผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจในด้านนโยบายการให้สินเชื่อกับลูกค้าในการขายสินค้า ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อระดับของรายได้ของบริษัท ดังนั้นในตัวแทน Modified Jones จึงใช้การเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้มาปรับการเปลี่ยนแปลงของรายได้ในการวิเคราะห์การถดถอยเพื่อประมาณยอดของรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Nondiscretionary Accruals) โดยใช้รูปแบบจำลองดังนี้

$$NDA_t = \alpha_1 (1 / A_{t-1}) + \alpha_2 ((\Delta REV_t - \Delta REC_t) / A_{t-1}) + \alpha_3 (PPE_t / A_{t-1})$$

โดย

$$\Delta REC_t = \text{ยอดลูกหนี้สุทธิในปีปัจจุบัน หักด้วยยอดลูกหนี้สุทธิในปีที่ผ่านมา}$$

### Sloan Model

Sloan ได้ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของหลักเกณฑ์คงค้างว่าส่งผลถึงคุณภาพกำไร โดยพิจารณาถึงกำไรสุทธิทางการบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งวัดจากเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี โดยใช้รูปแบบจำลองดังนี้

$$\text{Accruals Component} = \frac{(\Delta CA - \Delta CASH) - (\Delta CL - \Delta STD - \Delta TP) - \Delta Dep}{\text{Average total assets}}$$

โดย

$$\Delta CA = \text{การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์หมุนเวียน}$$

$$\Delta CASH = \text{การเปลี่ยนแปลงในเงินสด}$$

$$\Delta CL = \text{การเปลี่ยนแปลงในหนี้สินหมุนเวียน}$$

$$\Delta STD = \text{การเปลี่ยนแปลงในหนี้ระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระภายใน 1 ปี}$$

$$\Delta TP = \text{การเปลี่ยนแปลงในภาษีเงินได้}$$

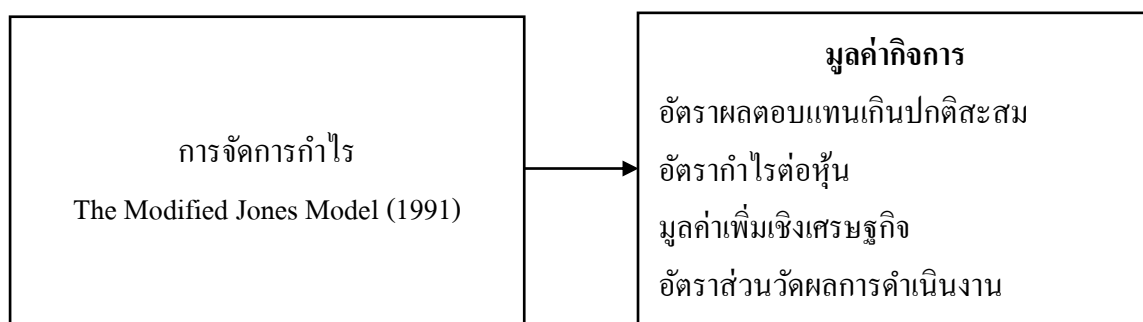
$$\Delta Dep = \text{ค่าเสื่อมราคา}$$

$$\text{Average total assets} = \text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}$$

งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า The Modified Jones Model เป็นตัวแบบที่ได้รับความนิยมมากที่สุดในการประมาณค่ารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่ด้วยดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary accruals: DA) ดังนั้นในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยจึงเลือกใช้ตัวแบบ The Modified Jones Model ในการวัดค่ารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่ด้วยดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นตัวแทนในการวัดค่าการจัดการกำไร โดยตัวแบบดังกล่าวได้พัฒนาต่อเนื่องมาจาก The Jones Model เนื่องจาก Modified Jones ใช้การเปลี่ยนแปลงของยอดคลุกหนึ่มาปรับการเปลี่ยนแปลงของรายได้ในการวิเคราะห์การถดถอย ซึ่งแบบจำลองนี้ตั้งอยู่บนพื้นฐานที่นิยมใช้ในงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพกำไรในอดีต

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นจึงนำมาสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัยเพื่อทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรมีผลต่อและมูลค่ากิจการ

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 6 การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ



ภาพประกอบที่ 9 แสดงอิทธิพลของการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ

## 2.4 มูลค่ากิจการ

มูลค่าของกิจการ (Firm Value) หมายถึง มูลค่าในปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดในอนาคตขององค์กรหรือการวัดผลของมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดในอนาคตขององค์กรผ่านมุมมองที่แตกต่างกัน เมื่อพูดถึงคำว่า “มูลค่า” มักจะใช้กันในความหมายของ “คุณค่า” ของสินทรัพย์ต่างๆ ในทางการเงินจะเทียบเคียงว่า “คุณค่า” อยู่ในรูปตัวเงิน (Cash Equivalent) เมื่อใช้วิธีการทางการเงินเข้ามาประเมินแล้วจะถูกเรียกว่า “มูลค่า” และคำว่า “กิจการ” นั้น มักจะถูกอ้างอิงถึงองค์กรหรือสถานประกอบการ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562 หน้า 1-86)

ตั้งแต่อดีตมีผู้ทำการศึกษาทั้งด้านวิชาการและผลงานวิจัยจำนวนมากที่ให้ความสนใจศึกษาในเรื่องของระบบการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กร แต่ละผลงานวิจัยต่างก็นิยามความหมายของระบบการวัดผลการปฏิบัติงานองค์กรหรือมูลค่าขององค์กรหรือกิจการที่ค่อนข้างหลากหลายและมีการให้ความหมายที่แตกต่างกันไป มีทั้งแนวความคิดในการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรในเชิงกลยุทธ์หรือในเชิงการบริหาร แนวคิดที่เป็นที่นิยมอย่างแพร่หลายก็คือแนวคิด Balanced Scorecard ของ Kaplan และ Norton (1996) ที่ใช้เป็นเครื่องมือในการวัดผลการปฏิบัติงานเพื่อสนับสนุนการขับเคลื่อนกลยุทธ์ขององค์กรไปสู่แนวทางปฏิบัติที่เหมาะสมเพื่อให้องค์กรสามารถบรรลุเป้าหมายที่กำหนดไว้ได้ผ่านมุมมองของระบบการบริหารธุรกิจ 4 ด้านหลักคือ ด้านการเงิน ด้านลูกค้า ด้านการเรียนรู้และการเจริญเติบโต และด้านกระบวนการดำเนินงานธุรกิจ ภายใน Franco Santos et al. (2007) ได้ให้คำนิยามของระบบการวัดผลมูลค่าของกิจการว่ามีความแตกต่างกันไปหลากหลายด้าน แต่ได้มีการระบุถึงลักษณะของระบบการวัดผลขององค์กรได้ 3 มุมมอง ดังนี้ (1) มุมมองทางด้านลักษณะของระบบการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กร โดยระบบของการวัดผลนั้นจะประกอบไปด้วยองค์ประกอบ 2 ด้าน คือ ตัววัดผลการปฏิบัติงาน และระบบงานพื้นฐานที่ใช้สนับสนุนระบบ และระบบทรัพยากรบุคคล (2) บทบาทของระบบการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กร ทั้งด้านการวัดผลการปฏิบัติงาน การบริหารจัดการกลยุทธ์ การสื่อสารข้อมูลการเรียนรู้และการปรับปรุง และแนวโน้มด้านพฤติกรรมของพนักงาน และ (3) มุมมองด้านกระบวนการของระบบการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรในด้านของกระบวนการเลือกและการออกแบบตัววัดผล กระบวนการจัดเก็บและรวบรวมข้อมูล การปรับปรุงข้อมูล การตรวจสอบ และการชมเชยการวัดผลการปฏิบัติงานองค์กรนั้น อาจประเมินโดยแนวทางของ Carney (1999) ซึ่งได้ระบุถึง 5 ลักษณะของระบบและกระบวนการวัดผลการปฏิบัติงานที่ประสบความสำเร็จ ดังนี้

1. มีเป้าหมายและหลักการที่ชัดเจน: ระบบการวัดผลการปฏิบัติงานให้เริ่มจากเป้าหมายขององค์กรเป็นหลัก โดยเป้าหมายนั้นจะต้องมีความชัดเจน เข้าใจได้ และพนักงานมีการยอมรับและมีความเข้าใจ

2. มีตัววัดผลดำเนินการปฏิบัติงานที่เหมาะสมกับเป้าหมายหลัก: เมื่อพนักงานทุกคนรับทราบยอมรับ และเข้าใจถึงเป้าหมายหลักขององค์กรแล้ว ระบบต้องกำหนดตัววัดผลปฏิบัติงานสำหรับแต่ละหน่วยงานในองค์กรเพื่อเป็นตัววัดผลดำเนินการปฏิบัติงานที่เหมาะสมกับเป้าหมายหลักขององค์กรและสามารถขับเคลื่อนองค์กรให้บรรลุผลได้

3. พนักงานทุกคนจะถูกกำหนดเป้าหมายในการปฏิบัติงานที่ชัดเจนและสมเหตุสมผล: พนักงานในองค์กรต้องได้รับความยุติธรรม และมีการกำหนดเป้าหมายในการปฏิบัติงานที่ไม่เกินความสามารถของพนักงานที่จะทำให้เป้าหมายนั้นสำเร็จได้

4. มีการให้ความรู้แก่พนักงานด้านการวัดผลการปฏิบัติงานอย่างสม่ำเสมอ: พนักงานควรได้รับการฝึกอบรมพนักงานในเรื่องการวัดผลการปฏิบัติงานอย่างต่อเนื่อง และกำหนดวัตถุประสงค์ที่เหมาะสมเพื่อให้แน่ใจว่าพนักงานมีความเข้าใจในเป้าหมายหลักถูกต้อง และเป้าหมายย่อยของพนักงานแต่ละคนนั้นมีความสอดคล้องกับเป้าหมายหลักขององค์กร

5. มีระบบการติดตามผลที่ชัดเจนและเข้าใจง่าย: ระบบต้องมีการติดตามผลและมีการแสดงผลการปฏิบัติงานที่พนักงานสามารถเข้าถึงและเข้าใจได้ง่าย เพื่อให้เกิดการเปรียบเทียบกับเป้าหมายที่ได้ตั้งไว้

วิธีการวัดความสำเร็จของระบบการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กร ไว้ 4 องค์ประกอบดังต่อไปนี้

1. มีตัววัดผลการปฏิบัติงานของระบบที่ครบถ้วน: การวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรต้องมีตัววัดผลที่สอดคล้องและเหมาะสมกับเป้าหมายหลักขององค์กร

2. ระบบมีความพร้อมในการวัดผลการปฏิบัติงาน: ระบบการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรต้องมีตัววัดผลที่สมบูรณ์และครบถ้วนสามารถวัดผลได้ครอบคลุมทั้งองค์กร การคัดเลือกตัววัดผลการปฏิบัติงานเพื่อให้ระบบมีตัววัดผล อาจมีการพิจารณาจากความเกี่ยวข้องกับกลยุทธ์ความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลกับตัววัดอื่นๆ ทั้งนี้ระบบจะต้องให้ข้อมูลที่พนักงานต้องการและร้องขอมาแก่พนักงานทุกระดับ มีการสร้างรายงานที่รวดเร็ว ทันต่อเวลาเมื่อมีสิ่งผิดปกติเกิดขึ้น และท้ายที่สุดนั้นระบบจะต้องสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่เป็นจริงขององค์กร

3. ผู้บริหารและบุคลากรในองค์กรจะต้องมีความพร้อมในการใช้ระบบ: คือระบบการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรจะได้รับการออกแบบมาเป็นอย่างดีเพียงใดก็ตาม แต่หากว่าตัววัดผลระบบไม่สามารถใช้ได้ถูกต้องและเหมาะสมแล้วนั้น การจะวัดผลให้บรรลุผลที่ตั้งไว้ย่อมเป็นไปได้ยาก และในทางตรงกันข้ามหากมีการนำระบบไปใช้อย่างถูกต้องและเหมาะสมแล้วนั้นระบบย่อมสะท้อนข้อมูลที่แท้จริงได้อย่างถูกต้องและชัดเจนตามความเป็นจริงมากที่สุด ในการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรที่ประสบความสำเร็จนั้นยังต้องขึ้นอยู่กับความพร้อมของบุคลากรในการใช้ระบบ ซึ่งอาจเกิดขึ้นจากการเห็นถึงความสำคัญในการใช้ระบบวัดผล โดยบุคลากรขององค์กรในทุกตำแหน่งจะต้องยอมรับและเข้าใจในกระบวนการวัดผลทุกตัวที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับตนเอง

4. เป็นระบบสามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้จริง และกระทำตามได้ง่าย: หากระบบการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรมีความซับซ้อนและยุ่งยากมากเกินไป จนพนักงานไม่สามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้อย่างเต็มที่แล้วนั้นท้ายที่สุดระบบนี้ก็จะสูญหายจนอาจทำให้เกิดปัญหาในกระบวนการปฏิบัติงานได้



การวิเคราะห์มูลค่ากิจการเป็นการวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการบริหารงาน ซึ่งถ้าเป็นเป้าหมายของการดำเนินธุรกิจ แต่การมีกำไรมากอาจไม่ได้หมายความว่าการบริหารงานจะมีประสิทธิภาพ ถ้าต้องใช้สินทรัพย์หรือทุนดำเนินการมาก อัตราส่วนทางการเงินที่ผู้วิจัยสนใจ คือ การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยใช้ตัววัดมูลค่ากิจการของบริษัทดังต่อไปนี้

### ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR)

การศึกษาค่าความนิยมจากการรวมธุรกิจมีอิทธิพลกับผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยใช้สูตร (Cumulative Abnormal Return: CAR) คือ ผลรวมของผลตอบแทนที่ผิดปกติทั้งหมด โดยปกติแล้ว การคำนวณผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติจะเกิดในช่วงเวลาหนึ่งในระยะสั้นๆ ซึ่งมักเกิดขึ้นไม่กี่วัน ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ใช้ในการวัดผลกระทบของการกู้ยืมเงินและเหตุการณ์อื่นๆ ที่มีผลต่อราคาหุ้น ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ยังกำหนดรูปแบบของราคาสินทรัพย์ในการทำนายประสิทธิภาพที่คาดหวังในอนาคตได้อย่างแม่นยำ เมื่อได้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) หรือ Residual Term จากการแทนค่าตัวแปรในสมการ ในขั้นตอนต่อไปจะคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ของหลักทรัพย์แต่ละตัว โดยการรวมอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) ที่ได้ในแต่ละช่วง ได้แก่ ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (Pre-event Period) ( $t =$  วันที่  $-11$  ถึง  $-2$ ) ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period) ( $t =$  วันที่  $-1$  ถึง  $+1$ ) และช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ (Post-event Period) ( $t =$  วันที่  $+2$  ถึง  $+11$ ) โดยใช้วิธีผลรวมสะสมเคลื่อนที่สามวัน (Three Days) Moving Cumulative การคำนวณจะแยกคำนวณในแต่ละช่วงเวลา ได้แก่ ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ ช่วงเหตุการณ์ และช่วงหลังเหตุการณ์ เมื่อได้ผลรวมสะสมเคลื่อนที่สามวันแล้วจากนั้นจึงนำไปคำนวณ มีขั้นตอน ดังนี้

1. คำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหุ้นบริษัท  $j$  ณ เวลา  $t$  ( $R_{j,t}$ ) คำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

$$R_{j,t} = \frac{P_{j,t} - P_{j,t-1} + D_{j,t}}{P_{j,t-1}}$$

โดย

$R_{j,t}$  = อัตราผลตอบแทนของบริษัท ณ เวลา  $t$

$P_{j,t}$  = ราคาเปิดหลักทรัพย์ของบริษัท ณ เวลา  $t$

$P_{j,t-1}$  = ราคาเปิดหลักทรัพย์ของบริษัท ณ เวลา  $t-1$

$D_{j,t}$  = เงินปันผลหลักทรัพย์ ที่ได้รับ ณ เวลา  $t$

2. คำนวณหาอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เวลา  $t$  ( $R_{mt}$ ) จะคำนวณหาได้จากสมการต่อไปนี้

$$R_{m,t} = \frac{\text{Index}_t - \text{Index}_{t-1}}{\text{Index}_{t-1}}$$

โดย

$R_{m,t}$  = อัตราผลตอบแทนโดยรวม ณ เวลา  $t$

$\text{Index}_t$  = ดัชนีหลักทรัพย์ ณ เวลา  $t$

$\text{Index}_{t-1}$  = ดัชนีหลักทรัพย์ ณ เวลา  $t-1$

3. ประมาณค่าพารามิเตอร์ อัลฟา ( $\alpha$ ) และเบต้า ( $\beta$ ) โดยใช้ตัวแบบผลตอบแทนของตลาด (Market Model)

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + e_{jt}$$

โดย

$\alpha_j$  = ส่วนประกอบผลตอบแทนบริษัท ที่ไม่ขึ้นกับผลตอบแทนโดยรวมของตลาด

$\beta_j$  = ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของผลตอบแทนตลาด

$e_{jt}$  = ค่าความคลาดเคลื่อนผลตอบแทนของบริษัท ณ เวลา  $t$

4. คำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ของแต่ละบริษัทในช่วงเวลาการทดสอบ (Event Window) โดยใช้ค่าพารามิเตอร์  $\alpha_j$  และ  $\beta_j$  ที่ประมาณขึ้นจากตัวแบบผลตอบแทนของตลาด (Market Model) ในข้อ 3

$$E(R_{jt}) = \alpha_j + \beta_j R_{mt}$$

โดย

$E(R_{jt})$  = ผลตอบแทนที่คาดหวัง

5. คำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return)

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$$

โดย

$AR_{jt}$  = ผลตอบแทนที่ผิดปกติ

6. คำนวณหาค่าสะสมของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (CAR) ของแต่ละบริษัท

$$CAR_{(p,q)j} = \sum_{i=p}^q AR_{ji}$$

โดย

$CAR_{(p,q)j}$  = อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัท จากวันที่ q ถึง p

โดยการวิจัยครั้งนี้มุ่งเน้นศึกษาความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษานี้ คือ ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์หรือ Cumulative Abnormal Returns (CAR) ซึ่งสามารถเก็บรวบรวมข้อมูล และคำนวณได้ดังนี้

$$CAR_t = \sum_{i=1}^{12} (\text{Actual Return}_i - \text{Expected}_i)$$

โดย

$CAR_t$  = ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์สำหรับปีที่ t

$\text{Actual Return}_t$  = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงสำหรับปีที่ t คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ มีสูตรในการคำนวณ ดังนี้

$$\frac{\text{Price}_{t+1} - \text{Price}_t}{\text{Price}_t}$$

$\text{Price}_t$  = ราคาตลาดของหลักทรัพย์สำหรับปีที่ t โดยใช้ราคา ณ วันที่ 1 เมษายน

$\text{Price}_{t+1}$  = ราคาตลาดของหลักทรัพย์สำหรับปีที่ t+1 โดยใช้ราคา ณ วันที่ 31 มีนาคม

$\text{Expected}_t$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ สามารถคำนวณได้โดยใช้ Market Model ซึ่งมีสูตร ดังนี้

$$\alpha + \beta(R_m) + \varepsilon$$

ซึ่ง ข้อมูล  $\beta$  และ  $R_m$  ได้กล่าวถึงการเก็บรวบรวมข้อมูล และการคำนวณไว้ในหัวข้อการคำนวณ WACC แล้ว

$\beta$  = มาจากการหา Slope โดยใช้ราคาของหลักทรัพย์รายวันตั้งแต่สิ้นเดือนที่ 3 ของปีที่  $t$  จนถึงสิ้นเดือนที่ 3 ของปีที่  $t+1$

$R_m$  = อัตราผลตอบแทนของตลาดสามารถเก็บรวบรวมได้จากดัชนีของตลาดหลักทรัพย์และสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\frac{\text{Index}_{t+1} - \text{Index}_t}{\text{Index}_t}$$

$\text{Index}_t$  = ดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ในปีปัจจุบัน โดยใช้ดัชนีสิ้นเดือนที่ 3 ของปี 6

$\text{Index}_{t+1}$  = ดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ล่วงหน้า 1 ปี โดยใช้ดัชนีสิ้นเดือนที่ 3 ของปี  $t+1$

#### กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS)

เป็นการคำนวณการวัดผลการดำเนินงานขององค์กรจากกำไรสุทธิขององค์กรหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่ชำระแล้วในปีนั้นซึ่งตัววัดนี้สามารถบอกถึงผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่จะได้รับจากความสามารถในการทำกำไรขององค์กรต่อ 1 หุ้น เป็นการแสดงให้เห็นถึงกำไรของบริษัทเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมด สูตรการคำนวณมีดังนี้

กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share) (%)

= กำไรสุทธิ / จำนวนหุ้นสามัญถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่ชำระแล้ว

#### การวัดผลการดำเนินงานด้วยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added : EVA)

การวัดผลการดำเนินงานถือเป็นสิ่งสำคัญในการประกอบธุรกิจในปัจจุบัน ซึ่งการวัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินจากงบการเงินอาจไม่ได้บอกถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ เนื่องจากตัวเลขในงบการเงินมาจากข้อมูลในอดีต จึงเกิดแนวคิดที่สะท้อนให้เห็นถึงความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น โดย Stern Stewart & Co. ในปี 1989 ซึ่งเป็นเทคนิคในการวัดผลการดำเนินงานเพื่อชี้ให้เห็นว่า กิจการกำลังสร้างมูลค่าเชิงเศรษฐกิจที่สูงกว่าต้นทุนไป (Invested Capital) หรือไม่กรณีที่ผลการคำนวณได้ค่า EVA เป็นบวกมีความหมายว่า กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีมากกว่าต้นทุนของเงินทุน แสดงว่าธุรกิจกำลังเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น ในทางกลับกันถ้ากำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีน้อยกว่าต้นทุนของเงินทุน ผลการคำนวณจะได้ค่า EVA เป็นลบ แสดงถึงการทำลายความมั่นคงของผู้ถือหุ้นหรือมูลค่าของผู้ถือหุ้นจะลดลง ดังนั้น

จึงสามารถกล่าวได้ว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) เป็นอีกเครื่องมือหนึ่งที่จะช่วยให้การวัดผลการดำเนินงานของกิจการมีความชัดเจนขึ้น โดยคำนวณจาก

$$EVA = NOPAT - (WACC \times INVESTED CAPITAL)$$

โดย

Net Operating Profit after Tax (NOPAT) = กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี ซึ่งเท่ากับ กำไรจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี คูณด้วย (1 - อัตราภาษี)

Capital Charged = ค่าใช้จ่ายของเงินทุน X (WACC\*IC)

Weighted Average Cost of Capital (WACC) = ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

Invested Capital (IC) = เงินลงทุนสุทธิที่ใช้ในการดำเนินงาน หรือเงินทุนที่ลงทุนไป

#### อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (Tobin's Q)

การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้มาตรวัดทางบัญชีเพียงอย่างเดียว ไม่ใช่ตัววัดผลที่ดี อันเนื่องมาจากตัวเลขทางบัญชีอาจถูกบิดเบือนจากวิธีการทางบัญชี และความแตกต่างกันในแต่ละอุตสาหกรรม จึงใช้มาตรวัดทางการตลาดเข้ามาร่วมผสมผสานด้วย มาตรวัดตัวนั้นคือ Tobin's Q เป็นอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงานจากแนวคิดของ Professor James T. Tobin ซึ่งเป็นนักเศรษฐศาสตร์ชาวอเมริกันเจ้าของรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ในปี ค.ศ. 1981 โดยคำนวณจากการเปรียบเทียบอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดของบริษัทต่อราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์นั้น หรืออาจกล่าวได้ว่า อัตราส่วน Tobin's Q คำนวณโดยการหารผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ และมูลค่าทางบัญชีของหนี้สิน ด้วยมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) สูตรการคำนวณมีดังนี้

$$Tobin's Q = \frac{MV \text{ of Equity} + BV \text{ of Debt}}{BV \text{ of TA}}$$

โดย

MV of Equity = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นงวด และจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระเต็มมูลค่าแล้ว)

BV of Debt = มูลค่าทางบัญชีของหนี้สิน

BV of TA = มูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์

## สรุป

สำหรับเนื้อหาในบทที่ 2 นี้เป็นการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งผู้วิจัยได้มุ่งเน้นศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการวิจัย โดยทำการศึกษา ค้นคว้า รวบรวมและประมวลผลด้านวิชาการ อันประกอบด้วย บทความ เอกสารวิชาการ หนังสือ ตำรา และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อนำมาใช้ในการกำหนดกรอบแนวคิดในการวิจัย สมมติฐานการวิจัยและนิยามเชิงทฤษฎีเพื่อใช้กับงานวิจัยในครั้งนี้

## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

การวิจัยเรื่อง อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ (2) ทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ (3) ทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และ (4) พัฒนาตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดยผู้วิจัยได้แบ่งการนำเสนอออกเป็น 2 ตอน คือ ตอนที่ 1 ขั้นตอนการวิจัยเชิงปริมาณ เป็นการรวบรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างในช่วงปี 2560-2561 และใช้ข้อมูลของตัวอย่างแต่ละบริษัทเป็นหน่วยวิเคราะห์ข้อมูล ด้วยการวิเคราะห์จำแนกรายปีที่ทำการศึกษา โดยใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างแบบ Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model ในการวิเคราะห์ข้อมูล และตอนที่ 2 ขั้นตอนการวิจัยเชิงคุณภาพ เป็นการรวบรวมข้อมูลโดยใช้แบบสัมภาษณ์แบบมีโครงสร้างและนำมาสังเคราะห์ข้อมูล โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น ผู้มีอำนาจควบคุม รวมทั้งผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท เพื่อเป็นการยืนยันผลของโมเดลสมการโครงสร้างที่ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ และเพื่ออธิบายผลการศึกษาเชิงปริมาณให้มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น โดยมีระเบียบวิธีวิจัยดังนี้

1. รูปแบบการวิจัย
2. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
3. ขั้นตอนการดำเนินการวิจัย
4. เครื่องมือและการพัฒนาเครื่องมือ
5. การเก็บรวบรวมข้อมูล
6. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

## ตอนที่ 1 ขั้นตอนการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research)

### 1.1 รูปแบบการวิจัย

รูปแบบของการวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยดำเนินการวิจัยแบบผสมผสาน (Mixed-Methods Research หรือ MMR) ประกอบด้วย การวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยทำการศึกษาผ่านโมเดลสมการโครงสร้างแบบ Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model ดังต่อไปนี้ คุณลักษณะบริษัท ประกอบด้วย (1) โครงสร้างเงินทุน (2) อัตราการเจริญเติบโต (3) โครงสร้างผู้ถือหุ้น และ (4) ขนาดของกิจการ หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบด้วย (1) ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กร ที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (2) กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (3) เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (4) สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (5) ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ (6) ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (7) รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และ (8) สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น การจัดการกำไรจากรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยศึกษาผ่านตัวแบบที่ได้รับความนิยมสูงสุดคือ Modified Jones Model และมูลค่ากิจการ ประกอบด้วย (1) อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (2) อัตรากำไรต่อหุ้น (3) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และ (4) อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี หมายเหตุประกอบงบการเงินและงบการเงิน เนื่องจากการวิจัยเชิงปริมาณเป็นการให้ข้อมูลที่สามารถหาข้อสรุปในแนวกว้างมากกว่าเชิงลึก ข้อสรุปสามารถนำมาใช้ในการอภิปรายทั้งหมด โดยมีวัตถุประสงค์ (1) ทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ (2) ทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ (3) ทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และ (4) พัฒนาตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



## 1.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

**ประชากรในการวิจัย (Population)** ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนบริษัททั้งสิ้น 773 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) จำนวนดังกล่าวไม่รวมกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาด เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) และกลุ่มกองทุนต่างๆ เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในกลุ่ม (MAI) ไม่สามารถระบุวัตถุประสงค์ของการระดมทุนได้อย่างชัดเจนซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อการวิเคราะห์ข้อมูล (Booth, 2000) กลุ่มธุรกิจการเงิน และบริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วนตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย จึงทำให้มีจำนวนประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มีจำนวน 468 บริษัท แสดงรายละเอียดได้ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 แสดงจำนวนประชากรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เงื่อนไขในการคัดเลือกประชากร	จำนวนบริษัท
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2562	773
หัก กลุ่มหลักทรัพย์ในตลาด เอ็ม เอ ไอ (MAI)	163
กลุ่มธุรกิจการเงิน	60
กลุ่มกองทุนต่างๆ	61
<b>จำนวนประชากรทั้งสิ้น</b>	<b>489</b>
หัก บริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน	21
<b>จำนวนประชากรคงเหลือ</b>	<b>468</b>

ที่มา: รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562

**กลุ่มตัวอย่างในการวิจัย (Sample Size)** การวิจัยครั้งนี้ใช้กลุ่มตัวอย่างจากจำนวนประชากรทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวนทั้งสิ้น 468 บริษัท แสดงรายละเอียดดังตารางที่ 5

## ตารางที่ 5 แสดงกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย

รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัทของกลุ่มตัวอย่าง
1. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	52
2. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค	39
3. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม	89
4. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	96
5. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร	47
6. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี	35
7. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ	110
<b>รวม</b>	<b>468</b>

กลุ่มตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้มีจำนวน 468 บริษัท ในการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model: SEM) ต้องใช้จำนวนตัวอย่างมากเพียงพอให้ค่าพารามิเตอร์จากผลการวิเคราะห์เกิดความเที่ยงตรงและเชื่อถือได้ โดย Hair, Anderson, Tatham & Black (1998) ได้กำหนดขนาดกลุ่มตัวอย่างไว้ว่า ควรใช้กลุ่มตัวอย่าง 100-200 ตัวอย่าง นอกจากนี้ Golob (2003) ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างด้วยวิธีการประมาณค่าแบบ Maximum Likelihood ควรมีขนาดตัวอย่างอย่างน้อยเป็น 15 เท่าของตัวแปรสังเกตได้ ซึ่งการวิจัยในครั้งนี้จากโมเดลสมการโครงสร้าง (ภาพประกอบที่ 2) มีตัวแปรสังเกตได้จำนวน 17 ตัวแปร ดังนั้นขนาดกลุ่มตัวอย่างที่เหมาะสมและเพียงพอในการวิเคราะห์จึงควรมีอย่างน้อย 255 บริษัท สามารถคำนวณได้จาก (15 เท่า X 17 ตัวแปร) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงกำหนดกลุ่มตัวอย่างที่เหมาะสมจำนวน 468 บริษัท การกำหนดขนาดตัวอย่างเป็นไปตามแนวทางของ Hair et al. (1998) ที่ค่าสูงสุด 200 ตัวอย่าง และจำนวนที่ได้มีจำนวนสอดคล้องกับแนวทางของ Golob (2003) การกำหนดขนาดตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้จึงถือว่ามีความเหมาะสม

### 1.3 ขั้นตอนการดำเนินการวิจัย

**ขั้นตอนที่ 1** เป็นการสร้างกรอบแนวคิดในการวิจัยอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการจากแนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยทั้งต่างประเทศและในประเทศที่เกี่ยวข้องที่ผู้วิจัยได้ดำเนินการทบทวนไว้ในบทที่ 2 โดยผู้วิจัยดำเนินการดังนี้

1. ศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Sources) ภายใต้ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) และหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Code) เพื่อให้ผู้วิจัยได้รับความรู้พื้นฐานในการวิจัยและพัฒนากรอบแนวคิดการวิจัย

2. ศึกษาแนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องโดยผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรมงานวิจัยของต่างประเทศและในประเทศเพื่อนำมาพัฒนาเป็นกรอบแนวคิดในการวิจัย ดังนี้ (1) ทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ (2) ทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ (3) ทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และ (4) พัฒนาตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. นำแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับคุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการมาสร้างกรอบแนวคิดในการวิจัย (ภาพประกอบที่ 1)

**ขั้นตอนที่ 2** กำหนดโมเดลสมการโครงสร้าง (ภาพประกอบที่ 2) อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การวิจัยในขั้นตอนนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ โดยศึกษาจากแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และกำหนดเส้นทางความสัมพันธ์ของปัจจัยต่างๆ เพื่อกำหนดโมเดลสมการโครงสร้างของปัจจัยคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

**ขั้นตอนที่ 3** สร้างแบบเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อบันทึกข้อมูลคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไร

**ขั้นตอนที่ 4** ขั้นตอนการเก็บรวบรวมข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี หมายเหตุประกอบงบการเงิน และงบการเงิน ในรอบระยะเวลาบัญชี ปี 2560-2561 ของแต่ละบริษัท จากฐานข้อมูล SETSMART วิเคราะห์ข้อมูลโดยการนำข้อมูลที่ได้จากการรวบรวมมาทำการตรวจสอบความถูกต้อง สมบูรณ์ก่อนการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยโปรแกรม LISREL โดยใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างแบบ Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model

เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขั้นตอนที่ 5 ขั้นตอนการสรุปผลและอภิปรายผลการวิจัยโดยผู้วิจัยได้ดำเนินการสรุปและอธิบายเนื้อหาสาระสำคัญให้มีความครอบคลุมถึงวัตถุประสงค์ของการวิจัย คำถามในการวิจัยและสมมติฐานการวิจัยที่ผู้วิจัยได้กำหนดไว้ตามหลักการวิจัยทางสังคมศาสตร์และวิทยาศาสตร์

ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรและวิธีที่ใช้ในการวัดมูลค่าในการวิจัยครั้งนี้ ดังนี้

ตารางที่ 6 ตัวแปรและการกำหนดค่า

ตัวแปร	สัญลักษณ์	วิธีที่ใช้ในการวัดมูลค่า
โครงสร้างเงินทุน (Leverage Ratio)	LEV	วัดค่าจาก อัตราส่วนหนี้สินรวม / สินทรัพย์รวม
อัตราการเจริญเติบโต (Growth Rate)	GRO	วัดค่าจาก ROE x (1 - อัตราส่วนเงินปันผลจ่าย)
โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Structure of Shareholder's)	SHD	วัดค่าจาก เปอร์เซนต์การถือหุ้นสามัญของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงสุด 5 อันดับแรกรวมกัน
ขนาดของกิจการ (Firm Size)	SIZ	วัดค่าจาก มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม natural logarithm ของสินทรัพย์รวม
การจัดการกำไร (Earning Management)	EAR	วัดค่าจาก The Modified Jones Model (Modified Jones, 1991)
อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return)	CAR	วัดค่าจาก $CAR_t = \sum_{i=1}^{12} (\text{Actual Return}_i - \text{Expected}_i)$
อัตรากำไรต่อหุ้น (Earnings Per share)	EPS	วัดค่าจาก กำไรสุทธิ / จำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทที่ชำระแล้ว
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value added)	EVA	วัดค่าจาก $EVA = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{INVESTED CAPITAL})$
อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (Tobin's Q)	TBQ	วัดค่าจาก $\text{Tobin's Q} = \text{MV of Equity} + \text{BV of Debt} / \text{BV of TA}$

#### 1.4 เครื่องมือและการพัฒนาเครื่องมือ

ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อกำหนดนิยามเชิงปฏิบัติการของตัวแปรและโครงสร้างของตัวแปรที่ต้องการจะศึกษาตามกรอบแนวคิดในการวิจัย และนำมาสร้างเครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูลซึ่งได้แก่ แบบตรวจสอบรายการ เพื่อใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูลคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ

#### 1.5 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทต่างๆ ในอุตสาหกรรมที่ใช้ในการศึกษาโดยการตรวจสอบและเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี (แบบ 56-1) งบการเงินประจำปี หมายเหตุประกอบงบการเงิน และการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในรอบระยะเวลาบัญชีปี 2560-2561 ผู้วิจัยทำการจัดบันทึกสถิติการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560 (Corporate Governance Code) ในปี 2560 จำนวน 8 ข้อหลัก ดังนี้ 1) ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน 2) กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน 3) เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล 4) สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร 5) ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ 6) ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม 7) รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล 8) สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น โดยมีเกณฑ์ในการตรวจสอบดังนี้

บริษัทเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี 1 ประเด็น ให้คะแนนเท่ากับ 1 คะแนน

หากบริษัทไม่เปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี ให้คะแนนเท่ากับ 0 คะแนน

**หมายเหตุ** หากบริษัทเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดีแต่ข้อมูลนั้นไม่เกี่ยวข้องกับหลักการใดๆ ของบริษัทจะแสดงค่าเป็น N/A ( Not Applicable) และผู้วิจัยจะไม่นำบริษัทนั้นเข้าร่วมในการศึกษาครั้งนี้เนื่องจากข้อมูลของบริษัทดังกล่าวไม่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ในการศึกษาครั้งนี้ที่มุ่งทำการศึกษาเฉพาะบริษัทที่ทำการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดีของตนเอง

หลังจากทำการรวมคะแนนของแต่ละบริษัทเสร็จสิ้นแล้ว ผู้วิจัยจะนำค่าคะแนนที่ได้จากการเก็บรวบรวมสถิติการเปิดเผยข้อมูลในกระดาษทำการวัดระดับการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาคำนวณหาระดับการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure Scale) (Cooke, 1989, pp. 171-195) ดังนี้

$$\text{ระดับการเปิดเผยข้อมูล} = \frac{\text{คะแนนจริงที่แต่ละบริษัทได้รับ}}{\text{คะแนนรวมสูงสุดของบริษัทในกลุ่มที่ทำการศึกษาได้รับ}}$$

โดยที่มีเงื่อนไข ดังนี้ 0 ระดับการเปิดเผยข้อมูล 1

### 1.6 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

สำหรับการวิจัยเชิงปริมาณผู้วิจัยใช้การบรรยายโดยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และการวิเคราะห์สถิติพหุตัวแปรโมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model) สำหรับการวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model) แบบ Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model เนื่องจากโมเดลสมการโครงสร้างมีความโดดเด่นด้านการประมาณค่าความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องภายใน และความสัมพันธ์แบบหลายตัวแปร ตลอดจนแนวคิดที่ไม่สามารถสังเกตความสัมพันธ์ได้ รวมไปถึงการวัดค่าความผิดพลาดที่เกิดจากกระบวนการประมาณที่สมการถดถอยไม่สามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรเหตุตัวใดควรให้ความสำคัญมากกว่ากัน และจะส่งผลไปยังตัวแปรผลมากน้อยต่างกันอย่างไร โดยสามารถกำหนดแนวทางในการวิเคราะห์ข้อมูลได้ดังนี้

1. วิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ในโมเดลสมการโครงสร้างโดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน เพื่อให้ได้เมตริกซ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ เพื่อให้ได้ข้อมูลพื้นฐานสำหรับการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง
2. วิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันโมเดลการวัดของตัวแปรแฝงที่ปรากฏในโมเดลที่กำหนดไว้ ประกอบด้วย คุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และมูลค่ากิจการ
3. ตรวจสอบความสอดคล้องของของตัวแปรต่างๆ ในโมเดลสมการโครงสร้างที่กำหนดขึ้นตามหลักทฤษฎีกับข้อมูลเชิงประจักษ์

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลในรูปแบบตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของแบบวัดค่าสถิติที่สำคัญในการตรวจสอบความสอดคล้องระหว่างโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ประกอบไปด้วย

1. ค่าไคสแควร์ (Chi-square Statistics) เป็นค่าที่ใช้ทดสอบสมมติฐานทางสถิติว่าฟังก์ชันความกลมกลืนมีค่าเป็นศูนย์ หากค่าทดสอบมีค่าต่ำหรือมีค่าใกล้เคียงศูนย์มาก และมีค่าใกล้เคียงองศาของค่าแห่งความเป็นอิสระ (Degree of Freedom) แสดงว่าโมเดลทางทฤษฎีมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

2. ดัชนีวัดระดับความสอดคล้อง (Goodness of Fit Index = GIF) ค่า GIF ควรมีค่ามากกว่า 0.90 เพื่อยืนยันว่าโมเดลทางทฤษฎีมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

3. ดัชนีวัดระดับความสอดคล้องที่ปรับแก้แล้ว (Adjusted Goodness of Fit Index = AGIF) เมื่อนำค่า GIF มาปรับแก้โดยคำนึงถึงขนาดของความเป็นอิสระ (df) ซึ่งรวมทั้งจำนวนตัวแปรและขนาดของกลุ่มตัวอย่าง ค่า AGIF ควรมีค่ามากกว่า 0.90 เพื่อยืนยันว่าโมเดลทางทฤษฎีมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

4. ดัชนีวัดระดับความสอดคล้องเปรียบเทียบ (Comparative Fit Index = CFI) ควรมีค่าเท่ากับ 0.90 เพื่อยืนยันว่าโมเดลมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

5. ค่ารากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standardized Root Mean Squared Residual = Standardized RMR) เป็นค่าอธิบายความคลาดเคลื่อนของโมเดลควรมีค่าต่ำกว่า 0.05 เพื่อยืนยันว่าโมเดลทางทฤษฎีมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

6. ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (Root Mean Square of Error approximation = RMSEA) ค่าของ RMSEA ควรมีค่าต่ำกว่า 0.05 เพื่อยืนยันว่าโมเดลทางทฤษฎีมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

สามารถสรุปค่าสถิติที่ใช้ตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดลตามสมมติฐานกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ได้ดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 แสดงสถิติที่ใช้ตรวจสอบความสอดคล้องของ โมเดลตามสมมติฐานกับข้อมูล  
เชิงประจักษ์และเกณฑ์ที่ใช้พิจารณา

ดัชนีความกลมกลืน	เกณฑ์การพิจารณา
$\chi^2/df$	< 2.00
P value of $\chi^2$	> 0.05
CFI	$\geq 0.90$
GFI	$\geq 0.90$
AGFI	$\geq 0.90$
RMSEA	< 0.05
SRMR	< 0.05
NFI	$\geq 0.90$
NNFI	$\geq 0.90$
Critical N	> 200

## ตอนที่ 2 ขั้นตอนการวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative Research)

### 1.1 รูปแบบการวิจัย

การวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) เป็นการวิจัยเพื่อวิเคราะห์และยืนยันผลของ โมเดลสมการ โครงสร้างที่ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ และเพื่ออธิบายผลการศึกษาเชิง ปริมาณให้มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยใช้การวิจัยเชิงคุณภาพหรือเชิงคุณลักษณะ (Qualitative Research) ช่วยอธิบายความสัมพันธ์เชิงพยากรณ์ตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับ ดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นองค์ประกอบเชิงคุณภาพจึงถูกแฝงอยู่ภายในการออกแบบของ การวิจัยเชิงปริมาณ (Creswell & Clark, 2007) โดยผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลโดยการส่งแบบสัมภาษณ์ ไปยังคณะกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น ผู้มีอำนาจควบคุม รวมทั้งผู้ที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



## 1.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

**ประชากร** ที่ใช้ในการศึกษาวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ผ่านการคัดเลือกในการศึกษาวิจัยเชิงปริมาณ (ภาคผนวก ก) ซึ่งมีจำนวนบริษัททั้งสิ้น 468 บริษัท

**กลุ่มตัวอย่าง** เพื่อวิเคราะห์และยืนยันผลของโมเดลสมการ โครงสร้างที่ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณเพื่อพัฒนาตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยกำหนดกลุ่มตัวอย่าง จำนวน 7 บริษัท จากกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 7 กลุ่ม อุตสาหกรรม มาอุตสาหกรรมละ 1 บริษัท เป็นตัวแทนในการวิจัยโดยเลือกจากกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) จากกลุ่มประชากรที่ใช้ในการศึกษาวิจัย

## 1.3 ขั้นตอนการดำเนินการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูลเชิงคุณภาพ โดยการส่งแบบสัมภาษณ์แบบมีโครงสร้าง (Structure Interview) ไปยังกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น ผู้มีอำนาจควบคุม รวมทั้งผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ซึ่งถูกคัดเลือกเป็นตัวแทนกลุ่มของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามวิธีของ Sato & Smith (1991) ดังนี้

1. ใช้เทคนิคการสัมภาษณ์เชิงลึกเพื่อเปิดโอกาสให้ผู้เกี่ยวข้องร่วมกันพิจารณาประเด็นต่างๆ ที่เกี่ยวข้องเพื่อยืนยันผลของโมเดลสมการ โครงสร้างตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

2. ผู้ให้ข้อมูลร่วมสังเคราะห์ตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

3. ยืนยันผลของโมเดลสมการ โครงสร้าง โดยวิธีการดำเนินงานสามารถอธิบายได้ดังนี้

- 1.1. ศึกษารายละเอียดจากผลการศึกษาเชิงปริมาณเพื่อยืนยันผลของโมเดลสมการ ตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ทำการวิเคราะห์ สรุปผล และคัดเลือกบริษัทที่จะใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการสัมภาษณ์เชิงลึก

- 1.2. ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องโดยผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรมงานวิจัยของต่างประเทศและในประเทศ จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Sources) เพื่อทำการสรุปข้อมูล และกำหนดข้อคำถามในการสัมภาษณ์ โดยกำหนดโครงสร้างข้อคำถามเป็นแบบปลายเปิดจำนวน 2 ตอน ประกอบด้วย ตอนที่ 1 ข้อมูลทั่วไปของผู้ให้ข้อมูล และตอนที่ 2 ความคิดเห็นและข้อเสนอแนะเพื่อเป็นการยืนยันผลการวิจัยตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

1.3. คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจากผลการศึกษาเชิงปริมาณแล้วดำเนินการสรุปรูปแบบของการสัมภาษณ์ ติดต่อประสานงานเพื่อเข้าสัมภาษณ์ ดำเนินการสัมภาษณ์ และสรุปผลการสัมภาษณ์ การกำหนดผู้ให้ข้อมูลสำคัญ (Key Informant)

ผู้วิจัยดำเนินการเลือกกลุ่มตัวอย่างหรือผู้ให้ข้อมูลด้วยวิธีการเลือกตัวอย่างที่เป็นตัวแทน (Typical Cases) จากตัวแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ มาจำนวนอุตสาหกรรมละ 1 บริษัท โดยกำหนดเกณฑ์ในการเลือกบริษัทในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม คือ ผู้ให้ข้อมูลสำคัญจะต้องเป็นผู้ที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัท อาทิเช่น กรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น ผู้มีอำนาจควบคุม รวมทั้งผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท เนื่องจากเป็นบุคคลที่ทำให้กรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในการตัดสินใจดำเนินงานว่าจะคำนึงถึงประโยชน์ของบุคคลนั้นหรือประโยชน์สูงสุดของบริษัทเป็นสำคัญ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562)

เมื่อผู้วิจัยสามารถคัดเลือกหน่วยวิเคราะห์ที่เหมาะสมในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมผู้วิจัยดำเนินการติดต่อประสานงานกับบริษัทต่างๆ เพื่อคัดเลือกผู้ให้ข้อมูลสำคัญที่มีคุณสมบัติตรงตามที่กำหนดเพื่อดำเนินการสัมภาษณ์โดยใช้วิธีการสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interview) เพื่อให้ได้รับข้อมูลที่เป็นจริงมากที่สุด

1.4. วิเคราะห์ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ ในรูปแบบการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงคุณภาพ เพื่อดำเนินการตรวจสอบผลการวิจัย

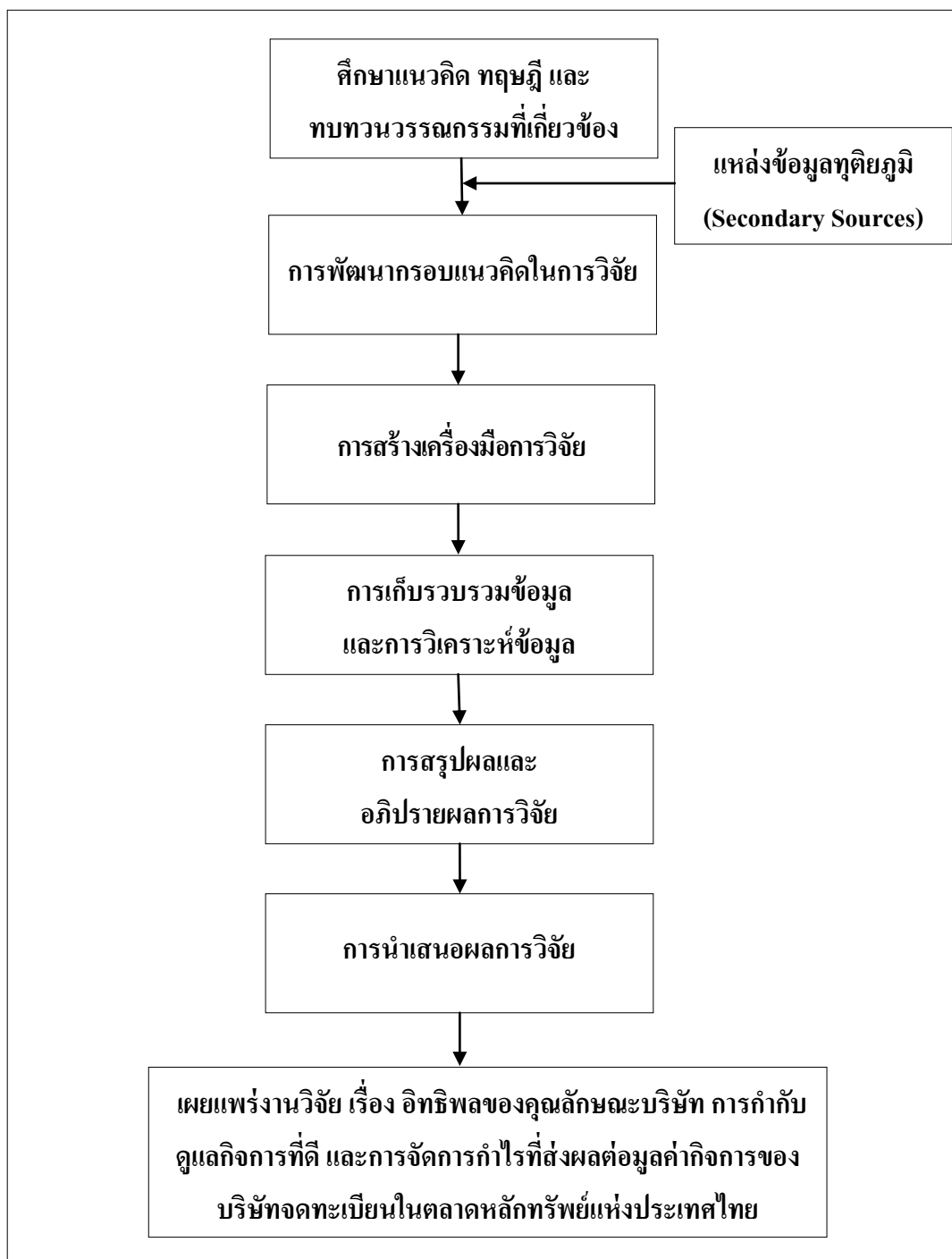
1.5. ยืนยันผลของโมเดลสมการโครงสร้างที่ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ และเพื่ออธิบายผลการศึกษาเชิงปริมาณตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.6. ขั้นตอนการสรุปผลและอภิปรายผลการวิจัยโดยผู้วิจัยได้ดำเนินการสรุปและอธิบายเนื้อหาสาระสำคัญให้มีความครอบคลุมถึงวัตถุประสงค์ของการศึกษาคำถามในการวิจัยและสมมติฐานการวิจัยที่ผู้วิจัยได้กำหนดไว้ตามหลักการวิจัยทางสังคมศาสตร์และวิทยาศาสตร์

1.7. ขั้นตอนการนำเสนอผลการวิจัยโดยผู้วิจัยได้ดำเนินการวิเคราะห์สรุปผลและอภิปรายผลการวิจัย โดยนำเสนอผลการวิจัยที่มีเหตุผลประกอบตามหลักการและเป็นที่ยอมรับได้ ไม่มีซึ่งคำวิจารณ์รวมถึงเป็นการสื่อสารที่สามารถเข้าใจได้ง่าย

1.8. ขั้นตอนการเผยแพร่งานวิจัยเรื่อง อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการตีพิมพ์บทความวิชาการในวารสารวิชาการที่เกี่ยวข้องเพื่อเผยแพร่ผลการวิจัยให้เป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาด้านวิชาการและด้านวิชาชีพที่เกี่ยวข้องในสาขาการบัญชี รวมถึงเพื่อเป็นประโยชน์ต่อสังคมส่วนรวม

ซึ่งขั้นตอนการดำเนินการวิจัยสามารถแสดงได้ดังภาพประกอบที่ 10 แสดงขั้นตอนการดำเนินการวิจัย



ภาพประกอบที่ 10 แสดงขั้นตอนการดำเนินการวิจัย

#### 1.4 เครื่องมือและการพัฒนาเครื่องมือ

การวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) ผู้วิจัยกำหนดเครื่องมือในการวิจัยด้วยการใช้แบบสัมภาษณ์ (ภาคผนวก ข) และแบ่งการสัมภาษณ์ออกเป็น 2 ส่วนคือ แบบสัมภาษณ์แบบปลายเปิดมีโครงสร้างข้อคำถามชัดเจนและแบบปลายปิด เพื่อนำมาวิเคราะห์ตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบบสัมภาษณ์ แบ่งออกเป็น 3 ตอน ดังนี้

ตอนที่ 1 ข้อมูลทั่วไปของผู้ให้ข้อมูล ลักษณะเป็นข้อคำถามปลายเปิด จำนวน 2 ข้อคำถาม ได้แก่ 1. ชื่อบริษัท ที่อยู่ เบอร์โทร กลุ่มอุตสาหกรรม 2. ผู้ให้ข้อมูล ตำแหน่ง วันที่ให้ข้อมูล

ตอนที่ 2 ความคิดเห็นเกี่ยวกับคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ลักษณะเป็นข้อคำถามปลายเปิด จำนวน 9 ข้อคำถาม ได้แก่ 1. คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี 2. คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไร 3. คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ 4. การกำกับดูแลกิจการที่ดี มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไร 5. การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ 6. การจัดการกำไรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ 7. คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี 8. คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี และ 9. การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำไร

ตอนที่ 3 ความคิดเห็นหรือข้อเสนอแนะเพิ่มเติมเกี่ยวกับคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ เพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนาปรับปรุงการปฏิบัติงานของบริษัทให้สามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืน ลักษณะแบบสัมภาษณ์เป็นแบบปลายเปิด

ความคิดเห็นเกี่ยวกับคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ผู้วิจัยใช้เกณฑ์ในการแปลความหมายเพื่อหาค่าเฉลี่ย โดยใช้เกณฑ์ของดัชนีความสอดคล้องระหว่างข้อคำถามกับคุณลักษณะตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่ต้องการวัด โดยใช้สูตรการหาค่าดัชนีความสอดคล้อง (IOC) (วิไลพร วรจิตตานนท์, 2549) มาเป็นแนวทาง ดังนี้

$$\text{สูตร} \quad \text{IOC} = \frac{\sum R}{N}$$

เมื่อ

IOC = ดัชนีความสอดคล้อง

R = คะแนนความคิดเห็นของผู้ให้ข้อมูล

N = จำนวนผู้ให้ข้อมูล

โดยมีการกำหนดคะแนนที่ผู้ให้ข้อมูลให้ดังนี้

- + 1 หมายถึง คำถามสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการวิจัย
- 1 หมายถึง คำถามไม่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการวิจัย
- 0 หมายถึง ไม่แน่ใจว่าคำถามสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการวิจัย

เกณฑ์การแปลความหมายมีดังนี้

ค่าเฉลี่ย  $\geq 0.50$  หมายความว่า คำถามตรงกับวัตถุประสงค์ของการวิจัย

ค่าเฉลี่ย  $< 0.50$  หมายความว่า คำถามไม่ตรงกับวัตถุประสงค์ของการวิจัย

### 1.5 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูล และการวิเคราะห์ข้อมูลจากแบบสัมภาษณ์เพื่อให้ผู้ให้ข้อมูลแสดงความคิดเห็นหรือข้อเสนอแนะเพิ่มเติมเกี่ยวกับปัจจัยต่างๆ ที่ส่งผลกระทบต่อคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบไปด้วยขั้นตอนต่างๆ ดังนี้

1. การใช้แนวคิดทฤษฎีและการสร้างกรอบแนวคิดในการวิเคราะห์
2. การตรวจสอบข้อมูล
3. การจัดบันทึกข้อมูล
4. การทำข้อสรุปชั่วคราว และการกำจัดข้อมูล
5. การสร้างบทสรุป และการพิสูจน์บทสรุป

ขั้นตอนการดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลผู้วิจัยใช้การโทรศัพท์ประสานงานกับบริษัทเพื่อขอเข้าสัมภาษณ์ และมีหนังสือขอความอนุเคราะห์ในการเข้าสัมภาษณ์พร้อมกับหนังสือแนะนำตัวของผู้วิจัย รวมทั้งแบบสัมภาษณ์และคำอธิบายเกี่ยวกับการให้สัมภาษณ์เรื่อง อิทธิพลของคุณลักษณะของคณะกรรมการ การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### การใช้แนวคิดทฤษฎีและการสร้างกรอบแนวคิดในการวิเคราะห์

แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการวิจัยครั้งนี้เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 ประกอบด้วยหลักปฏิบัติ 8 หลัก ประกอบด้วย (1) ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กร ที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการ อย่างยั่งยืน (2) กำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (3) เสริมสร้าง

คณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (4) สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (5) ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ (6) ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (7) การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และ (8) สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการทบทวนไว้ในบทที่ 2 และพบว่ามีความเหมาะสมในการวิจัยคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยจึงเกิดแรงบันดาลใจในการมองประเด็นปัญหาหลากหลายแบบ จนนำมาซึ่งการกำหนดสมมติฐานจากกรอบแนวคิดในการวิจัยที่ผู้วิจัยได้กำหนดไว้ (ภาพประกอบที่ 1 และภาพประกอบที่ 2)

#### **การตรวจสอบข้อมูล**

การเก็บรวบรวมข้อมูลของการวิจัยครั้งนี้ คือ การสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interviews) อ้างอิงตามหลักการแนวคิดแบบทฤษฎีฐานราก ในการสอบถามเพื่อยืนยันผลของโมเดลสมการโครงสร้างที่ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณจากกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น ผู้มีอำนาจควบคุมรวมทั้งผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท เพื่ออธิบายผลการศึกษาเชิงปริมาณให้มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น โดยมีการให้คะแนนในแต่ละองค์ประกอบของข้อคำถาม ตลอดจนความสัมพันธ์กับความน่าเชื่อถือในทิศทางใด ลักษณะของคำถามเป็นแบบปลายเปิด (Open-End) ซึ่งไม่มีการชี้นำหรือบอกแนวทางโดยผู้สัมภาษณ์ โดยข้อมูลที่ได้จากการรวบรวมข้อมูลผู้ตอบแบบสัมภาษณ์คนแรกๆ ผู้วิจัยจะยังไม่ปักใจเชื่อว่าเป็นคำตอบที่ถูกต้องและเชื่อถือได้ ผู้สัมภาษณ์จะทดสอบและหาคำตอบจากคนต่อไป และหากสัมภาษณ์คนต่อไปแล้วยังไม่สามารถบล้างคำตอบจากคนแรกๆ ซึ่งเป็นคำตอบเดิมๆ ที่เหมือนๆ กันก็จะเป็นการพิสูจน์ได้ว่าคำตอบที่ได้มีความถูกต้องและเหมาะสม

#### **การจัดบันทึกข้อมูลจากการสัมภาษณ์**

ในการเก็บรวบรวมข้อมูลโดยการสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interview) ผู้สัมภาษณ์จะทำการจัดบันทึกจากผู้ให้ข้อมูลทุกราย จุดเนื้อหาที่ตรงกับความต้องการ ตรงกับปัญหาที่ต้องการวิจัย

#### **การสร้างบทสรุป และการพิสูจน์บทสรุป**

ขั้นตอนนี้จะประกอบไปด้วย 2 ขั้นตอนย่อย คือ การสร้างบทสรุป และการพิสูจน์บทสรุป

ขั้นตอนที่ 1 การสร้างบทสรุป คือ การนำข้อสรุปชั่วคราวซึ่งเป็นข้อสรุปย่อยที่ทำไว้มาประมวลเข้าด้วยกัน ทำให้เป็นชุดของคำอธิบายที่ตรงประเด็นการวิจัยและเข้าใจได้ ซึ่งวิเคราะห์ขึ้นจากเหตุการณ์ความจริง ซึ่งจะได้ทั้งบทสรุปที่ให้น้ำหนักความสำคัญ

ขั้นตอนที่ 2 การพิสูจน์บทสรุป เป็นการโยงข้อสรุปเชิงนามธรรมกลับไปสู่รูปธรรมในเหตุการณ์ใหม่อีกครั้งให้แน่ใจว่าข้อสรุปมีความเหมาะสมที่สุดแล้ว เพื่อเป็นการพิสูจน์ผลการศึกษาวิจัยเชิงคุณภาพ

### 1.6 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลที่ได้จากการสัมภาษณ์ โดยมีการให้คะแนนค่าความคิดเห็นในแต่ละองค์ประกอบของข้อคำถามตามเกณฑ์ที่กำหนดไว้ โดยมีขั้นตอนดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 สรุปคะแนนค่าความคิดเห็นในแต่ละข้อคำถาม และผู้วิจัยดำเนินการจัดระเบียบของข้อมูลให้มีความสอดคล้องและเชื่อมโยงกับข้อมูลตามกรอบแนวคิดในการวิจัย เพื่อให้สามารถนำเสนอข้อมูลได้อย่างเป็นระบบและสามารถนำข้อมูลไปใช้งานได้ง่ายขึ้น

ขั้นตอนที่ 2 การแสดงข้อมูล (Data Display) ผู้วิจัยดำเนินการนำเสนอข้อมูลให้เป็นหมวดหมู่ด้วยวิธีวิเคราะห์เชิงเนื้อหาโดยใช้การบรรยาย

ขั้นตอนที่ 3 หาข้อสรุป ทำการสรุปประเด็นสำคัญที่ผู้วิจัยได้ทำการสัมภาษณ์ผู้ให้ข้อมูล ตรวจสอบความถูกต้องของข้อมูลให้ตรงตามประเด็นการวิจัย (Conclusions Drawing and Verifying) เป็นกระบวนการหาข้อสรุปและตีความข้อสรุปหรือข้อค้นพบที่ได้จากการศึกษา รวมถึงการเปรียบเทียบความแตกต่างและความสอดคล้อง เพื่อให้ได้ประเด็นของการศึกษา

### สรุป

สำหรับเนื้อหาในบทที่ 3 นี้เป็นการกำหนดระเบียบวิธีวิจัย โดยงานวิจัยนี้ดำเนินการวิจัยด้วยวิธีแบบผสมผสาน (Mixed-Methods Research) ประกอบด้วย การวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) และการวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการทดสอบสมมติฐานใช้แบบแสดงรายการและแบบสัมภาษณ์ในการเก็บรวบรวมข้อมูลจากกรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น ผู้มีอำนาจควบคุม รวมทั้งผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลได้แก่ (1) สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และ (2) สถิติอนุมาน (Inferential Statistics) วิเคราะห์ข้อมูลด้วยโมเดลสมการโครงสร้าง แบบ Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model โดยผลการวิเคราะห์ข้อมูลจะได้นำเสนอในบทต่อไป



## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาวิจัยเรื่อง อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยมีวัตถุประสงค์ในการวิจัยเพื่อ (1) ทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ (2) ทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ (3) ทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และ (4) พัฒนาตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้นำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล โดยแบ่งการนำเสนอผลการวิจัยเป็น 5 ตอน ตามลำดับ ดังนี้

ตอนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานเชิงพรรณนาของตัวแปรในการวิจัย

ตอนที่ 2 ผลการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติของข้อมูลในการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling) ประกอบด้วย

- 2.1. การตรวจสอบลักษณะการแจกแจงแบบปกติของข้อมูล (Normality)
- 2.2. การตรวจสอบความเป็นเอกพันธ์ของการกระจาย (Homoscedasticity)
- 2.3. การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม (Linearity)
- 2.4. การตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity)

ตอนที่ 3 การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis)

ตอนที่ 4 การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง และการทดสอบสมมติฐาน

ตอนที่ 5 การวิเคราะห์ผลการวิจัยเชิงคุณภาพ จากผู้ให้ข้อมูลในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

สำหรับการนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลผู้วิจัย ได้ทำการกำหนดสัญลักษณ์ที่ใช้แทนตัวแปร และค่าสถิติ รวมถึงกำหนดความหมายของสัญลักษณ์ที่ใช้แทนตัวแปรและค่าสถิติ เพื่อให้การนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลมีความเข้าใจตรงกันเกี่ยวกับสัญลักษณ์ต่างๆ ที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ดังนี้ ดังตารางที่ 8

ตารางที่ 8 คำอธิบายสัญลักษณ์ในการวิจัย

สัญลักษณ์	ความหมาย
P-value	ค่าสัดส่วนของความผิดพลาดที่เกิดขึ้นจากการปฏิเสธสมมติฐานและเป็นค่าที่คำนวณได้จากข้อมูลเชิงประจักษ์ (Observed Significance Level)
E	ความคลาดเคลื่อนของการวัดตัวแปรสังเกตได้ภายใน
SE	ความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน
b	ค่าน้ำหนักองค์ประกอบ
B	ค่าน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเป็นรายองค์ประกอบ (Standardized Solution)
$\beta$	น้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐาน
TE	ขนาดอิทธิพลรวม (Total Effects)
IE	ขนาดอิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effects)
DE	ขนาดอิทธิพลทางตรง (Direct Effects)
$\chi^2$	ดัชนีตรวจสอบความกลมกลืนประเภทค่าสถิติไค-สแควร์ (Chi-square)
df	ค่าองศาความเป็นอิสระ (Degree of Freedom)
R <sup>2</sup>	ค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (Coefficient of Determination)
P	ระดับนัยสำคัญทางสถิติ
N	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง
CFI	ดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (Comparative Fit Index)
GFI	ดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (Goodness of Fit Index)
AGFI	ดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (Adjusted Goodness of Fit Index)
SRMR	ค่ารากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standardized Root Mean Squared Residual)
RMSEA	ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (Root Mean Square of Approximation)

### ตอนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานเชิงพรรณนาของตัวแปรในการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูลคุณลักษณะบริษัท ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี ข้อมูลการจัดการกำไร และข้อมูลมูลค่ากิจการ เพื่อใช้ในการศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาจากการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปี (แบบ 56-1) งบการเงินประจำปี และหมายเหตุประกอบงบการเงิน ในรอบระยะเวลาบัญชีปี 2560-2561 เพื่อเก็บรวบรวมข้อมูล

1.1. คุณลักษณะบริษัท ประกอบด้วย (1) โครงสร้างเงินทุน (2) อัตราการเจริญเติบโต (3) โครงสร้างผู้ถือหุ้น และ (4) ขนาดของกิจการ

1.2. การกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบด้วย (1) การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (2) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (3) การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ (4) การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (5) การส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ (6) การดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (7) การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และ (8) สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น

1.3 การจัดการกำไร รายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร

1.4 มูลค่ากิจการ ประกอบด้วย (1) อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (2) อัตรากำไรต่อหุ้น (3) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และ (4) อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ มีจำนวนปีละ 468 บริษัท ในรอบระยะเวลา 2 ปี ระหว่างปี 2560-2561 ที่ทำการศึกษาข้อมูลเพื่อดำเนินการวิจัย ผู้วิจัยเลือกกลุ่มตัวอย่างในกลุ่มเดียวกันทั้ง 2 ปี ที่ผู้วิจัยดำเนินการวิจัย เพื่อให้ข้อมูลมีความเหมาะสมในการนำมาเปรียบเทียบผลการศึกษา แสดงได้ดังตารางที่ 9

ตารางที่ 9 แสดงการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานเชิงพรรณนาของตัวแปรในการวิจัยปี 2560-2561

ตัวแปร/ตัวชี้วัด	ค่าต่ำสุด		ค่าสูงสุด		ค่าเฉลี่ย		ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	
	2561	2560	2561	2560	2561	2560	2561	2560
<b>คุณลักษณะบริษัท (n=468)</b>								
โครงสร้างเงินทุน (LEV)	0.02	0.02	119.08	374.25	1.72	2.23	5.69	17.06
อัตราการเจริญเติบโต (GRO)	-966.52	-3,837.57	1,349.20	403.86	-10.48	-30.99	93.68	191.47
โครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD)	13.40	22.49	100	99.55	62.91	69.99	17.54	16.11
ขนาดของกิจการ (SIZ)	5.33	1.34	9.50	9.49	6.91	6.87	0.73	0.77
<b>การกำกับดูแลกิจการที่ดี (n=468)</b>								
การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการ	0.02	0.35	1	1	0.23	0.71	0.15	0.12
ในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1)								
การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (CG2)	0.00	0.40	1	1	0.08	0.78	0.11	0.11
การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (CG3)	0.01	0.40	1	1	0.25	0.72	0.17	0.10
การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4)	0.00	0.30	1	1	0.05	0.64	0.09	0.13
การส่งเสริมวัฒนธรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ (CG5)	0.01	0.45	1	1	0.19	0.71	0.16	0.10

## ตารางที่ 9 (ต่อ)

ตัวแปร/ตัวชี้วัด	ค่าต่ำสุด		ค่าสูงสุด		ค่าเฉลี่ย		ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	
	2561	2560	2561	2560	2561	2560	2561	2560
<b>การกำกับดูแลกิจการที่ดี (ต่อ)</b>								
ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6)	0.01	0.48	1	1	0.21	0.75	0.16	0.10
รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7)	0.00	0.40	1	1	0.19	0.74	0.13	0.10
สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8)	0.00	0.55	1	1	0.22	0.74	0.16	0.14
<b>การจัดการกำไร (n=468)</b>	-1.23	-1.36	6.38	16.00	2.17	2.16	1.25	1.52
<b>มูลค่ากิจการ (n=468)</b>								
อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR)	-1.67	-1.23	46.74	13.00	1.54	1.57	3.19	0.76
อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS)	-8.93	-17.44	40.03	46.74	1.42	1.60	3.40	4.44
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA)	0.00	0.00	12.18	12.18	9.23	9.19	1.15	1.14
อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ)	0.00	0.00	9.03	9.03	0.83	0.75	0.93	1.00

จากตารางที่ 9 แสดงการศึกษาข้อมูลพื้นฐานของการวิจัย ผู้วิจัยดำเนินการศึกษาตามกรอบแนวคิดในการวิจัย (ภาพประกอบที่ 1) ซึ่งเกิดขึ้นจากการทบทวนวรรณกรรมในบทที่ 2 เพื่อศึกษาโมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้

คุณลักษณะบริษัท โครงสร้างเงินทุน ผลการวิจัยพบว่า มีค่าเฉลี่ย 2.23 เท่า และ 1.72 เท่า ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าต่ำที่สุดเท่ากันทั้ง 2 ปี ที่ 0.02 เท่า มีค่าสูงที่สุดที่ 374.25 เท่า และ 119.08 เท่า ในปี 2560 และปี 2561 ตามลำดับ อัตราการเจริญเติบโต พบว่า มีค่าเฉลี่ย -30.99 เท่า และ -10.48 เท่า ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าต่ำที่สุดที่ -3,837.57 เท่า และ -966.52 เท่า ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าสูงที่สุดที่ 403.86 เท่า และ 1,349.20 เท่า ในปี 2560 และปี 2561 ตามลำดับ โครงสร้างผู้ถือหุ้น พบว่า มีค่าเฉลี่ย 69.99 เปอร์เซ็นต์ และ 62.91 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าต่ำที่สุดที่ 22.49 เปอร์เซ็นต์ และ 13.40 ในปี 2560 และ 2561 มีค่าสูงที่สุดที่ 99.55 เปอร์เซ็นต์ และ 100 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2560 และปี 2561 ตามลำดับ และขนาดของกิจการ ผู้วิจัยศึกษาจากค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของกิจการ พบว่า มีค่าเฉลี่ย 6.87 เท่า และ 6.91 เท่า ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าต่ำที่สุดที่ 1.34 เท่า และ 5.33 เท่า ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าสูงที่สุดที่ 9.49 เท่า และ 9.50 เท่า ในปี 2560 และปี 2561 ตามลำดับ

การรายงานข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผู้วิจัยกำหนดตัวแปรในการวิจัย (1) การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กร ที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (2) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็น ไปเพื่อความยั่งยืน (3) การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (4) การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูง และการบริหารบุคลากร (5) การส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (6) การดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (7) การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และ (8) การสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น ผลการวิจัยพบว่า ปี 2560 มีการรายงานทุกองค์ประกอบ โดยมีการรายงานระดับคะแนนอยู่ในช่วง 0.30-0.55 คะแนน การรายงานข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี พบว่า ทั้ง 8 องค์ประกอบนั้น มีการรายงานระดับคะแนนสูงสุดที่ 1 คะแนน ในปี 2561 มีการรายงานข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี พบว่า ยังมีบริษัทที่ไม่เห็นถึงความสำคัญและไม่มีการรายงานข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี 4 องค์ประกอบ

การจัดการกำไร ผู้วิจัยศึกษาการจัดการกำไรด้วยแบบจำลอง Modified Jones ผลการวิจัยพบว่า มีค่าเฉลี่ย 2.16 เปอร์เซ็นต์ และ 2.17 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าต่ำที่สุดที่ -1.36 เปอร์เซ็นต์ และ -1.23 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าสูงสุดที่ 16.00 เปอร์เซ็นต์ และ 6.38 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2560 และปี 2561 ตามลำดับ ที่มีความแตกต่างกันอย่างชัดเจน

มูลค่ากิจการ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม ผลการวิจัยพบว่า มีค่าเฉลี่ยค่า 1.57 เปอร์เซ็นต์ และ 1.54 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าต่ำสุด -1.23 เปอร์เซ็นต์ และ -1.67 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าสูงที่สุดที่ 13.00 เปอร์เซ็นต์ และ 46.74 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2560 และปี 2561 ตามลำดับ อัตรากำไรต่อหุ้น พบว่า มีค่าเฉลี่ย 1.60 เปอร์เซ็นต์ และ 1.42 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าต่ำที่สุดที่ -8.93 เปอร์เซ็นต์ และ -17.44 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าสูงที่สุดที่ 46.74 เปอร์เซ็นต์ และ 40.03 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2560 และปี 2561 ตามลำดับ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ พบว่า มีค่าเฉลี่ย 9.19 เปอร์เซ็นต์ และ 9.23 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าต่ำที่สุดที่ 0.00 เปอร์เซ็นต์ที่เท่ากันในปี 2560 และปี 2561 มีค่าสูงที่สุดที่ 12.18 เปอร์เซ็นต์ที่เท่ากันในปี 2560 และปี 2561 ตามลำดับ และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน พบว่า มีค่าเฉลี่ย 0.75 เปอร์เซ็นต์ และ 0.83 เปอร์เซ็นต์ ในปี 2560 และปี 2561 มีค่าต่ำที่สุดที่ 0.00 เปอร์เซ็นต์ที่เท่ากันในปี 2560 และปี 2561 มีค่าสูงที่สุดที่ 9.03 เปอร์เซ็นต์ ที่เท่ากันในปี 2560 และปี 2561 ตามลำดับ

## **ตอนที่ 2 ผลการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติของข้อมูลในการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling)**

การตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติของข้อมูลในการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างประกอบด้วย ลักษณะการแจกแจงแบบปกติของข้อมูล (Normality) ความเป็นเอกพันธ์ของการกระจาย (Homoscedasticity) การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม (Linearity) และการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) ดังนี้

## 2.1 การตรวจสอบลักษณะการแจกแจงแบบปกติของข้อมูล (Normality)

การตรวจสอบลักษณะการแจกแจงแบบปกติของข้อมูลเพื่อให้ทราบถึงประสิทธิภาพของการประมาณค่าของตัวแปรหรือความแกร่ง (Robustness) ของการประมาณค่าสถิติวิเคราะห์ที่ใช้ในการทดสอบแบบ  $t$  และ  $F$  มีข้อตกลงเบื้องต้นว่า ตัวแปรต้องมีการแจกแจงแบบปกติ การตรวจสอบลักษณะการแจกแจงแบบปกติของข้อมูลทำได้โดยการตรวจสอบแผนภาพ Normal Q-Q Plot ของแต่ละตัวแปร หากได้เส้นตรงในแนวทแยงจะสรุปได้ว่าตัวแปรมีลักษณะการแจกแจงแบบโค้งปกติ ผลจากการวิเคราะห์แผนภาพ Normal Q-Q Plot ของแต่ละตัวแปร พบว่า ส่วนใหญ่ได้เส้นตรงในแนวทแยง (ภาคผนวก ค)

สรุปได้ว่า ตัวแปรส่วนใหญ่มีลักษณะการแจกแจงแบบโค้งปกติ สำหรับตัวแปรที่มีลักษณะการกระจายตัวแบบไม่ปกติ ผู้วิจัยได้ใช้วิธีการ Transform ข้อมูลในลักษณะต่างๆ แล้วแต่ลักษณะของการกระจายตัวของข้อมูลก็เปลี่ยนแปลงไม่มากนัก เนื่องจากลักษณะของข้อมูลเป็นไปตามจริง เนื่องจากลักษณะของข้อมูลเป็นไปตามจริง และการกระจายตัวของข้อมูลที่เป็นข้อมูลทางการเงินมักจะไม่ใช่การกระจายตัวแบบปกติ (Costa, Cavaliere & Iezzi, 2005, pp. 343-350) นอกจากนี้กล่าวว่าในกรณีที่ตัวอย่างมีขนาดตั้งแต่ 200 ตัวอย่างขึ้นไปผลกระทบของการแจกแจงแบบไม่ปกติของข้อมูลจะส่งผลต่อการวิเคราะห์สมการโครงสร้างลดน้อยลงจึงสามารถละเลยได้ ทั้งนี้จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มีจำนวน 468 ตัวอย่าง ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการวิเคราะห์ข้อมูลในลำดับต่อไปได้ตามเงื่อนไขที่กำหนด

## 2.2 การตรวจสอบความเป็นเอกพันธ์ของการกระจาย (Homoscedasticity)

ความเป็นเอกพันธ์ของการกระจายใช้กับการวิเคราะห์การถดถอย ซึ่งตัวแปรต้นและตัวแปรตามเป็นตัวแปรต่อเนื่อง (Metric Variable) โดยนิยามลักษณะความเป็นเอกพันธ์ของการกระจาย หมายถึง คุณสมบัติของตัวแปรตามที่มีการกระจายไม่ต่างกันทุกค่าของตัวแปรต้น (นงลักษณ์ วิรัชชัย, 2542, หน้า 16-17) วิธีการตรวจสอบทำได้โดยการสร้างแผนภาพกระจายที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted) เพื่อตรวจสอบความเป็นเอกพันธ์ของการกระจาย โดยพิจารณาจากค่า Standardized residual หากมีการกระจายตัวแบบสุ่มโดยไม่มีการเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างมีแบบแผนจึงจะสรุปได้ว่า มีเอกพันธ์ของการกระจายนั่นเอง (ภาคผนวก ง) พบว่า ค่าเศษที่เหลือมีการกระจายอย่างไม่มีแบบแผนโดยไม่พบว่าค่าเศษที่เหลือมีรูปแบบแนวโน้มไปในทางมากขึ้นหรือลดลง สรุปได้ว่า ข้อมูลเป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นของการมีเอกพันธ์ของการกระจาย



### 2.3 การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม (Linearity)

สถิติวิเคราะห์ทุกประเภทที่มีพื้นฐานการวิเคราะห์จากสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน ต้องมีข้อตกลงเบื้องต้นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแต่ละคู่เป็นแบบเส้นตรง วิธีการตรวจสอบทำได้โดยการตรวจสอบแผนภาพกระจาย และ การวิเคราะห์เศษที่เหลือ (Residual Analysis) ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือ (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระแต่ละตัว เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปร (นงลักษณ์ วิรัชชัย, 2542) จากแผนภาพกระจายพบว่า ค่าเศษที่เหลือมีการกระจายอย่างไม่มีแบบแผน โดยไม่พบว่าค่าเศษที่เหลือมีรูปแบบแนวโน้มไปในทางมากขึ้นหรือลดลงอย่างมีแบบแผน สรุปได้ว่า ข้อมูลเป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นของการมีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง (ภาคผนวก จ)

### 2.4 การตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity)

ภาวะร่วมเส้นตรงพหุ หมายถึง ภาวะที่ตัวแปรในการวิจัยที่เป็นตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์กันสูงมาก และมีผลเสียต่อการวิเคราะห์ถดถอย ทำให้ผลการวิเคราะห์ข้อมูลคลาดเคลื่อนไปจากความเป็นจริง วิธีการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ ทำได้โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติวิเคราะห์ที่ตรวจสอบค่าสถิติ 3 ตัว คือ Tolerance, Variance Inflation Factor (VIF) และ Condition Index

ค่าสถิติ Tolerance หมายถึง สัดส่วนความแปรปรวนในตัวแปรที่อธิบายไม่ได้ด้วยตัวแปรตัวอื่นๆ ถ้า Tolerance มีค่าใกล้ 0 แสดงว่าตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่นๆ สูง ส่วนค่าที่ใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่นๆ ต่ำ

ค่าสถิติ VIF มีค่าเท่ากับส่วนกลับของค่า Tolerance จึงแปรความหมายตรงกันข้าม กล่าวคือ ค่า VIF ที่สูงมาก (มีค่าสูงสุดเท่ากับ 10.0) แสดงว่า มีภาวะร่วมเส้นตรงพหุสูงมากในกลุ่มตัวแปรต้น

ค่าสถิติ Condition Index เป็นค่าสัดส่วนความแปรปรวนวัดจากค่าไอเกน (Eigenvalue) เกณฑ์ที่ใช้ตรวจสอบ คือ 30 ถ้าตัวแปรใดมีค่า Condition Index มากกว่า 30 แสดงว่าตัวแปรนั้นมีปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ ทั้งนี้ค่าสถิติ Condition Index มีกระบวนการในการตรวจสอบสองขั้นตอน โดยขั้นตอนแรกตรวจสอบว่าตัวแปรต้นตัวใดมีค่าเกินกว่าเกณฑ์ คือ 30 ขั้นตอนที่สองตรวจสอบสัดส่วนของความแปรปรวนของสัมประสิทธิ์การถดถอย เฉพาะตัวแปรต้นที่มีค่า Condition Index สูงกว่าเกณฑ์ หากค่าสัดส่วนความแปรปรวนของสัมประสิทธิ์การถดถอยมีค่าสูงกว่า 0.90 แสดงว่า ตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์กันสูง (นงลักษณ์ วิรัชชัย, 2542, หน้า 17-18)

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า เกณฑ์ในการวัดว่าตัวแปรอิสระแต่ละคู่มีภาวะร่วมเส้นตรงพหุหรือไม่ ให้ดูที่ค่า Tolerance ควรมีค่ามากกว่า 0.1 ค่า VIF ควรมีค่าน้อยกว่า 10 Condition Index ควรมีค่าน้อยกว่า 30 และหาก Condition Index มีค่ามากกว่า 30 ให้พิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระควรมีค่าน้อยกว่า 0.9 (นงลักษณ์ วิรัชชัย, 2542, หน้า 17-18; Hair et al., 1998, p. 220)

ตารางที่ 10 แสดงการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ ปี 2560

ตัวแปร/ตัวชี้วัด	Tolerance	VIF	Eigenvalue	Condition index
COM	0.998	1.002	1.043	1.321
CGC	0.993	1.007	0.956	1.380
EAR	0.994	1.006	0.181	3.172

ตารางที่ 11 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix) ปี 2560

ตัวแปร	COM	FMV	EAR
COM	1		
CGC	-0.042	1	
EAR	0.010	-0.075	1

จากตารางที่ 10 และตารางที่ 11 นำเสนอข้อมูลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix) ปี 2560 พบว่า ตัวแปรทุกตัวมี Tolerance ไม่เข้าใกล้ 0 โดยมีค่ามากกว่า 0.1 ค่า VIF ของตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าน้อยกว่า 10 ขณะเดียวกันค่า Condition Index มีค่าต่ำกว่า 30 จึงสรุปว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวเป็นอิสระจากกัน และไม่มีภาวะร่วมเส้นตรงพหุ สามารถนำตัวแปรทุกตัวมาทำการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์เพื่อพยากรณ์โมเดลต่อไปได้อย่างน่าเชื่อถือ

ตารางที่ 12 แสดงการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ ปี 2561

ตัวแปร/ตัวชี้วัด	Tolerance	VIF	Eigenvalue	Condition index
COM	0.951	1.052	1.002	1.625
CGC	0.992	1.008	0.254	3.226
EAR	0.957	1.045	0.098	5.208

ตารางที่ 13 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix) ปี 2561

ตัวแปร	COM	CGC	EAR
COM	1		
CGC	0.087	1	
EAR	0.207	0.031	1

จากตารางที่ 12 และตารางที่ 13 นำเสนอข้อมูลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix) ปี 2561 พบว่า ตัวแปรทุกตัวมี Tolerance ไม่เข้าใกล้ 0 โดยมีค่ามากกว่า 0.1 ค่า VIF ของตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าน้อยกว่า 10 ขณะเดียวกันค่า Condition Index มีค่าต่ำกว่า 30 จึงสรุปว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวเป็นอิสระจากกัน และไม่มีภาวะร่วมเส้นตรงพหุ สามารถนำตัวแปรมาวิเคราะห์หาความสัมพันธ์เพื่อพยากรณ์โมเดลต่อไปได้อย่างน่าเชื่อถือ

ตารางที่ 14 แสดงการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุรวม

ตัวแปร/ตัวชี้วัด	Tolerance	VIF	Eigenvalue	Condition index
COM	0.999	1.001	0.138	4.753
CGC	0.996	1.004	0.010	17.557
EAR	0.977	1.003	0.743	2.045

ตารางที่ 15 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix) ปี 2560-2561

ตัวแปร	COM	CGC	EAR
COM	1		
CGC	0.033	1	
EAR	0.002	0.052	1

จากตารางที่ 14 และตารางที่ 15 นำเสนอข้อมูลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix) ปี 2560-2561 พบว่า ตัวแปรทุกตัวมี Tolerance ไม่เข้าใกล้ 0 โดยมีค่ามากกว่า 0.1 ค่า VIF ของตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าน้อยกว่า 10 ขณะเดียวกันค่า Condition Index มีค่าต่ำกว่า 30 จึงสรุปว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวเป็นอิสระจากกัน และไม่มีภาวะร่วมเส้นตรงพหุ สามารถนำตัวแปรมาวิเคราะห์หาความสัมพันธ์เพื่อพยากรณ์โมเดลต่อไปได้อย่างน่าเชื่อถือ

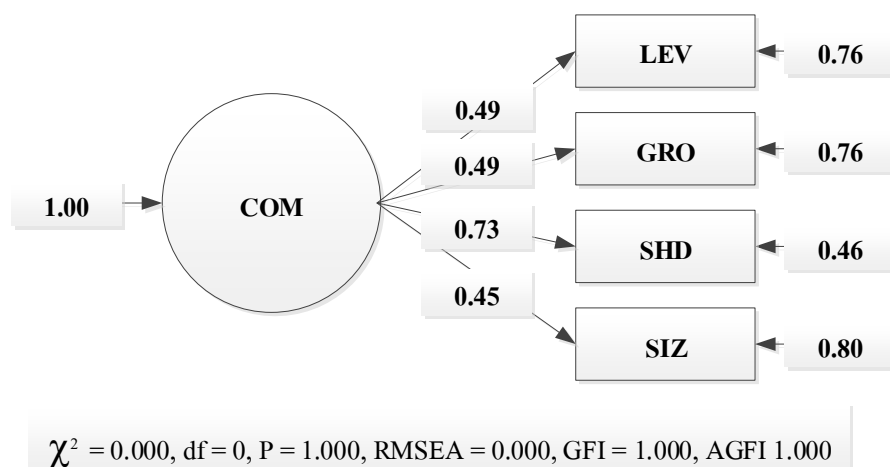
### ตอนที่ 3 การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis)

การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันมีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้าง (Construct Validity) ของตัวแปรแฝง (Latent Variable) ที่เกิดจากการวัดโดยตัวแปรโครงสร้าง (Construct Variable) เป็นไปตามทฤษฎีการวัดที่ผู้วิจัยกำหนดขึ้นจากทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องว่าสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ การวิเคราะห์ความตรงเชิงโครงสร้างทำให้เกิดความมั่นใจได้ว่า การวัดค่าของตัวแปรที่ได้จากตัวอย่างสามารถแทนค่าจริงที่มีอยู่ในประชากรได้ การตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างสามารถทำได้โดยการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน โดยทำการตรวจสอบ ความตรงแบบรวมศูนย์ (Convergent Validity) และความตรงแบบแตกต่าง (Discriminant Validity) โดยศึกษาอิทธิพลคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 468 ตัวอย่าง

ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันของตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) เพื่อตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างที่ได้จากการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันกับข้อมูลเชิงประจักษ์

การวิเคราะห์โมเดลการวัดคุณลักษณะบริษัท (COM) โดยใช้วิธีการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันด้วยโปรแกรมลิสเรล โดยทำการตรวจสอบมิติของตัวแปร 4 มิติ ได้แก่ 1) โครงสร้างเงินทุน (LEV) 2) อัตราการเจริญเติบโต (GRO) 3) โครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) และ 4) ขนาดของกิจการ (SIZ) วิเคราะห์โมเดลการวัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ใช้วิธีการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันด้วยโปรแกรมลิสเรล โดยทำการตรวจสอบมิติของตัวแปร 8 มิติ ได้แก่ 1) การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) 2) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) 3) การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (CG3) 4) การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) 5) การส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม (CG5) 6) ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) 7) รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) และ 8) การสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8) และวิเคราะห์โมเดลการวัดของมูลค่ากิจการ (FMV) ใช้วิธีการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันด้วยโปรแกรมลิสเรล โดยทำการตรวจสอบมิติของตัวแปร 4 มิติ ได้แก่ 1) อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) 2) อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) 3) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และ 4) อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ)

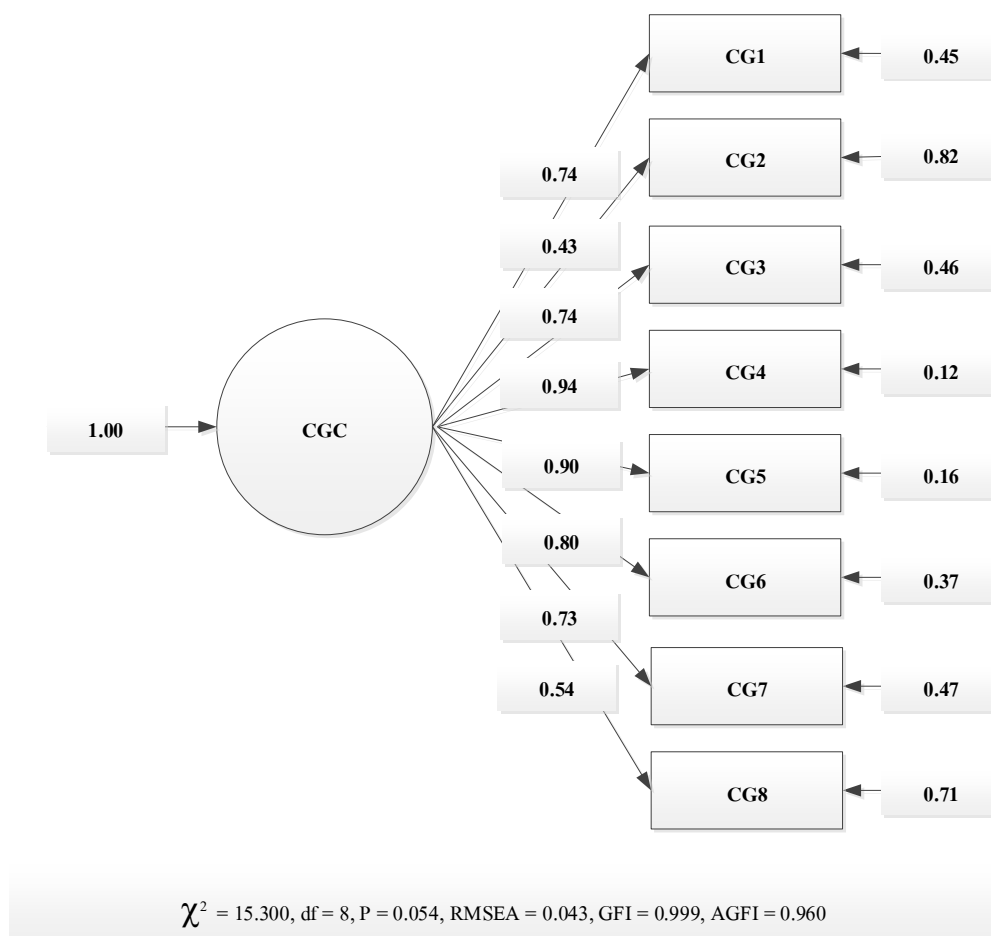
### 3.1 การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน ปี 2560



ภาพประกอบที่ 11 แสดงการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM)

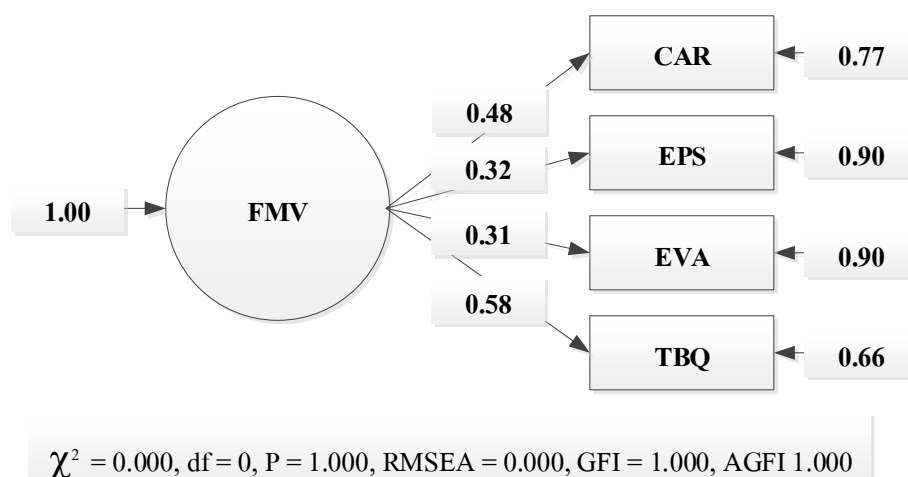
ปี 2560

จากภาพประกอบที่ 11 การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) ปี 2560 ผลการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง โดยเฉพาะในส่วนของโมเดลการวัด มีข้อตกลงที่ยอมรับให้ความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันได้ ซึ่งตรงกับสภาพความเป็นจริง ผลจากการวิเคราะห์ พบว่า โมเดลการวัดคุณลักษณะบริษัท (COM) สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่าไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) เท่ากับ 0.000 องศาอิสระ (df) เท่ากับ 0 ค่าความน่าจะเป็นทางสถิติ (P) เท่ากับ 1.000 ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) เท่ากับ 0.000 ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 1.000 และค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) เท่ากับ 1.000 เมื่อพิจารณาในระดับตัวแปรพบว่า ค่าน้ำหนักองค์ประกอบผ่านเกณฑ์ทุกค่า จากการคำนวณการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน โมเดลการวัดของตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) ประกอบด้วย โครงสร้างเงินทุน (LEV) อัตราการเจริญเติบโต (GRO) โครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) และขนาดของกิจการ (SIZ)



ภาพประกอบที่ 12 แสดงการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ปี 2560

จากภาพประกอบที่ 12 การวิเคราะห์ห้อยค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ปี 2560 ผลการวิเคราะห์พบว่า โมเดลการวัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่าไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) เท่ากับ 15.300 ค่าองศาอิสระ (df) เท่ากับ 8 ค่าความน่าจะเป็นทางสถิติ (P) เท่ากับ 0.054 ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) เท่ากับ 0.043 ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 0.999 และค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) เท่ากับ 0.960 เมื่อพิจารณาในระดับตัวแปรพบว่า ค่าน้ำหนักองค์ประกอบผ่านเกณฑ์ทุกค่า จากการคำนวณการวิเคราะห์ห้อยค์ประกอบเชิงยืนยัน โมเดลการวัดของตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ประกอบด้วย การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ (CG3) การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) การส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ (CG5) ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) และการสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8)



ภาพประกอบที่ 13 แสดงการวิเคราะห์ห้อยค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ปี 2560

จากภาพประกอบที่ 13 การวิเคราะห์ห้อยค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ปี 2560 ผลการวิเคราะห์พบว่า โมเดลการวัดมูลค่ากิจการ (FMV) สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่าไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) เท่ากับ 0.000 ค่าองศาอิสระ (df) เท่ากับ 0 ค่าความน่าจะเป็นทางสถิติ (P) เท่ากับ 1.000 ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) เท่ากับ 0.000 ค่าความ

สอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 1.000 และค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) เท่ากับ 1.000 เมื่อพิจารณาในระดับตัวแปรพบว่า ค่าน้ำหนักองค์ประกอบผ่านเกณฑ์ทุกค่า จากการคำนวณการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน โมเดลการวัดของตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ)

ตารางที่ 16 แสดงผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปร ปี 2560

ตัวแปร	Factor			R <sup>2</sup>
	b	SE	t	
<b>COM</b>				
LEV	0.49	0.00	2.56	0.24
GRO	0.49	0.08	5.84	0.24
SHD	0.73	0.02	4.93	0.54
SIZ	0.45	0.01	6.60	0.20
<b>CGC</b>				
CG1	0.74	0.00	2.56	0.55
CG2	0.43	0.04	9.89	0.18
CG3	0.74	0.04	16.55	0.54
CG4	0.94	0.05	19.60	0.88
CG5	0.90	0.05	18.64	0.81
CG6	0.80	0.04	17.88	0.63
CG7	0.73	0.04	16.34	0.53
CG8	0.54	0.03	16.24	0.29
<b>FMV</b>				
CAR	0.48	0.00	2.56	0.23
EPS	0.32	0.15	2.13	0.10
EVA	0.31	0.09	3.59	0.10
TBQ	0.58	0.19	2.98	0.34

หมายเหตุ |t| > 1.96 หมายถึง p < .05; |t| > 2.58 หมายถึง p < .01



จากตารางที่ 16 ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรปี 2560 พบว่าโมเดลการวัดตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุด เท่ากับ 0.73 รองลงมาคือ โครงสร้างเงินทุน (LEV) และอัตราการเจริญเติบโต (GRO) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.49 และขนาดของกิจการ (SIZ) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.45 เมื่อพิจารณาค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (SE) และค่าสถิติ t พบว่า น้ำหนักองค์ประกอบแต่ละค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 ส่วนค่าความเที่ยง ( $R^2$ ) ซึ่งเป็นค่าที่บอกสัดส่วนความแปรผันระหว่างตัวแปรสังเกตได้กับองค์ประกอบรวม (Communalities) พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) มีค่า  $R^2$  มากที่สุดเท่ากับ 0.54 รองลงมา คือ โครงสร้างเงินทุน (LEV) และอัตราการเจริญเติบโต (GRO) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.24 และขนาดของกิจการ (SIZ) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.20

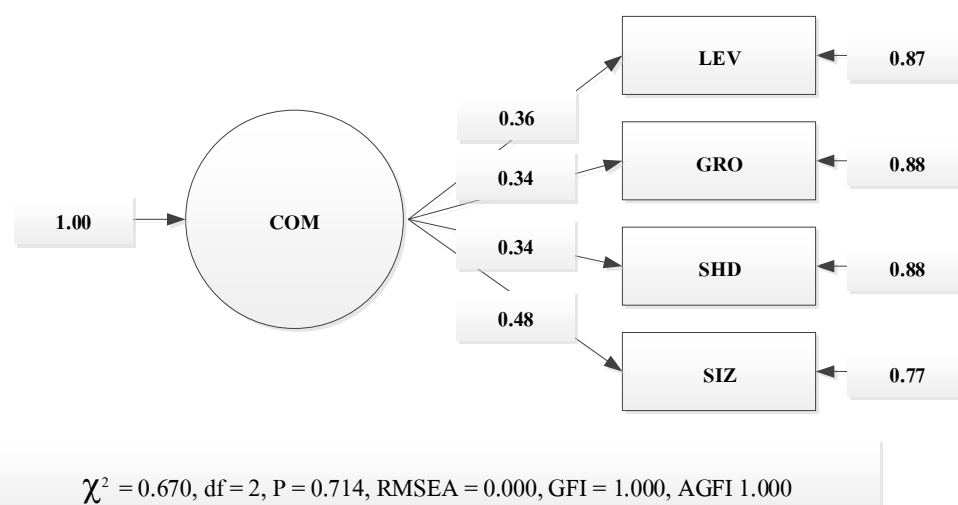
โมเดลการวัดตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) พบว่า การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุด เท่ากับ 0.94 รองลงมาคือ การส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (CG5) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.90 คู่มือให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) ค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.80 การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) และการเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (CG3) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.74 รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.73 การสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.54 และการกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.43 เมื่อพิจารณาค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (SE) และค่าสถิติ t พบว่า น้ำหนักองค์ประกอบแต่ละค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 ส่วนค่าความเที่ยง ( $R^2$ ) ซึ่งเป็นค่าที่บอกสัดส่วนความแปรผันระหว่างตัวแปรสังเกตได้กับองค์ประกอบรวม (Communalities) พบว่า การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) มี  $R^2$  มากที่สุดเท่ากับ 0.88 รองลงมาคือ การส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (CG5) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.81 คู่มือให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.63 การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.55 การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (CG3) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.54 รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) มี  $R^2$  เท่ากับ

0.53 การสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.29 และการกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.18

โมเดลการวัดตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) พบว่า อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุด เท่ากับ 0.58 รองลงมาคือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.48 อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.32 และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) ค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.31 เมื่อพิจารณาค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (SE) และค่าสถิติ t พบว่า น้ำหนักองค์ประกอบแต่ละค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 ส่วนค่าความเที่ยง ( $R^2$ ) ซึ่งเป็นค่าที่บอกลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้กับองค์ประกอบร่วม (Communalities) พบว่า อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ) มีค่า  $R^2$  มากที่สุดเท่ากับ 0.34 รองลงมาคือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.23 อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.10

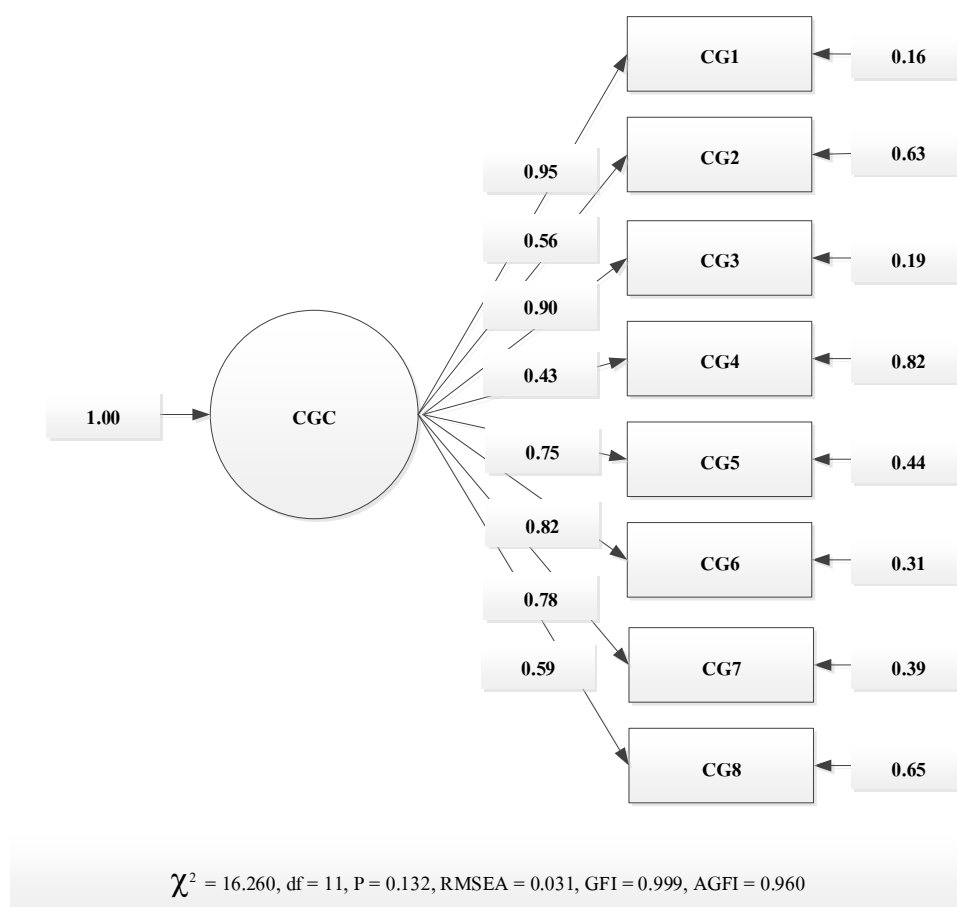
สรุปผลการวิเคราะห์โมเดลการวัด (Measurement Model) ปี 2560 โดยการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันในตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) และตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) พบว่า โมเดลสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์หลังจากปรับโมเดล โดยไม่มีการตัดตัวชี้วัดใดๆ ออกจากโมเดลการวัดค่าน้ำหนักองค์ประกอบ

### 3.2 การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน ปี 2561



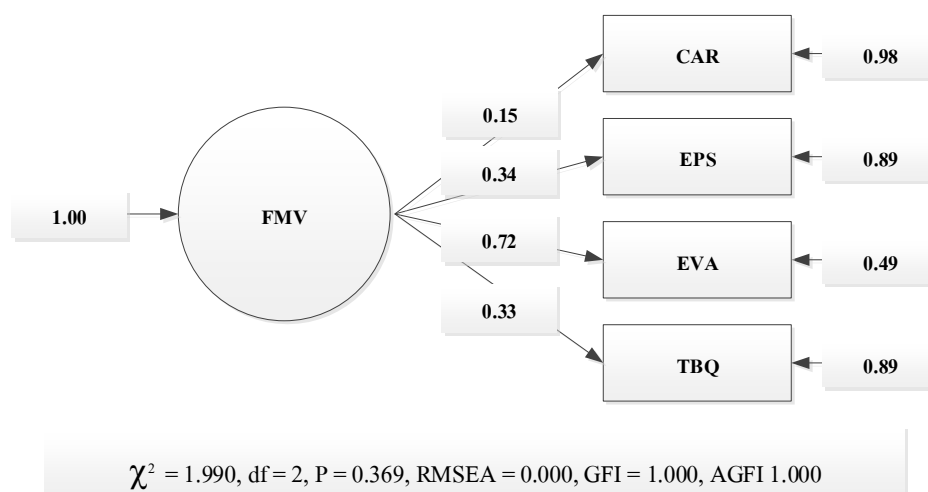
ภาพประกอบที่ 14 แสดงการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) ปี 2561

จากภาพประกอบที่ 14 การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) ปี 2561 ผลการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง โดยเฉพาะในส่วนของโมเดลการวัด มีข้อตกลงที่ยอมรับให้ความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันได้ ซึ่งตรงกับสภาพความเป็นจริง ผลการวิเคราะห์ พบว่า โมเดลการวัดคุณลักษณะบริษัท (COM) สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่าไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) เท่ากับ 0.670 ค่าองศาอิสระ (df) เท่ากับ 2 ค่าความน่าจะเป็นทางสถิติ (P) เท่ากับ 0.714 ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) เท่ากับ 0.000 ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 1.000 และค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) เท่ากับ 1.000 เมื่อพิจารณาในระดับตัวแปรพบว่า ค่าน้ำหนักองค์ประกอบผ่านเกณฑ์ทุกค่า จากการคำนวณการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน โมเดลการวัดของตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) ประกอบด้วย โครงสร้างเงินทุน (LEV) อัตราการเจริญเติบโต (GRO) โครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) และขนาดของกิจการ (SIZ)



ภาพประกอบที่ 15 แสดงการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ปี 2561

จากภาพประกอบที่ 15 การวิเคราะห์ห้อยค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ปี 2561 ผลการวิเคราะห์พบว่า โมเดลการวัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่าไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) เท่ากับ 16.260 ค่าองศาอิสระ (df) เท่ากับ 11 ค่าความน่าจะเป็นทางสถิติ (P) เท่ากับ 0.132 ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) เท่ากับ 0.031 ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 0.999 และค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) เท่ากับ 0.960 เมื่อพิจารณาในระดับตัวแปรพบว่า ค่าน้ำหนักองค์ประกอบผ่านเกณฑ์ทุกค่า จากการคำนวณการวิเคราะห์ห้อยค์ประกอบเชิงยืนยัน โมเดลการวัดของตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ประกอบด้วย การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (CG3) การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) การส่งเสริมวัฒนธรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (CG5) ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) และการสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8)



ภาพประกอบที่ 16 แสดงการวิเคราะห์ห้อยค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ปี 2561

จากภาพประกอบที่ 16 การวิเคราะห์ห้อยค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ปี 2561 ผลการวิเคราะห์พบว่า โมเดลการวัดมูลค่ากิจการ (FMV) สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่าไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) เท่ากับ 1.990 ค่าองศาอิสระ (df) เท่ากับ 2 ค่าความน่าจะเป็นทางสถิติ (P) เท่ากับ 0.369 ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) เท่ากับ 0.000 ค่าความ

สอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 1.000 และค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) เท่ากับ 1.000 เมื่อพิจารณาในระดับตัวแปรพบว่า ค่าน้ำหนักองค์ประกอบผ่านเกณฑ์ทุกค่า จากการคำนวณการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันโมเดลการวัดของตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ)

ตารางที่ 17 แสดงผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปร ปี 2561

ตัวแปร	Factor			R <sup>2</sup>
	b	SE	t	
<b>COM</b>				
LEV	0.36	0.00	2.56	0.13
GRO	0.34	0.11	3.19	0.12
SHD	0.34	0.11	3.18	0.12
SIZ	0.48	0.15	3.20	0.23
<b>CGC</b>				
CG1	0.95	0.00	2.56	0.90
CG2	0.56	0.04	13.70	0.31
CG3	0.90	0.03	34.10	0.81
CG4	0.43	0.05	9.50	0.18
CG5	0.75	0.03	22.12	0.56
CG6	0.82	0.03	26.08	0.67
CG7	0.78	0.03	24.30	0.61
CG8	0.59	0.04	15.19	0.35
<b>FMV</b>				
CAR	0.15	0.00	1.97	0.02
EPS	0.34	0.15	2.26	0.11
EVA	0.72	0.36	1.98	0.52
TBQ	0.33	0.15	2.25	0.11

หมายเหตุ |t| > 1.96 หมายถึง p < .05; |t| > 2.58 หมายถึง p < .01

จากตารางที่ 17 ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรปี 2561 พบว่าโมเดลการวัดตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) พบว่า ขนาดของกิจการ (SIZ) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุด เท่ากับ 0.48 รองลงมาคือ โครงสร้างเงินทุน (LEV) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.36 อัตราการเจริญเติบโต (GRO) และโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.34 เมื่อพิจารณาค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (SE) และค่าสถิติ  $t$  พบว่า น้ำหนักองค์ประกอบแต่ละค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 ส่วนค่าความเที่ยง ( $R^2$ ) ซึ่งเป็นค่าที่บอกสัดส่วนความแปรผันระหว่างตัวแปรสังเกตได้กับองค์ประกอบรวม (Communalities) พบว่า ขนาดของกิจการ (SIZ) มีค่า  $R^2$  มากที่สุดเท่ากับ 0.23 รองลงมาคือ โครงสร้างเงินทุน (LEV) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.13 อัตราการเจริญเติบโต (GRO) และโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.12

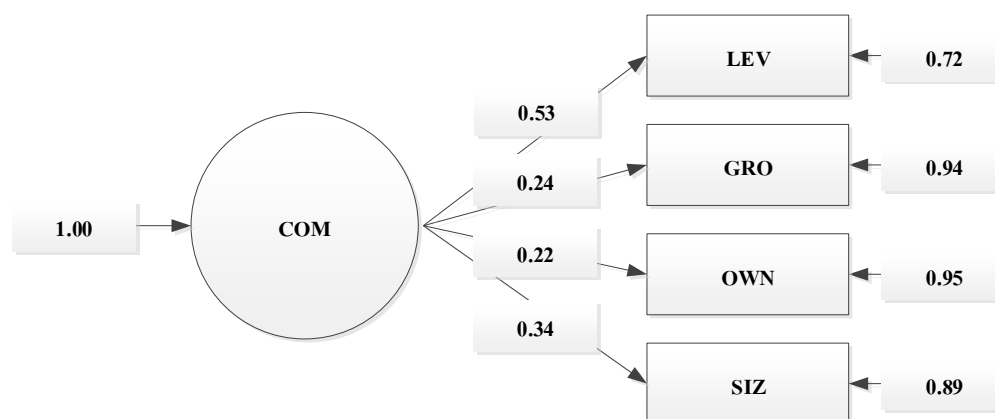
โมเดลการวัดตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) พบว่า การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุด เท่ากับ 0.95 รองลงมาคือ การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (CG3) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.90 การดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.82 การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.78 การส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (CG5) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.75 การสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.59 การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.56 และการสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.43 เมื่อพิจารณาค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (SE) และค่าสถิติ  $t$  พบว่า น้ำหนักองค์ประกอบแต่ละค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 ส่วนค่าความเที่ยง ( $R^2$ ) ซึ่งเป็นค่าที่บอกสัดส่วนความแปรผันระหว่างตัวแปรสังเกตได้กับองค์ประกอบรวม (Communalities) พบว่า การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) มี  $R^2$  มากที่สุดเท่ากับ 0.90 รองลงมาคือ การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (CG3) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.81 ส่วนการดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.67 การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.61 การส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (CG5) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.56 การสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.35

การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.31 และการสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.18

โมเดลการวัดตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุดเท่ากับ 0.72 รองลงมาคือ อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.34 อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.33 และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) ค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.15 เมื่อพิจารณาค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (SE) และค่าสถิติ  $t$  พบว่า น้ำหนักองค์ประกอบแต่ละค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 ค่าความเที่ยง ( $R^2$ ) ซึ่งเป็นค่าที่บ่งชี้สัดส่วนความแปรผันระหว่างตัวแปรสังเกตได้กับองค์ประกอบร่วม (Communalities) พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) มีค่า  $R^2$  มากที่สุดเท่ากับ 0.52 รองลงมาคือ อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.11 และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.02

สรุปผลการวิเคราะห์โมเดลการวัด (Measurement Model) โดยการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันในตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) และตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) พบว่า โมเดลสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์หลังจากปรับ โมเดล โดยไม่มีการตัดตัวชี้วัดใดๆ ออกจากโมเดล

### 3.3 การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบการวิเคราะห์ร่วม

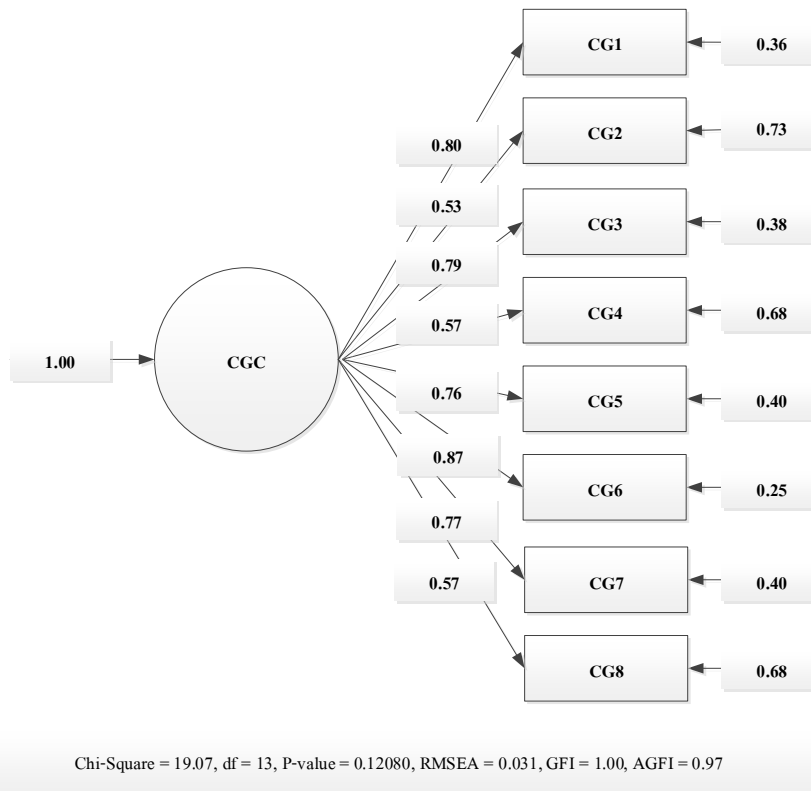


Chi-square = 2.65, df = 2, P-value = 0.26609, RMSEA = 0.026, GFI = 1.000, AGFI 0.99

ภาพประกอบที่ 17 แสดงการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันในตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM)

โมเดลรวม

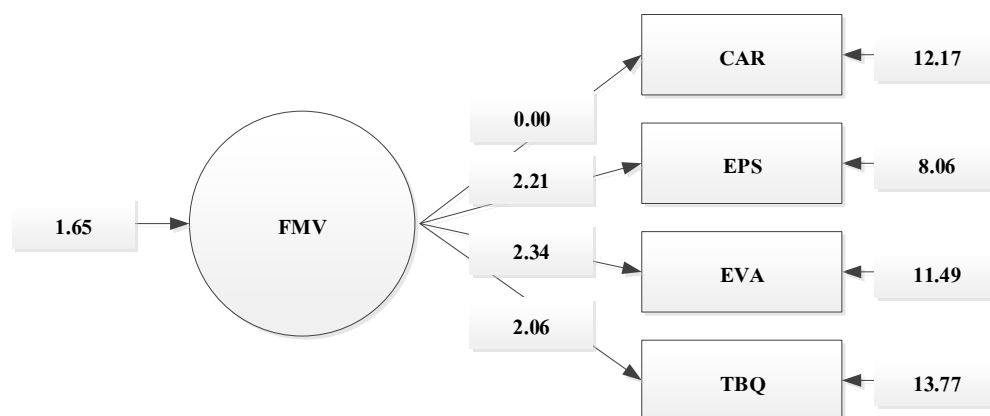
จากภาพประกอบที่ 17 การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) โมเดลรวม ผลการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง โดยเฉพาะในส่วนของโมเดลการวัดมี ข้อตกลงที่ขอมให้ความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันได้ ซึ่งตรงกับสภาพความเป็นจริง ผลจากการวิเคราะห์ พบว่า โมเดลการวัดคุณลักษณะบริษัท (COM) สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมี ค่าไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) เท่ากับ 2.65 องศาอิสระ (df) เท่ากับ 2 ส่งผลให้ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ (relative chi-square) ซึ่งหาได้จากสมการ  $\chi^2/df$  มีค่าไม่เกิน 2 ถือว่า ผ่านเกณฑ์ที่กำหนดคือ ต้องมีค่าไม่เกิน 2 ค่าความน่าจะเป็นทางสถิติ (P-value) เท่ากับ 0.26609 ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) เท่ากับ 0.026 ถือว่าผ่านเกณฑ์ที่กำหนดคือ ต้องมีค่าน้อยกว่า 0.05 ขณะเดียวกันเมื่อพิจารณาค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 1.00 ถือว่า ผ่านเกณฑ์ที่กำหนดคือ ต้องมีค่ามากกว่า 0.09 และค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) เท่ากับ 0.99 ถือว่าผ่านเกณฑ์ที่กำหนดคือ ต้องมีค่ามากกว่า 0.09 เมื่อพิจารณาในระดับตัวแปรพบว่า ค่าน้ำหนักองค์ประกอบผ่านเกณฑ์ทุกค่า จากการคำนวณการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน โมเดลการวัดของตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) ประกอบด้วย โครงสร้างเงินทุน (LEV) อัตราการเจริญเติบโต (GRO) โครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) และขนาดของกิจการ (SIZ)



ภาพประกอบที่ 18 แสดงการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) โมเดลรวม



จากภาพประกอบที่ 18 การวิเคราะห์ห้อยค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) โมเดลรวม ผลการวิเคราะห์พบว่า โมเดลการวัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่าไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) เท่ากับ 19.07 ค่าองศาอิสระ (df) เท่ากับ 13 ส่งผลให้ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ (relative chi-square) ซึ่งหาได้จากสมการ  $\chi^2/df$  มีค่าไม่เกิน 2 ถือว่าผ่านเกณฑ์ที่กำหนด คือ ต้องมีค่าไม่เกิน 2 ค่าความน่าจะเป็นทางสถิติ (P-value) เท่ากับ 0.12080 ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) เท่ากับ 0.031 ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 1.00 ถือว่าผ่านเกณฑ์ที่กำหนด คือ ต้องมากกว่า 0.9 และค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) เท่ากับ 0.97 ซึ่งถือว่าผ่านเกณฑ์ที่กำหนดคือ ต้องมีค่ามากกว่า 0.9 เมื่อพิจารณาในระดับตัวแปรพบว่า ค่าน้ำหนักองค์ประกอบผ่านเกณฑ์ทุกค่าจากการคำนวณการวิเคราะห์ห้อยค์ประกอบเชิงยืนยัน โมเดลการวัดของตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ประกอบด้วย การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ (CG3) การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) การส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม (CG5) ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) และการสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8)



Chi-Square = 1.52, df = 2, P-value = 0.46656, RMSEA = 0.000, GFI = 1.00, AGFI = 0.99

ภาพประกอบที่ 19 แสดงการวิเคราะห์ห้อยค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV)

โมเดลรวม

จากภาพประกอบที่ 19 การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) โมเดลรวม ผลการวิเคราะห์พบว่า โมเดลการวัดมูลค่ากิจการ (FMV) สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่าไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) เท่ากับ 1.52 ค่าองศาอิสระ (df) เท่ากับ 2 ส่งผลให้ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ (relative chi-square) ซึ่งหาได้จากสมการ  $\chi^2/df$  มีค่าไม่เกิน 2 ถือว่า ผ่านเกณฑ์ที่กำหนด คือ ต้องมีค่าไม่เกิน 2 ค่าความน่าจะเป็นทางสถิติ (P-value) เท่ากับ 0.46656 ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) เท่ากับ 0.000 ถือว่าผ่านเกณฑ์ที่กำหนดคือ ต้องมีค่าน้อยกว่า 0.05 ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 1.00 และค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) เท่ากับ 0.99 ซึ่งถือว่า ผ่านเกณฑ์ที่กำหนดคือ ต้องมีค่ามากกว่า 0.9 เมื่อพิจารณาในระดับตัวแปรพบว่า ค่าน้ำหนักองค์ประกอบผ่านเกณฑ์ทุกค่า จากการคำนวณการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน โมเดลการวัดของตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ)

ตารางที่ 18 แสดงผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันในตัวแปรแบบการวิเคราะห์พร้อม

ตัวแปร	Factor			R <sup>2</sup>
	b	SE	t	
<b>COM</b>				
LEV	0.53	0.00	2.56	0.28
GRO	0.24	0.11	2.14	0.06
SHD	0.22	0.11	2.05	0.05
SIZ	0.34	0.15	2.21	0.11
<b>CGC</b>				
CG1	0.80	0.00	2.56	0.64
CG2	0.53	0.05	11.27	0.28
CG3	0.79	0.04	21.68	0.62
CG4	0.57	0.05	12.45	0.32
CG5	0.76	0.04	17.53	0.58
CG6	0.87	0.04	20.02	0.75
CG7	0.77	0.04	19.02	0.59
CG8	0.57	0.04	14.20	0.32
<b>FMV</b>				
CAR	0.30	0.00	2.56	0.09
EPS	0.42	0.19	2.21	0.18
EVA	0.32	0.14	2.34	0.10
TBQ	0.23	0.11	2.06	0.05

หมายเหตุ |t| > 1.96 หมายถึง p < .05; |t| > 2.58 หมายถึง p < .01

จากตารางที่ 18 ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันในตัวแปรแบบการวิเคราะห์พร้อมพบว่า โมเดลการวัดตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) พบว่า โครงสร้างเงินทุน (LEV) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุด เท่ากับ 0.53 รองลงมาคือ ขนาดของกิจการ (SIZ) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.34 อัตราการเจริญเติบโต (GRO) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.24 และโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) ค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.22 เมื่อพิจารณาค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (SE) และค่าสถิติ t พบว่า น้ำหนักองค์ประกอบแต่ละค่าแตกต่างจาก 0

อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 ส่วนค่าความเที่ยง ( $R^2$ ) ซึ่งเป็นค่าที่บอกสัดส่วนความแปรผันระหว่างตัวแปรสังเกตได้กับองค์ประกอบร่วม (Communalities) พบว่า โครงสร้างเงินทุน (LEV) มีค่า  $R^2$  มากที่สุดเท่ากับ 0.28 รองลงมา คือ ขนาดของกิจการ (SIZ) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.11 อัตราการเจริญเติบโต (GRO) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.06 และโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.05

โมเดลการวัดตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) พบว่า คู่มือให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุด เท่ากับ 0.87 รองลงมาคือ การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) ค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.80 การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (CG3) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.79 รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ เท่ากับ 0.77 การส่งเสริมวัฒนธรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (CG5) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.76 การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) และการสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ เท่ากับ 0.57 และการกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็น ไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.53 เมื่อพิจารณาค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (SE) และค่าสถิติ t พบว่า น้ำหนักองค์ประกอบแต่ละค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 ส่วนค่าความเที่ยง ( $R^2$ ) ซึ่งเป็นค่าที่บอกสัดส่วนความแปรผันระหว่างตัวแปรสังเกตได้กับองค์ประกอบร่วม (Communalities) พบว่า คู่มือให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) มี  $R^2$  มากที่สุดเท่ากับ 0.75 รองลงมาคือ การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.64 การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (CG3) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.62 รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.59 การส่งเสริมวัฒนธรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (CG5) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.58 การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) และการสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.32 และการกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็น ไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) มี  $R^2$  เท่ากับ 0.28

โมเดลการวัดตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) พบว่า อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุด เท่ากับ 0.42 รองลงมาคือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) ค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.32 อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.30 และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.23 และเมื่อพิจารณาค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (SE) และค่าสถิติ t พบว่า น้ำหนักองค์ประกอบแต่ละค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 ส่วนค่าความเที่ยง ( $R^2$ ) ซึ่งเป็นค่าที่บอกสัดส่วนความแปรผันระหว่างตัวแปรสังเกตได้กับองค์ประกอบร่วม (Communalities) พบว่า อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่า  $R^2$  มากที่สุดเท่ากับ 0.18 รองลงมาคือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.10 อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.09 และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ) มีค่า  $R^2$  เท่ากับ 0.05

สรุปผลการวิเคราะห์โมเดลการวัด (Measurement Model) ปี 2560 โดยการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันในตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) และตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) พบว่า โมเดลสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์หลังจากปรับโมเดล โดยไม่มีการตัดตัวชี้วัดใดๆ ออกจากโมเดลการวัดค่าน้ำหนักองค์ประกอบ

#### ตอนที่ 4 การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง และการทดสอบสมมติฐาน

4.1 การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง และการทดสอบสมมติฐาน เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2560 โดยกำหนดสมมติฐานการวิจัยไว้ทั้งสิ้น 6 สมมติฐาน (แสดงในบทที่ 1) การวิเคราะห์สามารถอธิบายได้ ดังนี้

ตารางที่ 19 แสดงการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโมเดล ปี 2560

ตัวแปร	LEV	GRO	SHD	SIZ	CG1	CG2	CG3	CG4	CG5	CG6	CG7	CG8	EAR	CAR	EPS	EVA	TBQ
LEV	1.00																
GRO	0.05	1.00															
SHD	-0.06	-0.05	1.00														
SIZ	0.22	-0.02	-0.03	1.00													
CG1	-0.06	0.04	0.06	-0.10	1.00												
CG2	-0.05	-0.02	0.03	-0.06	0.42	1.00											
CG3	-0.04	-0.02	0.00	-0.06	0.55	0.56	1.00										
CG4	-0.04	0.02	0.01	-0.10	0.71	0.39	0.68	1.00									
CG5	-0.04	0.01	0.00	-0.09	0.66	0.43	0.58	0.79	1.00								
CG6	-0.06	0.05	-0.02	-0.07	0.57	0.36	0.60	0.66	0.72	1.00							
CG7	-0.03	0.04	0.01	-0.08	0.55	0.34	0.64	0.68	0.59	0.75	1.00						
CG8	-0.10	0.01	0.04	-0.08	0.70	0.37	0.44	0.50	0.49	0.38	0.50	1.00					
EAR	0.19	-0.04	-0.07	0.10	-0.08	-0.03	-0.01	-0.08	-0.06	-0.05	-0.08	-0.07	1.00				
CAR	0.25	-0.03	0.04	-0.19	0.07	0.02	0.03	0.00	0.01	0.04	0.03	0.02	0.20	1.00			
EPS	0.07	-0.03	0.03	0.28	-0.06	-0.06	-0.12	-0.05	-0.01	-0.03	-0.04	-0.03	0.09	0.08	1.00		
EVA	0.05	0.05	-0.05	0.18	-0.07	0.03	-0.02	-0.03	0.00	-0.03	-0.08	-0.04	0.28	0.05	0.10	1.00	
TBQ	0.04	-0.01	0.00	-0.10	0.05	0.04	0.08	0.09	0.12	0.10	0.09	0.03	0.13	0.28	-0.01	0.08	1.00
Mean	-0.0449	-0.0047	0.0005	0.0007	0.0002	-0.0004	0.0004	0.0007	0.0003	0.0007	-0.0012	-0.0009	-0.0019	0.0006	0.0010	-0.0002	-0.0003
SD	0.1382	0.9957	1.0010	1.0009	1.0010	1.0010	1.0010	1.0009	1.0010	1.0009	1.0007	1.0008	1.0002	1.0009	1.0008	1.0010	1.0010

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้เกี่ยวกับอิทธิพลคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนตัวแปรประกอบด้วย ตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) จำนวน 4 ตัวแปร ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) จำนวน 8 ตัวแปร ตัวแปรการจัดการกำไร (EAR) จำนวน 1 ตัวแปร โดยใช้สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าตั้งแต่ -0.19 ถึง 0.79 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $p < 0.01$ ) ทุกคู่โดยความสัมพันธ์ของตัวแปรมีทั้งหมดจำนวน 136 คู่ แสดงผลการวิเคราะห์ดังตารางที่ 19

การวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลและการทดสอบสมมติฐาน โดยทำการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยนำเสนอผลการวิเคราะห์โมเดลอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ การวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลตามโมเดลสมการโครงสร้าง ประกอบด้วยตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) และตัวแปรการจัดการกำไร (EAR) และการปรับโมเดลเพื่อให้กรอบแนวคิดสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยยอมให้ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Variance) มีความสัมพันธ์กันได้ตามความเป็นจริง ค่าความคลาดเคลื่อนที่มีความสัมพันธ์กันแสดงรายละเอียดของการวิเคราะห์ได้ดังนี้

ตารางที่ 20 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐาน และค่า t-value ของโมเดล ปี 2560 (n = 468) (ก่อนปรับโมเดล)

Path Diagram	Path Coefficients	Standard Errors	t-values
GAMMA			
COM→CGC	-0.04	0.09	0.46
COM→EAR	0.55***	0.08	6.90
COM→FMV	0.06	0.06	1.05

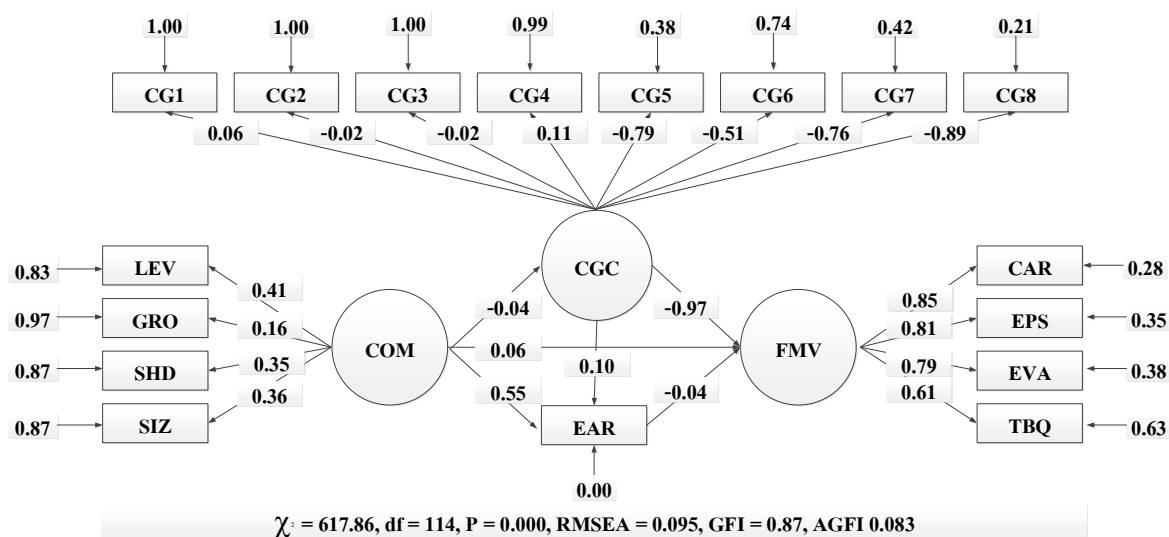
ตารางที่ 20 (ต่อ)

Path Diagram	Path Coefficients	Standard Errors	t-values
BETA			
CGC → FMV	-0.97	0.72	1.34
CGC → EAR	-0.04	0.04	0.86
EAR → FMV	0.10	0.09	1.09

หมายเหตุ: Path Diagram คือแผนภาพเส้นทาง, Path Coefficients คือ สัมประสิทธิ์เส้นทาง

\* หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 (1.960 <math>\leq</math> t-value <math>< 2.576</math>)

\*\* หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 (t-value <math>\leq</math> 2.576)



ภาพประกอบที่ 20 แสดงโมเดลสมการโครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ปี 2560 (ก่อนปรับโมเดล)



จากตารางที่ 20 และภาพประกอบที่ 20 ผลการวิเคราะห์ความกลมกลืนของรูปแบบโครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ พบว่า ค่าสถิติไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 617.86 ค่าองศาอิสระ (df) มีค่าเท่ากับ 114 มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value of  $\chi^2$ ) 0.000 (ตามมาตรฐานต้องมีค่ามากกว่า 0.05) ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 5.42 ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์มาตรฐานที่กำหนด (ตามมาตรฐานไม่ควรเกิน 2) เมื่อพิจารณาค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.095 ซึ่งไม่ผ่านที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าน้อยกว่า 0.05) ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.87 ซึ่งไม่ผ่านที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.90 ขึ้นไป) ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) มีค่าเท่ากับ 0.083 ซึ่งไม่ผ่านที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.90 ขึ้นไป) กล่าวโดยสรุป พบว่า โมเดลไม่สอดคล้องกลมกลืน ผลการวิเคราะห์กรอบแนวคิดที่สร้างตามสมมติฐาน (Hypothesized Model) ต้องมีการปรับโมเดลโดยยอมให้ความคลาดเคลื่อนของตัวแปรสังเกตได้มีความสัมพันธ์กันได้ ทั้งนี้เพื่อให้ข้อมูลสอดคล้องตรงกับสภาพความเป็นจริงของตัวแปรต่างๆ ซึ่งสัมพันธ์กันได้ ผู้วิจัยจึงปรับโมเดลเพื่อให้สมมติฐานสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ต่อไป

การตรวจสอบความสอดคล้องของรูปแบบโครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (หลังปรับโมเดล)

จากการปรับโมเดล ผลการวิเคราะห์โมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ แสดงได้ดังตารางที่ 21 และภาพประกอบที่ 21

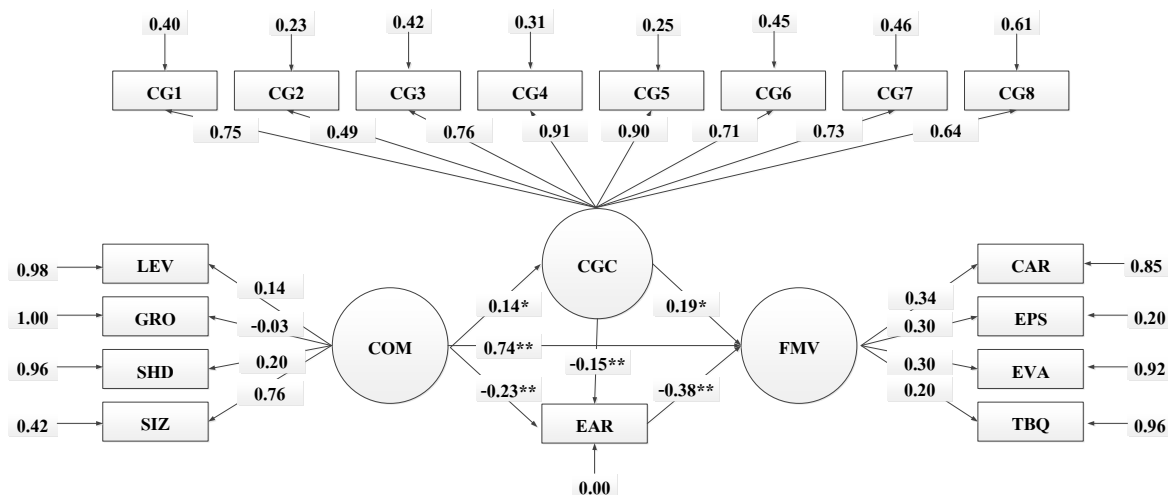
ตารางที่ 21 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐาน และค่า t-value ของโมเดล ปี 2560 (n = 468) (หลังปรับโมเดล)

Path Diagram	Path Coefficients	Standard Errors	t-values
GAMMA			
COM → CGC	0.14*	0.06	2.24
COM → EAR	-0.23**	0.07	3.47
COM → FMV	0.74**	0.16	4.64
BETA			
CGC → FMV	0.19*	0.09	2.06
CGC → EAR	-0.15**	0.05	3.26
EAR → FMV	-0.38**	0.11	3.37

หมายเหตุ: Path Diagram คือแผนภาพเส้นทาง, Path Coefficients คือสัมประสิทธิ์เส้นทาง

\* หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 (1.960  $\leq$  t-value < 2.576),

\*\* หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 (t-value  $\geq$  2.576)



$\chi^2 = 90.200$ ,  $df = 70$ ,  $\chi^2 = 1.289$ ,  $P\text{-value} = 0.053$ ,  $CFI = 1.000$ ,  $GFI = 0.980$ ,  $RMSEA = 0.024$ ,  $SRMR = 0.027$ ,  $NFI = 0.980$ ,  $NNFI = 0.990$ ,  $CN = 534.30$

ภาพประกอบที่ 21 แสดงโมเดลสมการโครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ปี 2560 (หลังปรับโมเดล)

จากตารางที่ 21 และภาพประกอบที่ 21 ผลการทดสอบความกลมกลืนของรูปแบบโครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ พบว่า ค่าสถิติไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 90.200 ค่าองศาอิสระ (df) มีค่าเท่ากับ 70 มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value of  $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.053 (ตามมาตรฐานต้องมีค่ามากกว่า 0.05) ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 1.289 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานไม่ควรเกิน 2) เมื่อพิจารณาค่าดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (CFI) มีค่าเท่ากับ 1.000 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.90 ขึ้นไป) ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.980 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.90 ขึ้นไป) ดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) มีค่าเท่ากับ 0.950 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.90 ขึ้นไป) ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.024 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าน้อยกว่า 0.05) ค่ารากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.027 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าน้อยกว่า 0.05) กล่าวโดยสรุป พบว่า โมเดลสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลตามโมเดลสมการโครงสร้างหลังปรับโมเดลแสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นำเสนอผลการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ส่วน คือ (1) โมเดลการวัด (Measurement Model) และ (2) โมเดลโครงสร้าง (Structural Model) แสดงได้ดังตารางที่ 21 และภาพประกอบที่ 21

1. ผลการวิเคราะห์โมเดลการวัด (Measurement Model) ในโมเดลสมการโครงสร้างหลังปรับโมเดลแสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า

1.1. ตัวแปรองค์ประกอบที่สามารถอธิบายคุณลักษณะบริษัท (COM) ได้ดีที่สุด คือ ขนาดของกิจการ (SIZ) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุดเท่ากับ 0.76 รองลงมา คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.20 โครงสร้างเงินทุน (LEV) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.14 และอัตราการเจริญเติบโต (GRO) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ -0.03

1.2. ตัวแปรองค์ประกอบที่สามารถอธิบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ได้ดีที่สุด คือ การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบมากที่สุดเท่ากับ 0.91 รองลงมาคือ การส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่าง

มีความรับผิดชอบ (CG5) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.90 การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (CG3) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.76 การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการในฐานะผู้บังคับการที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.75 การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.73 การดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.71 การสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.64 และการกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.49

1.3. ตัวแปรองค์ประกอบที่สามารถอธิบายมูลค่ากิจการ (FMV) ได้ดีที่สุดคือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุดเท่ากับ 0.34 รองลงมาคือ อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.30 และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.20

2. ผลการวิเคราะห์โมเดลโครงสร้าง (Structural Model) หลังปรับ โมเดลและผลการทดสอบสมมติฐานรูปแบบโครงสร้างอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยดำเนินการสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย ดังนี้

วัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 1 คุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ ปี 2560 พบว่า

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี พบว่า คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p < 0.05$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวก ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลเท่ากับ 0.14

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร พบว่า คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p < 0.01$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบ ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ -0.23

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ พบว่า คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p < 0.01$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวก ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ 0.74

วัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 2 การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ ปี 2560 พบว่า

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 4 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p < 0.01$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบ ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลเท่ากับ -0.15

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 5 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p < 0.05$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวก ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ 0.19

วัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 3 การจัดการกำไรส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ปี 2560 พบว่า

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 6 การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ พบว่า การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p < 0.01$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบ ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ -0.38

การเปรียบเทียบค่าสถิติความสอดคล้องของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ระหว่างโมเดลตามสมมติฐาน (Hypothesized Model) และโมเดลที่ปรับใหม่ (Modified Model) เมื่อนำผลการวิเคราะห์ทั้งสองโมเดลมาเปรียบเทียบกัน พบว่า หลังจากปรับโมเดลตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์สถิติด้วยโปรแกรมลิสเรล ซึ่งยอมให้ความคลาดเคลื่อน (Error Variance) มีความสัมพันธ์กันได้ (นงลักษณ์ วิรัชชัย, 2542, หน้า 312) ส่งผลให้โมเดลที่ปรับใหม่มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ แสดงได้ดังตารางที่ 22

ตารางที่ 22 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดล ปี 2560 (หลังปรับโมเดล)

ดัชนีความกลมกลืน	เกณฑ์	ค่าดัชนีที่วัดได้	ผลการพิจารณา
$\chi^2/df$	< 2.00	1.289	ผ่านเกณฑ์
CFI	$\geq 0.90$	1.000	ผ่านเกณฑ์
GFI	$\geq 0.90$	0.980	ผ่านเกณฑ์
AGFI	$\geq 0.90$	0.950	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.05	0.024	ผ่านเกณฑ์
SRMR	< 0.05	0.024	ผ่านเกณฑ์
NFI	$\geq 0.90$	0.980	ผ่านเกณฑ์
NNFI	$\geq 0.90$	0.990	ผ่านเกณฑ์
Critical N	> 200	534.30	ผ่านเกณฑ์

ผลการทดสอบสมมติฐานจากโมเดลที่ปรับแล้ว โดยการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงอิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวมระหว่างตัวแปรแฝงต่างๆ ของโมเดลคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2560 แสดงได้ดังตาราง 23

ตารางที่ 23 แสดงผลการวิเคราะห์เส้นทางโมเดลสมการ โครงสร้างตามสมมติฐานโมเดลปี 2560

ตัวแปร	CGC			EAR			FMV		
	TE	DE	IE	TE	DE	IE	TE	DE	IE
COM	0.14*	0.14*	-	-0.26**	-0.23**	-0.03*	0.86**	0.74**	0.12**
	(0.06)	(0.06)		(0.07)	(0.07)	(0.01)	(0.17)	(0.16)	(0.04)
CGC				-0.15**	-0.15**	-	0.25*	0.19*	0.06*
				(0.05)	(0.05)		(0.10)	(0.09)	(0.03)
EAR							-0.38**	-0.38**	-
							(0.11)	(0.11)	
ตัวแปรสังเกตได้	CGC	EAR	FMV						
$R^2$	0.02	0.07	0.74						

$\chi^2 = 90.200$ ,  $df = 70$ ,  $\chi^2/2 = 1.289$ ,  $P\text{-value} = 0.053$ ,  $CFI = 1.000$ ,  $GFI = 0.980$ ,  $AGFI = 0.950$ ,

$RMSEA = 0.024$ ,  $SRMR = 0.027$ ,  $NFI = 0.980$ ,  $NNFI = 0.990$ ,  $CN = 534.30$

หมายเหตุ \* $p < .05$ , \*\* $p < .01$  อิทธิพลรวม (TE) อิทธิพลทางตรง (DE) และอิทธิพลทางอ้อม (IE)

จากตาราง 23 พบว่า คุณลักษณะบริษัท (COM) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.14 และมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.74 และมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร (EAR) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.23 นอกจากนี้คุณลักษณะบริษัท (COM) มีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.12 โดยผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) และมีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร (EAR) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.03 โดยผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC)

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.19 และมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร (EAR) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.15 นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) มีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.06 โดยผ่านตัวแปรการจัดการกำไร (EAR)

การจัดการกำไร (EAR) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.38

4.2 การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง และการทดสอบสมมติฐาน เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2561 โดยกำหนดสมมติฐานการวิจัยไว้ทั้งสิ้น 6 สมมติฐาน (แสดงในบทที่ 1) การวิเคราะห์สามารถอธิบายได้ ดังนี้

ตารางที่ 24 แสดงการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโมเดล ปี 2561

ตัวแปร	LEV	GRO	SHD	SIZ	CG1	CG2	CG3	CG4	CG5	CG6	CG7	CG8	EAR	CAR	EPS	EVA	TBQ
LEV	1.00																
GRO	-0.07	1.00															
SHD	0.03	0.06	1.00														
SIZ	0.17	-0.02	0.04	1.00													
CG1	0.05	-0.04	-0.05	0.17	1.00												
CG2	0.01	0.00	0.00	0.19	0.53	1.00											
CG3	0.03	-0.04	-0.07	0.20	0.76	0.46	1.00										
CG4	-0.02	0.02	0.05	0.21	0.31	0.25	0.37	1.00									
CG5	-0.01	-0.02	-0.03	0.19	0.72	0.50	0.67	0.30	1.00								
CG6	0.03	-0.02	-0.06	0.13	0.76	0.34	0.71	0.35	0.51	1.00							
CG7	0.11	-0.01	-0.05	0.11	0.72	0.40	0.70	0.36	0.52	0.66	1.00						
CG8	0.04	-0.04	-0.06	0.14	0.57	0.33	0.51	0.25	0.55	0.33	0.49	1.00					
EAR	0.10	0.01	0.06	0.33	0.05	0.04	0.05	-0.03	0.10	0.00	-0.07	0.02	1.00				
CAR	0.02	-0.07	-0.01	0.05	0.01	0.14	-0.01	-0.04	-0.03	0.01	-0.03	0.00	-0.03	1.00			
EPS	-0.01	0.00	0.04	0.32	-0.02	0.06	-0.03	-0.05	0.02	-0.08	-0.07	0.04	0.12	0.00	1.00		
EVA	0.02	0.08	-0.01	0.17	0.06	0.09	0.11	0.03	0.07	0.04	-0.01	0.08	0.29	0.00	0.08	1.00	
TBQ	0.03	0.00	0.11	-0.12	-0.10	-0.06	-0.12	-0.06	-0.09	-0.10	-0.08	-0.08	0.17	-0.02	0.00	0.04	1.00
Mean	1.72	1.49	2.84	6.91	0.22	0.08	0.25	0.05	0.19	0.21	0.19	0.22	2.17	1.54	1.43	9.23	0.83
SD	5.69	3.68	1.72	0.73	0.15	0.11	0.17	0.09	0.16	0.16	0.13	0.16	1.25	3.19	4.00	1.15	0.93



ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้เกี่ยวกับอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนตัวแปรประกอบด้วย ตัวแปรลักษณะบริษัท (COM) จำนวน 4 ตัวแปร ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) จำนวน 8 ตัวแปร การจัดการกำไร (EAR) จำนวน 1 ตัวแปร และตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) จำนวน 4 ตัวแปร โดยใช้สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าตั้งแต่ -0.12 ถึง 0.76 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $p < 0.01$ ) ทุกคู่โดยความสัมพันธ์ของตัวแปรมีทั้งหมดจำนวน 136 คู่ แสดงผลการวิเคราะห์ดังตารางที่ 24

การวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลและการทดสอบสมมติฐาน โดยทำการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยนำเสนอผลการวิเคราะห์โมเดลอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ การวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลตามโมเดลสมการโครงสร้าง ประกอบด้วยตัวแปร คุณลักษณะของบริษัท (COM) ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) และตัวแปรการจัดการกำไร (EAR) และการปรับโมเดลเพื่อให้กรอบแนวคิดสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยยอมให้ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Variance) มีความสัมพันธ์กันได้ตามความเป็นจริง ค่าความคลาดเคลื่อนที่มีความสัมพันธ์กันแสดงรายละเอียดของการวิเคราะห์ได้ดังนี้

ตารางที่ 25 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐาน และค่า t-value ของโมเดล ปี 2561 (n = 468) (ก่อนปรับโมเดล)

Path Diagram	Path Coefficients	Standard Errors	t-values
GAMMA			
COM→CGC	0.06	0.14	0.41
COM→EAR	0.91**	0.26	3.51
COM→FMV	-0.38	1.15	0.33

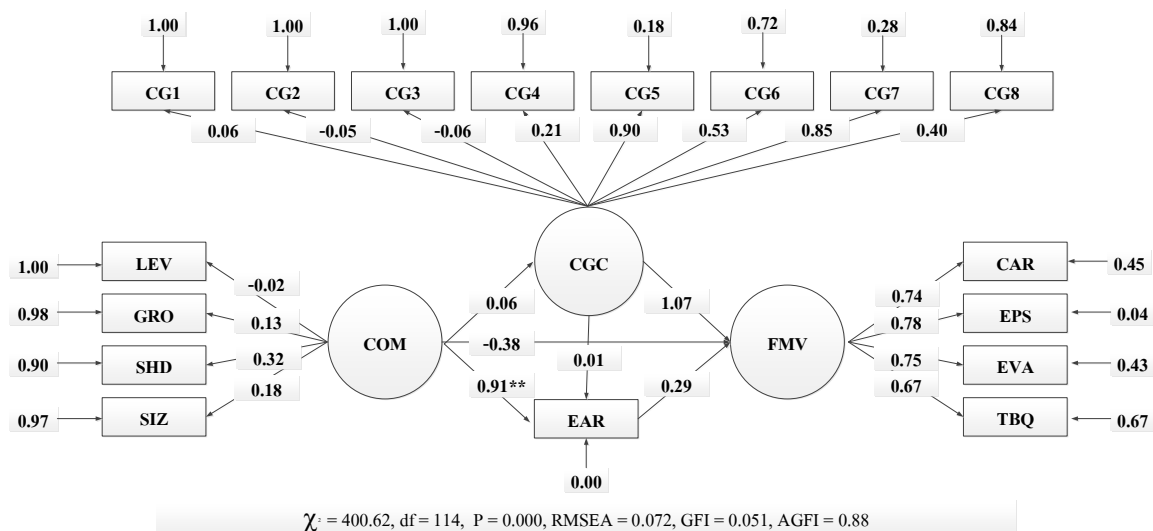
ตารางที่ 25 (ต่อ)

Path Diagram	Path Coefficients	Standard Errors	t-values
BETA			
CGC → FMV	1.07	0.89	1.21
CGC → EAR	0.01	0.11	0.11
EAR → FMV	0.29	1.41	0.26

หมายเหตุ: Path Diagram คือแผนภาพเส้นทาง, Path Coefficients คือสัมประสิทธิ์เส้นทาง

\* หมายถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ( $1.960 \leq t\text{-value} < 2.576$ )

\*\* หมายถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ( $t\text{-value} \geq 2.576$ )



ภาพประกอบที่ 22 แสดงโมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ปี 2561 (ก่อนปรับโมเดล)

จากตารางที่ 25 และภาพประกอบที่ 22 ผลการทดสอบวิเคราะห์ความกลมกลืนของรูปแบบโครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ พบว่า ค่าสถิติไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 400.62 ค่าองศาอิสระ (df) มีค่าเท่ากับ 114 มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value of  $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.000 (ตามมาตรฐานต้องมีค่ามากกว่า 0.05) ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 3.51 ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์มาตรฐานที่กำหนด (ตามมาตรฐานไม่ควรเกิน 2) เมื่อพิจารณาค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.072 ซึ่งไม่ผ่านเกณฑ์ที่กำหนด

(ตามมาตรฐานควรมีค่าน้อยกว่า 0.05) ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.081 ซึ่งไม่ผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.9 ขึ้นไป) ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) มีค่าเท่ากับ 0.88 (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.9 ขึ้นไป) กล่าวโดยสรุปผลการวิเคราะห์กรอบแนวคิดที่สร้างตามสมมติฐาน (Hypothesized Model) ต้องมีการปรับโมเดล โดยยอมให้ความคลาดเคลื่อนของตัวแปรสังเกตได้มีความสัมพันธ์กันได้ ทั้งนี้เพื่อให้ข้อมูลสอดคล้องตรงกับสภาพความเป็นจริงของตัวแปรต่างๆ ซึ่งสัมพันธ์กันได้ ผู้วิจัยจึงปรับโมเดลเพื่อให้สมมติฐานสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ต่อไป ค่ารากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.027 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าน้อยกว่า 0.05) กล่าวโดยสรุป พบว่า โมเดลสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

การตรวจสอบความสอดคล้องของรูปแบบโครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (หลังปรับโมเดล)

จากการปรับโมเดล ผลการวิเคราะห์โมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ แสดงดังตารางที่ 26 และภาพประกอบที่ 23

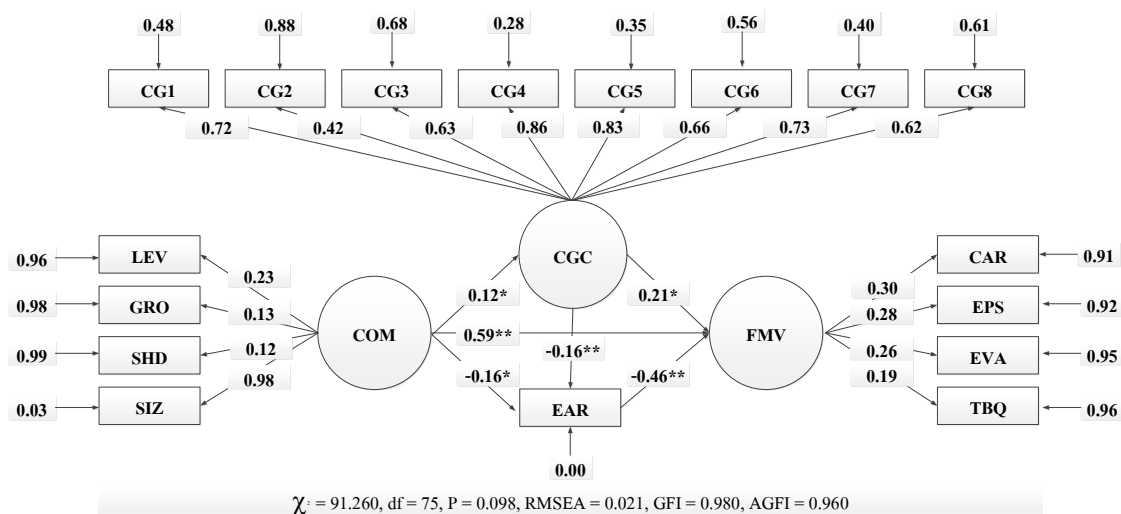
ตารางที่ 26 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐาน และค่า t-value ของโมเดล ปี 2561 (n = 468) (หลังปรับโมเดล)

Path Diagram	Path Coefficients	Standard Errors	t-values
GAMMA			
COM→CGC	0.12*	0.06	1.96
COM→EAR	-0.16*	0.07	2.40
COM→FMV	0.59**	0.22	2.72
BETA			
CGC →FMV	0.21*	0.10	2.01
CGC →EAR	-0.16**	0.05	3.33
EAR →FMV	-0.46**	0.12	3.92

หมายเหตุ: Path Diagram คือแผนภาพเส้นทาง, Path Coefficients คือสัมประสิทธิ์เส้นทาง

\* หมายถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 (1.960  $\leq$  t-value < 2.576)

\*\* หมายถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 (t-value  $\geq$  2.576)



ภาพประกอบที่ 23 แสดงโมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ปี 2561 (หลังปรับโมเดล)

จากตารางที่ 26 และภาพประกอบที่ 23 ผลการวิเคราะห์ความกลมกลืนของรูปแบบโครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ พบว่า ค่าสถิติไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 91.260 ค่าองศาอิสระ ( $df$ ) มีค่าเท่ากับ 75 มีนัยสำคัญทางสถิติ ( $p$ -value of  $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.098 (ตามมาตรฐานต้องมีค่ามากกว่า 0.05) ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 1.217 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานไม่ควรเกิน 2) เมื่อพิจารณาค่าดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (CFI) มีค่าเท่ากับ 1.000 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.90 ขึ้นไป) ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.980 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.9 ขึ้นไป) ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) มีค่าเท่ากับ 0.960 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.9 ขึ้นไป) ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.021 (ตามมาตรฐานควรมีค่าน้อยกว่า 0.05)

ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลตามโมเดลสมการโครงสร้างหลังปรับโมเดลแสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นำเสนอผลการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ส่วน คือ (1) โมเดลการวัด (Measurement Model) และ (2) โมเดลโครงสร้าง (Structural Model) แสดงดังตารางที่ 26 และภาพประกอบที่ 23

1. ผลการวิเคราะห์โมเดลการวัด (Measurement Model) ในโมเดลสมการโครงสร้าง หลังปรับโมเดลแสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไร ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า

1.1. ตัวแปรองค์ประกอบที่สามารถอธิบายคุณลักษณะบริษัท (COM) ได้ดีที่สุด คือ ขนาดของกิจการ (SIZ) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุดเท่ากับ 0.98 รองลงมา คือ โครงสร้างเงินทุน (LEV) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.23 อัตราการเจริญเติบโต (GRO) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ เท่ากับ 0.13 และ โครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ เท่ากับ 0.12

1.2. ตัวแปรองค์ประกอบที่สามารถอธิบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ได้ดีที่สุด คือ การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) มีค่าน้ำหนัก องค์ประกอบมากที่สุดเท่ากับ 0.86 รองลงมาคือ การส่งเสริมวัฒนธรรมและการประกอบธุรกิจอย่าง มีความรับผิดชอบ (CG5) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.83 การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.73 การตระหนักถึงบทบาทและ ความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.72 การดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุม ภายในที่เหมาะสม (CG6) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.66 การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มี ประสิทธิภาพ (CG3) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.63 การสนับสนุนการมีส่วนร่วมและ การสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.62 และการกำหนดวัตถุประสงค์ และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.42

1.3. ตัวแปรองค์ประกอบที่สามารถอธิบายมูลค่ากิจการ (FMV) ได้ดีที่สุดคือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุดเท่ากับ 0.30 รองลงมาคือ อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.28 มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐกิจ (EVA) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.26 และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ เท่ากับ 0.20

2. ผลการวิเคราะห์โมเดลโครงสร้าง (Structural Model) หลังปรับโมเดลและผลการ ทดสอบสมมติฐานรูปแบบโครงสร้างอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และ การจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยดำเนินการสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย ดังนี้

วัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 1 คุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ ปี 2561 พบว่า

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี พบว่า คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p < 0.05$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวก ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ 0.12

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร พบว่า คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p < 0.01$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบ ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ -0.16

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ พบว่า คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p < 0.01$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวก ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ 0.59

วัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 2 การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ ปี 2561 พบว่า

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 4 การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p < 0.01$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบ ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ -0.16

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 5 การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p < 0.05$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวก ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ 0.21

วัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 3 การจัดการกำไรส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2560 พบว่า

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 6 การจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ พบว่า การจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p < 0.01$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบ ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ -0.46

การเปรียบเทียบค่าสถิติความสอดคล้องของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ระหว่างโมเดลตามสมมติฐาน (Hypothesized Model) และ โมเดลที่ปรับเปลี่ยน (Modified Model) เมื่อนำผลการวิเคราะห์ทั้งสองโมเดลมาเปรียบเทียบกัน พบว่า หลังจากปรับโมเดลตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์สถิติด้วยโปรแกรมลิสเรล ซึ่งยอมให้ความคลาดเคลื่อน (Error Variance) มีความสัมพันธ์กันได้ (นงลักษณ์ วิรัชชัย, 2542, หน้า 312) ส่งผลให้โมเดลที่ปรับเปลี่ยนมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ แสดงได้ดังตารางที่ 27

ตารางที่ 27 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดล ปี 2561 (หลังปรับโมเดล)

ดัชนีความกลมกลืน	เกณฑ์	ค่าดัชนีที่วัดได้	ผลการพิจารณา
$\chi^2/df$	< 2.00	1.217	ผ่านเกณฑ์
GFI	$\geq 0.95$	0.980	ผ่านเกณฑ์
AGFI	$\geq 0.90$	0.960	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.05	0.021	ผ่านเกณฑ์
NFI	$\geq 0.90$	0.980	ผ่านเกณฑ์
NNFI	$\geq 0.90$	0.990	ผ่านเกณฑ์
CFI	$\geq 0.90$	1.000	ผ่านเกณฑ์
SRMR	< 0.05	0.027	ผ่านเกณฑ์
Critical N	> 200	555.20	ผ่านเกณฑ์

ผลการทดสอบสมมติฐานจากโมเดลที่ปรับแล้ว โดยการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงอิทธิพลทางอ้อมและอิทธิพลรวมระหว่างตัวแปรแฝงต่างๆ ของโมเดลคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2561 แสดงได้ดังตารางที่ 28

ตารางที่ 28 แสดงผลการวิเคราะห์เส้นทางโมเดลสมการโครงสร้างตามสมมติฐานโมเดลปี 2561

ตัวแปร	CGC			EAR			FMV		
	TE	DE	IE	TE	DE	IE	TE	DE	IE
COM	0.12*	0.12*	-	-0.18**	-0.16*	-0.02	0.70**	0.59**	0.11**
	(0.06)	(0.06)		(0.07)	(0.07)	(0.01)	(0.24)	(0.22)	(0.04)
CGC				-0.16**	-0.16**	-	0.28*	0.21*	0.07*
				(0.05)	(0.05)		(0.11)	(0.10)	(0.03)
EAR							-0.46**	-0.46**	-
							(0.12)	(0.12)	
ตัวแปรสังเกตได้	CGC	EAR	FMV						
R <sup>2</sup>	0.01	0.06	0.78						

$\chi^2 = 91.260$ ,  $df = 75$ ,  $\chi^2/2 = 1.217$ ,  $P\text{-value} = 0.098$ ,  $GFI = 0.980$ ,  $AGFI = 0.960$ ,  $NFI = 0.980$ ,  $NNFI = 0.990$ ,  $CFI = 1.000$ ,  $RMSEA = 0.021$ ,  $SRMR = 0.027$ ,  $CN = 555.20$

หมายเหตุ \* $p < .05$ , \*\* $p < .01$  อธิธิพลรวม (TE) อธิธิพลทางตรง (DE) และอธิธิพลทางอ้อม (IE)

จากตารางที่ 28 พบว่า คุณลักษณะบริษัท (COM) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.12 และตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.59 และมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อตัวแปรการจัดการกำไร (EAR) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.16 นอกจากนี้ตัวแปรลักษณะบริษัท (COM) มีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.11 โดยผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) และมีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร (EAR) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.02 โดยผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC)

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.21 และมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร (EAR) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.16 นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) มีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางบวกมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.07 โดยผ่านตัวแปรการจัดการกำไร (EAR)

การจัดการกำไร (EAR) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.46



4.3 การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง และการทดสอบสมมติฐาน เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโมเดลรวม โดยกำหนดสมมติฐานการวิจัยไว้ทั้งสิ้น 6 สมมติฐาน (แสดงในบทที่ 1) การวิเคราะห์สามารถอธิบายได้ ดังนี้

**ตารางที่ 29** แสดงการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร การทดสอบความสัมพันธ์รวม

ตัวแปร	LEV	GRO	SHD	SIZ	CG1	CG2	CG3	CG4	CG5	CG6	CG7	CG8	EAR	CAR	EPS	EVA	TBQ
LEV	1.00																
GRO	0.42	1.00															
SHD	0.69	0.41	1.00														
SIZ	0.42	0.29	0.40	1.00													
CG1	0.62	0.42	0.58	0.47	1.00												
CG2	0.70	0.28	0.70	0.37	0.52	1.00											
CG3	0.62	0.33	0.63	0.48	0.56	0.66	1.00										
CG4	0.60	0.29	0.43	0.29	0.46	0.34	0.44	1.00									
CG5	0.08	0.15	0.02	0.03	0.01	0.04	0.01	0.03	1.00								
CG6	-0.04	-0.04	-0.07	-0.05	0.01	-0.06	-0.08	0.00	0.04	1.00							
CG7	0.02	0.09	0.07	0.06	0.05	0.06	0.00	0.01	0.00	0.12	1.00						
CG8	-0.05	-0.05	-0.06	0.04	-0.03	-0.01	-0.03	-0.05	0.03	0.00	0.10	1.00					
EAR	-0.05	-0.02	-0.01	-0.07	0.00	-0.02	-0.09	-0.07	-0.02	0.12	0.31	0.11	1.00				
CAR	0.02	0.03	0.04	0.31	0.23	0.04	0.28	-0.02	-0.01	-0.01	0.00	0.01	0.06	1.00			
EPS	0.02	-0.01	-0.03	-0.15	0.03	-0.04	-0.02	-0.07	-0.03	-0.02	0.03	0.01	0.00	0.10	1.00		
EVA	0.03	-0.05	-0.05	0.02	-0.01	-0.05	-0.05	0.03	0.04	0.06	-0.04	0.05	-0.04	0.00	-0.02	1.00	
TBQ	0.06	0.08	0.15	0.01	0.06	0.08	0.05	0.01	-0.01	0.29	0.22	-0.13	0.22	0.07	-0.06	0.00	1.00
Mean	0.47	0.43	0.49	0.35	0.45	0.48	0.47	0.48	0.55	0.51	0.18	0.79	0.17	0.98	0.74	0.45	0.89
SD	0.09	0.08	0.09	0.08	0.09	0.09	0.08	0.10	0.64	0.24	0.89	0.78	0.05	0.04	0.69	0.63	0.64

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้เกี่ยวกับอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนตัวแปรประกอบด้วย ตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) จำนวน 4 ตัวแปร ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) จำนวน 8 ตัวแปร การจัดการกำไร (EAR) จำนวน 1 ตัวแปร และตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) จำนวน 4 ตัวแปร โดยใช้สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าตั้งแต่ -0.13 ถึง 0.70 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $p < 0.01$ ) ทุกคู่โดยความสัมพันธ์ของตัวแปรมีทั้งหมดจำนวน 136 คู่ แสดงผลการวิเคราะห์ดังตารางที่ 29

การวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลและการทดสอบสมมติฐาน โดยทำการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยนำเสนอผลการวิเคราะห์โมเดลอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ การวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลตามโมเดลสมการโครงสร้าง ประกอบด้วยตัวแปรคุณลักษณะของบริษัท (COM) ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) และตัวแปรการจัดการกำไร (EAR) และการปรับโมเดลเพื่อให้กรอบแนวคิดสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยยอมให้ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Variance) มีความสัมพันธ์กันได้ตามความเป็นจริง ค่าความคลาดเคลื่อนที่มีความสัมพันธ์กันแสดงรายละเอียดของการวิเคราะห์ได้ดังนี้

ตารางที่ 30 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐาน และค่า t-value ของโมเดล รวม (n = 468) (ก่อนปรับโมเดล)

Path Diagram	Path Coefficients	Standard Errors	t-values
GAMMA			
COM→CGC	0.14	0.06	2.14
COM→EAR	-0.18	0.07	2.56
COM→FMV	0.42	0.16	2.67

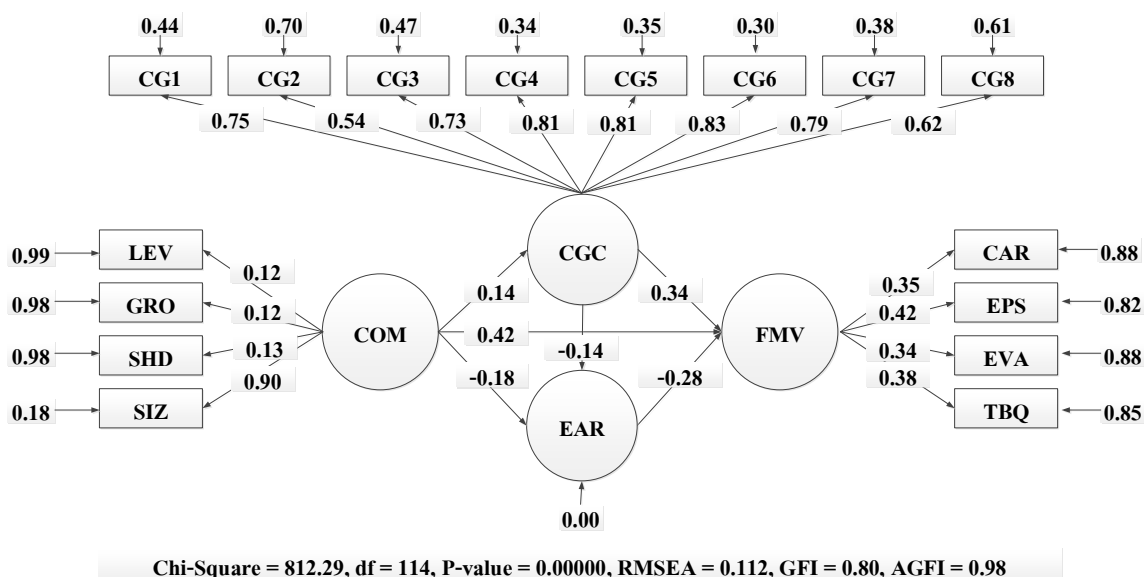
ตารางที่ 30 (ต่อ)

Path Diagram	Path Coefficients	Standard Errors	t-values
BETA			
CGC → FMV	0.34	0.09	3.72
CGC → EAR	-0.14	0.05	2.80
EAR → FMV	-0.28	0.09	-3.09

หมายเหตุ: Path Diagram คือ แผนภาพเส้นทาง, Path Coefficients คือ สัมประสิทธิ์เส้นทาง

\* หมายถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ( $1.960 \leq t\text{-value} < 2.576$ )

\*\* หมายถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ( $t\text{-value} \geq 2.576$ )



ภาพประกอบที่ 24 แสดงโมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของโมเดลรวม (ก่อนปรับโมเดล)

จากตารางที่ 30 และภาพประกอบที่ 24 ผลการทดสอบวิเคราะห์ความกลมกลืนของรูปแบบโครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ พบว่า ค่าสถิติไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 812.29 ค่าองศาอิสระ (df) มีค่าเท่ากับ 114 แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value) มีค่าเท่ากับ 0.000 (ตามมาตรฐานต้องมีค่ามากกว่า 0.05) ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 7.13 ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์มาตรฐานที่กำหนด (ตามมาตรฐานไม่ควรเกิน 2) เมื่อพิจารณาค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.112 ซึ่งไม่ผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าน้อยกว่า 0.05) ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.84 ซึ่งไม่ผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.9 ขึ้นไป) ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) มีค่าเท่ากับ 0.78 (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.9 ขึ้นไป) กล่าวโดยสรุปผลการวิเคราะห์กรอบแนวคิดที่สร้างตามสมมติฐาน (Hypothesized Model) ต้องมีการปรับโมเดล โดยยอมให้ความคลาดเคลื่อนของตัวแปรสังเกตได้มีความสัมพันธ์กันได้ ทั้งนี้เพื่อให้ข้อมูลสอดคล้องตรงกับสภาพความเป็นจริงของตัวแปรต่างๆ ซึ่งสัมพันธ์กันได้ ผู้วิจัยจึงปรับโมเดลเพื่อให้สมมติฐานสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ต่อไป

การตรวจสอบความสอดคล้องของรูปแบบ โครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (หลังปรับโมเดล)

จากการปรับโมเดล ผลการวิเคราะห์โมเดลสมการ โครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ แสดงดังตารางที่ 31 และภาพประกอบที่ 25

ตารางที่ 31 แสดงค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐาน และค่า t-value ของโมเดล รวม (n = 468) (หลังปรับโมเดล)

Path Diagram	Path Coefficients	Standard Errors	t-values
GAMMA			
COM→CGC	0.13*	0.07	2.00
COM→EAR	-0.16*	0.07	2.25
COM→FMV	0.31*	0.13	2.46

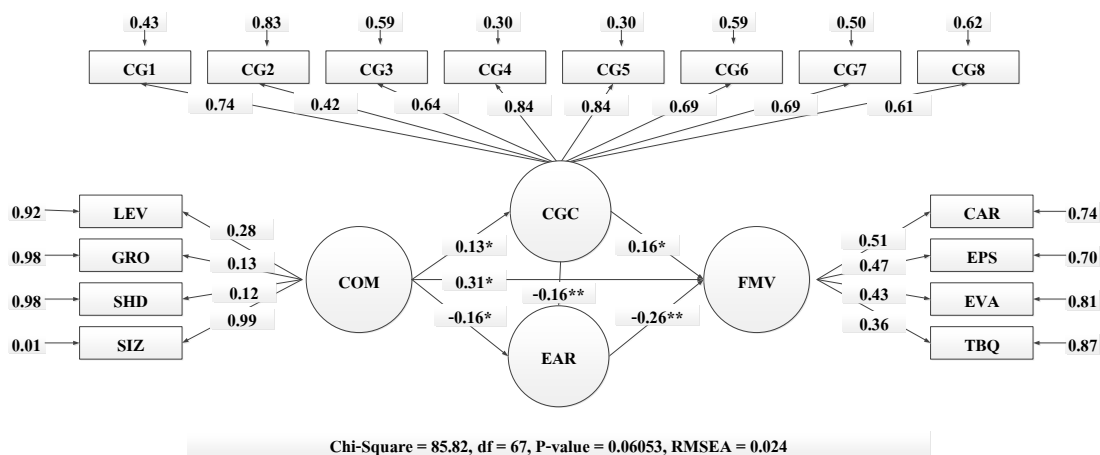
ตารางที่ 31 (ต่อ)

Path Diagram	Path Coefficients	Standard Errors	t-values
BETA			
CGC → FMV	0.16*	0.07	2.31
CGC → EAR	-0.16**	0.05	3.24
EAR → FMV	-0.26**	0.07	3.57

หมายเหตุ: Path Diagram คือ แผนภาพเส้นทาง, Path Coefficients คือ สัมประสิทธิ์เส้นทาง

\* หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 (1.960 <math>\leq</math> t-value <math>< 2.576</math>)

\*\* หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 (t-value <math>\leq</math> 2.576)



ภาพประกอบที่ 25 แสดงโมเดลสมการโครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของโมเดลรวม (หลังปรับโมเดล)

จากตารางที่ 31 และภาพประกอบที่ 25 ผลการวิเคราะห์ความกลมกลืนของรูปแบบโครงสร้างอิทธิพลตามสมมติฐานการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ พบว่า ค่าสถิติไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 85.81 ค่าองศาอิสระ (df) มีค่าเท่ากับ 67 แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value) มีค่าเท่ากับ 0.06053 (ตามมาตรฐานต้องมีค่ามากกว่า 0.05) ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 1.280 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานไม่ควรเกิน 2) เมื่อพิจารณาค่าดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (CFI) มีค่าเท่ากับ 1.00 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.90 ขึ้นไป) ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.980 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.9 ขึ้นไป) ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) มีค่าเท่ากับ 0.99 ซึ่งผ่านเกณฑ์ที่กำหนด (ตามมาตรฐานควรมีค่าตั้งแต่ 0.9 ขึ้นไป) ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.024 (ตามมาตรฐานควรมีค่าน้อยกว่า 0.05)

ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลตามโมเดลสมการโครงสร้างหลังปรับ โมเดลแสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นำเสนอผลการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ส่วน คือ (1) โมเดลการวัด (Measurement Model) และ (2) โมเดลโครงสร้าง (Structural Model) แสดงดังตารางที่ 31 และภาพประกอบที่ 25

3. ผลการวิเคราะห์โมเดลการวัด (Measurement Model) ในโมเดลสมการโครงสร้างหลังปรับโมเดลแสดงอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า

3.1. ตัวแปรองค์ประกอบที่สามารถอธิบายลักษณะบริษัท (COM) ได้ดีที่สุดคือ ขนาดของกิจการ (SIZ) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุดเท่ากับ 0.99 รองลงมาคือ โครงสร้างเงินทุน (LEV) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.28 อัตราการเจริญเติบโต (GRO) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.13 และโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.12

3.2. ตัวแปรองค์ประกอบที่สามารถอธิบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ได้ดีที่สุดคือ การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) และการส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ (CG5) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบมากที่สุดเท่ากับ 0.84 รองลงมาคือ การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการในฐานะผู้น้องที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.74 การดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) และการรักษาความ

นำเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.69 การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ (CG3) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.64 การสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.61 และการกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (CG2) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.42

3.3. ตัวแปรองค์ประกอบที่สามารถอธิบายมูลค่ากิจการ (FMV) ได้ดีที่สุดคือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor Loading) มากที่สุดเท่ากับ 0.51 รองลงมาคือ อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.47 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.43 และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ เท่ากับ 0.36

4. ผลการวิเคราะห์โมเดลโครงสร้าง (Structural Model) หลังปรับโมเดลและผลการทดสอบสมมติฐานรูปแบบ โครงสร้างอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยดำเนินการสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย ดังนี้

วัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 1 คุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ โมเดลรวม พบว่า

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี พบว่า คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p < 0.05$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวก ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ 0.13

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร พบว่า คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p < 0.05$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบ ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ -0.16

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ พบว่า คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p < 0.05$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวก ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล เท่ากับ 0.31

วัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 2 การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ โมเดลรวม พบว่า



ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 4 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p < 0.01$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบ ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลเท่ากับ -0.16

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 5 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p < 0.05$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวก ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลเท่ากับ 0.16

วัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 3 การจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ โมเดลรวม พบว่า ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 6 การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ พบว่า การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p < 0.01$ ) โดยมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบ ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลเท่ากับ -0.26

การเปรียบเทียบค่าสถิติความสอดคล้องของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ระหว่างโมเดลตามสมมติฐาน (Hypothesized Model) และ โมเดลที่ปรับเปลี่ยน (Modified Model) เมื่อนำผลการวิเคราะห์ทั้งสองโมเดลมาเปรียบเทียบกัน พบว่า หลังจากปรับโมเดลตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์สถิติด้วยโปรแกรมลิสเรล ซึ่งยอมให้ความคลาดเคลื่อน (Error Variance) มีความสัมพันธ์กันได้ (นงลักษณ์ วิรัชชัย, 2542, หน้า 312) ส่งผลให้โมเดลที่ปรับเปลี่ยนมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ แสดงได้ดังตารางที่ 32

ตารางที่ 32 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลรวม (หลังปรับโมเดล)

ดัชนีความกลมกลืน	เกณฑ์	ค่าดัชนีที่วัดได้	ผลการพิจารณา
$\chi^2/df$	< 2.00	1.28	ผ่านเกณฑ์
GFI	$\geq 0.95$	0.98	ผ่านเกณฑ์
AGFI	$\geq 0.90$	0.99	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.05	0.024	ผ่านเกณฑ์
NFI	$\geq 0.90$	0.98	ผ่านเกณฑ์
NNFI	$\geq 0.90$	0.99	ผ่านเกณฑ์
CFI	$\geq 0.90$	1.00	ผ่านเกณฑ์
SRMR	< 0.05	0.028	ผ่านเกณฑ์
Critical N	> 200	542.97	ผ่านเกณฑ์

ผลการทดสอบสมมติฐานจากโมเดลที่ปรับแล้ว โดยการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงอิทธิพลทางอ้อมและอิทธิพลรวมระหว่างตัวแปรแฝงต่างๆ ของโมเดลคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวม แสดงได้ดังตารางที่ 33

ตารางที่ 33 แสดงผลการวิเคราะห์เส้นทางโมเดลสมการ โครงสร้างตามสมมติฐานของโมเดลรวม

ตัวแปร	CGC			EAR			FMV		
	TE	DE	IE	TE	DE	IE	TE	DE	IE
COM	0.13*	0.13*	-	-0.18*	-0.16*	-0.02	0.38**	0.31*	0.07**
	(0.07)	(0.07)		(0.07)	(0.07)	(0.01)	(0.14)	(0.13)	(0.03)
CGC				-0.16**	-0.16**	-	0.20**	0.16*	0.04*
				(0.05)	(0.05)		(0.07)	(0.07)	(0.02)
EAR							-0.26**	-0.26**	-
							(0.07)	(0.07)	
ตัวแปรสังเกตได้	CGC	EAR	FMV						
R <sup>2</sup>	0.02	0.14	0.03						

$\chi^2 = 85.81$ ,  $df = 67$ ,  $\chi^2/2 = 1.28$ ,  $p\text{-value} = 0.060$ ,  $GFI = 0.98$ ,  $AGFI = 0.99$ ,  $NFI = 0.98$ ,

$NNFI = 0.99$ ,  $CFI = 1.00$ ,  $RMSEA = 0.024$ ,  $SRMR = 0.028$ ,  $CN = 542.97$

หมายเหตุ \* $p < .05$ , \*\* $p < .01$  อิทธิพลรวม (TE) อิทธิพลทางตรง (DE) และอิทธิพลทางอ้อม (IE)

จากตารางที่ 33 พบว่า คุณลักษณะบริษัท (COM) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.13 และตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.31 และมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อตัวแปรการจัดการกำไร (EAR) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.16 นอกจากนี้ตัวแปรคุณลักษณะบริษัท (COM) มีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.07 โดยผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) และมีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร (EAR) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.02 โดยผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC)

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.16 และมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร (EAR) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.16 นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) มีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางบวกมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล 0.04 โดยผ่านตัวแปรการจัดการกำไร (EAR)

การจัดการกำไร (EAR) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.26

จากผลการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างอิทธิพลคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย แสดงได้ดังตารางที่ 34

ตารางที่ 34 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ			ผลการวิจัยตาม		
	สมมติฐาน			วัตถุประสงค์		
	ปี 2560	ปี 2561	รวม	1	2	3
H1: คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพล ทางตรงต่อการกำกับดูแล กิจการที่ดี	ยอมรับ	ยอมรับ	ยอมรับ	✓		
H2: คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพล ทางตรงต่อการจัดการกำไร	ยอมรับ	ยอมรับ	ยอมรับ	✓		
H3: คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพล ทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	ยอมรับ	ยอมรับ	ยอมรับ	✓		
H4: การกำกับดูแลกิจการที่ดีมี อิทธิพลทางตรงต่อการ จัดการกำไร	ยอมรับ	ยอมรับ	ยอมรับ		✓	
H5: การกำกับดูแลกิจการที่ดีมี อิทธิพลทางตรงต่อมูลค่า กิจการ	ยอมรับ	ยอมรับ	ยอมรับ		✓	
H6: การจัดการกำไรมีอิทธิพล ทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	ยอมรับ	ยอมรับ	ยอมรับ			✓

จากตารางที่ 34 ผู้วิจัยนำเสนอผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย ผลการวิจัย พบว่า ตัวแปรคุณลักษณะบริษัท ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี และตัวแปรการจัดการกำไรมีอิทธิพลต่อตัวแปรมูลค่ากิจการทั้งทางตรงและทางอ้อม ทั้ง 2 ปีที่ทำการศึกษา ปี 2560-2560 และยังพบว่า การเพิ่มขึ้นของคุณลักษณะบริษัทส่งผลให้บริษัทมีการจัดการกำไรลดลง ในขณะที่เดียวกันพบว่าหากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

### ตอนที่ 5 การวิเคราะห์ผลการวิจัยเชิงคุณภาพ จากผู้ให้ข้อมูลในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

การพัฒนาตัวแบบจำลองคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ เป็นประเด็นใหม่ที่ผู้วิจัยได้พิจารณาประเด็นข้อคำถาม จากการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ในบทที่ 2 และจากการศึกษาวิจัยเชิงปริมาณข้างต้น ผู้วิจัยนำผลการศึกษาดังกล่าวมาดำเนินการวิจัยเชิงคุณภาพด้วยวิธีการสัมภาษณ์เชิงลึก เพื่อทำการยืนยันโมเดลสมการ โครงสร้างตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interview) และนำข้อมูลมาทำการสังเคราะห์ โดยใช้การลดทอนข้อมูล (Data Reduction)

#### ตอนที่ 1 ข้อมูลทั่วไปของผู้ให้ข้อมูล

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงคุณภาพ ที่ได้จากการสัมภาษณ์ผู้ให้ข้อมูล จำนวน 7 ท่าน โดยการคัดเลือกมาจากตัวแทนของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ดำรงตำแหน่ง (1) รองกรรมการผู้จัดการอาวุโส จำนวน 1 ท่าน (2) ผู้อำนวยการ จำนวน 1 ท่าน (3) กรรมการผู้จัดการ จำนวน 1 ท่าน (4) ผู้บริหาร จำนวน 2 ท่าน และ (5) ผู้จัดการฝ่ายบัญชีและการเงิน จำนวน 2 ท่าน สรุปตำแหน่งผู้ให้ข้อมูล ได้ดังตารางที่ 35

#### ตารางที่ 35 ตำแหน่งผู้ให้ข้อมูล

รายชื่อกลุ่มอุตสาหกรรม	ตำแหน่งผู้ให้ข้อมูล	ชื่อสมมติบริษัท
1. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	รองกรรมการผู้จัดการอาวุโส	บริษัท ก
2. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค	ผู้บริหาร	บริษัท ข
3. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม	กรรมการผู้จัดการ	บริษัท ค
4. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	ผู้จัดการฝ่ายบัญชีและการเงิน	บริษัท ง
5. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร	ผู้จัดการฝ่ายบัญชีและการเงิน	บริษัท จ
6. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี	ผู้บริหาร	บริษัท ฉ
7. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ	ผู้อำนวยการ	บริษัท ช

ตอนที่ 2 ผลการคำนวณค่าเฉลี่ยความคิดเห็นในแต่ละข้อคำถามเกี่ยวกับคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ แสดงได้ดังตารางที่ 36

ตารางที่ 36 แสดงผลค่าเฉลี่ยข้อคำถาม โดยผู้ทรงคุณวุฒิ

ข้อที่	ข้อคำถาม	ค่าความคิดเห็นของ							ค่าเฉลี่ย	แปลผล
		ผู้ทรงคุณวุฒิคนที่								
		1	2	3	4	5	6	7		
1.	คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี	1	1	1	1	1	1	1	1.00	สอดคล้อง
2.	คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร	1	0	0	0	1	1	1	0.57	สอดคล้อง
3.	คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	1	0	1	1	1	1	0	0.71	สอดคล้อง
4.	การกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร	1	1	1	1	1	1	1	1.00	สอดคล้อง
5.	การกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	1	0	1	1	1	1	1	0.86	สอดคล้อง
6.	การจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	1	1	1	1	1	1	1	1.00	สอดคล้อง
7.	คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี	1	1	1	1	1	1	1	1.00	สอดคล้อง
8.	คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อการจัดการกำไรผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี	1	1	0	0	1	1	1	0.71	สอดคล้อง
9.	การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำไร	1	1	1	1	1	1	1	1	สอดคล้อง
<b>ค่าเฉลี่ยรวมทั้งฉบับ</b>									<b>0.87</b>	<b>สอดคล้อง</b>

จากตารางที่ 36 แสดงผลค่าเฉลี่ยข้อคำถามโดยผู้ทรงคุณวุฒิ พบว่า ค่าเฉลี่ยรวมของกลุ่มอุตสาหกรรมจำนวน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม มีค่าเท่ากับ 0.87 หากพิจารณาในแต่ละข้อคำถาม พบว่า ลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร การจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำไร ด้วยค่าเฉลี่ยที่เท่ากันคือ 1.00 รองลงมาคือ การกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ด้วยค่าเฉลี่ย 0.86 คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการและคุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อการจัดการกำไรผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี ด้วยค่าเฉลี่ย 0.71 และคุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร ด้วยค่าเฉลี่ย 0.57 ตามลำดับ

### ตอนที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความคิดเห็นหรือข้อเสนอแนะ

การวิเคราะห์ความคิดเห็นและข้อเสนอแนะอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงคุณภาพที่ผู้วิจัยได้ดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลจากการสัมภาษณ์เชิงลึกและนำมาสรุปผล โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์เชิงเนื้อหาจากการสัมภาษณ์ผู้วิจัยสามารถจัดทำข้อสรุปการสัมภาษณ์ แสดงได้ดังตารางที่ 37

### ตารางที่ 37 แสดงข้อสรุปการสัมภาษณ์

กลุ่มอุตสาหกรรม	บริษัท	คำตอบ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	ก	บริษัทมีการดำเนินงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีและหลักอื่นที่เกี่ยวข้องรวมถึงพนักงานทุกคนปฏิบัติตามข้อกำหนดของบริษัทและผู้บริหารทุกท่านจะสามารถนำพาบริษัทให้เป็นที่ยอมรับของสังคมและนักลงทุนได้ โดยคำนึงถึงคุณภาพชีวิตเป็นสิ่งสำคัญ มิได้มุ่งเน้นประโยชน์สูงสุดเพียงอย่างเดียวจะดำเนินธุรกิจไปพร้อมกับการคำนึงถึงและสร้างประโยชน์กับสังคม ชุมชน การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารและการบริหารบุคคลถือว่าเป็นสิ่งสำคัญ

## ตารางที่ 37 (ต่อ)

กลุ่มอุตสาหกรรม	บริษัท	คำตอบ
สินค้าอุปโภคและบริโภค	ข	บริษัทมีนโยบายในการทำ CSR ควบคู่ไปกับกิจกรรมเพื่อชุมชนและสังคมรอบข้าง และเห็นด้วยกับคุณลักษณะบริษัทด้านขนาดของกิจการด้วยเห็นว่า หากธุรกิจมีกลุ่มนักลงทุนที่หลากหลายหลากหลายจะช่วยสร้างความมั่นใจในการเปิดเผยข้อมูลและประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ ไม่ดำเนินการใดที่เป็นลักษณะที่อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์กับบริษัท
สินค้าอุตสาหกรรม	ค	โครงการเงินทุนและขนาดกิจการเป็นสิ่งสำคัญในการดำเนินงานของกิจการในปัจจุบัน เพราะสถานการณ์ของการดำเนินธุรกิจค่อนข้างมีความเสี่ยงทั้งจากปัจจัยภายในและภายนอก และส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมองว่าขนาดของกิจการขนาดใหญ่จะเป็นที่จับตาของผู้ถือหุ้นมาก หากกิจการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือมีการควบคุมภายในที่ดีจะช่วยสร้างความน่าเชื่อถือ
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	ง	การสร้างมูลค่ากิจการส่วนหนึ่งมาจากผู้บริหารและบุคลากรในบริษัท หากกิจการมีการพัฒนาผู้บริหารและบุคลากรให้ปฏิบัติงานเป็นไปตามหลักเกณฑ์และข้อกำหนดต่างๆ จะเป็นกรอบในการควบคุมการดำเนินงาน และสร้างความน่าเชื่อถือต่อผู้ถือหุ้น ตระหนักและให้ความสำคัญกับการต่อต้านการทุจริตทั้งภายในและภายนอก อีกทั้งบริษัทมีการส่งเสริมการจัดทำนวัตกรรมใหม่อย่างต่อเนื่อง และสนับสนุนกิจกรรมเพื่อสังคมอย่างต่อเนื่อง



## ตารางที่ 37 (ต่อ)

กลุ่มอุตสาหกรรม	บริษัท	คำตอบ
ทรัพยากร	จ	ลักษณะธุรกิจและโครงสร้างองค์กรองค์กรส่งผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือและการตัดสินใจลงทุน บริษัทรายงานการกำกับดูแลกิจการที่ดีด้านการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบและตระหนักถึงชุมชนโดยรวม อีกทั้งเห็นด้วยว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะแสดงถึงระบบการบริหารที่มีประสิทธิภาพ ช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการได้
เทคโนโลยี	ฉ	การพัฒนาผู้บริหารและบุคลากรนับเป็นสิ่งสำคัญในการดำเนินธุรกิจ เมื่อผู้บริหารมีวิสัยทัศน์ที่กว้างไกลจะช่วยพัฒนาการดำเนินงานให้ต่อเนื่องและเป็นที่ยอมรับต่อผู้ถือหุ้น สามารถแข่งขันให้บริษัทเติบโตอย่างยั่งยืนและเห็นด้วยว่าทุกบริษัทควรนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาปรับใช้ทั้ง 8 ข้อ เพื่อสนับสนุนการบริหารและรักษาความน่าเชื่อถือของรายงานทางการเงิน เนื่องจากหลักการดังกล่าวมีความทันสมัย และสอดคล้องกับสถานการณ์การเปลี่ยนแปลงในตลาดทุนปัจจุบัน
บริการ	ช	บริษัทมีกลไกการกำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัทย่อยและบริษัทร่วม และสอดคล้องกับนโยบายของบริษัท มีการพิจารณาทบทวนการนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Code) มาปรับใช้กับบริบทของบริษัท และเชื่อมั่นว่าการปฏิบัติตามหลักการที่กำหนดจะสร้างความมั่นใจในการลงทุน การรายงานด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีความจำเป็นต้องรายงาน โดยบริษัทสนับสนุนด้านนวัตกรรมในการประกอบกิจการอย่างต่อเนื่อง

ตารางที่ 38 แสดงผลการสรุปข้อมูลเชิงปริมาณและข้อมูลเชิงคุณภาพ

สมมติฐานการวิจัย	ค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล			ค่าความ คิดเห็น
	ปี 2560	ปี 2561	รวม	
H1: คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพล ทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี	0.14	0.12	0.13	1.00
H2: คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพล ทางตรงต่อการจัดการกำไร	-0.23	-0.16	-0.16	0.57
H3: คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพล ทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	0.74	0.59	0.31	0.71
H4: การกำกับดูแลกิจการที่ดีมี อิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร	-0.15	-0.16	-0.16	1.00
H5: การกำกับดูแลกิจการที่ดีมี อิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	0.19	0.21	0.16	0.86
H6: การจัดการกำไรมีอิทธิพล ทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	-0.38	-0.46	-0.26	1.00
<b>ข้อค้นพบ</b>				
คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางอ้อม ต่อมูลค่ากิจการผ่านการกำกับดูแล กิจการที่ดี	0.12	0.11	0.07	1.00
คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางอ้อม ต่อการจัดการกำไรผ่านการกำกับ ดูแลกิจการที่ดี	-0.03	-0.02	-0.02	0.71
การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพล ทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการผ่านการ จัดการกำไร	0.06	0.07	0.04	1.00

จากตารางที่ 38 ผลการวิจัยเชิงปริมาณการวิเคราะห์โมเดลโครงสร้างและผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ปี 2560 มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบและทิศทางบวกด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.38 ถึง 0.74 ปี 2561 มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบและทิศทางบวกด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.46 ถึง 0.59 และโดยรวม มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบและทิศทางบวกด้วยค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล -0.26 ถึง 0.31 อย่างมีนัยสำคัญ ในทุกโมเดลที่ทำการศึกษา ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยเชิงคุณภาพจากการสัมภาษณ์ผู้ทรงคุณวุฒิ 7 ท่าน ได้พิจารณาถึงความเห็นตามเกณฑ์การให้คะแนนแล้วนำมาหาค่าเฉลี่ยเพื่อวิเคราะห์ความเหมาะสมของข้อคำถามแต่ละข้อ พบว่า ข้อคำถามแต่ละข้อมีความเหมาะสม โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ระหว่าง 0.57 ถึง 1.00 ซึ่งมากกว่าหรือเท่ากับ 0.50 จึงสรุปได้ว่าผลการวิจัยเชิงคุณภาพสอดคล้องกับผลการวิจัยเชิงปริมาณ

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณและข้อมูลเชิงคุณภาพดังกล่าวข้างต้น ตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสมมติฐานการวิจัยมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ สามารถตอบสมมติฐานการวิจัยได้อย่างชัดเจน ในปี 2560 และปี 2561 ทั้ง 2 ปีที่ทำการศึกษา โดยพิจารณาจาก

โมเดล ปี 2560 ค่าสถิติไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 90.200 ค่าองศาอิสระ (df) มีค่าเท่ากับ 70 นัยสำคัญทางสถิติ (p-value of  $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.053 ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 1.289 ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ (CFI) มีค่าเท่ากับ 1.000 ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.980 ดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) มีค่าเท่ากับ 0.950 ค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.024 และค่ารากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.027

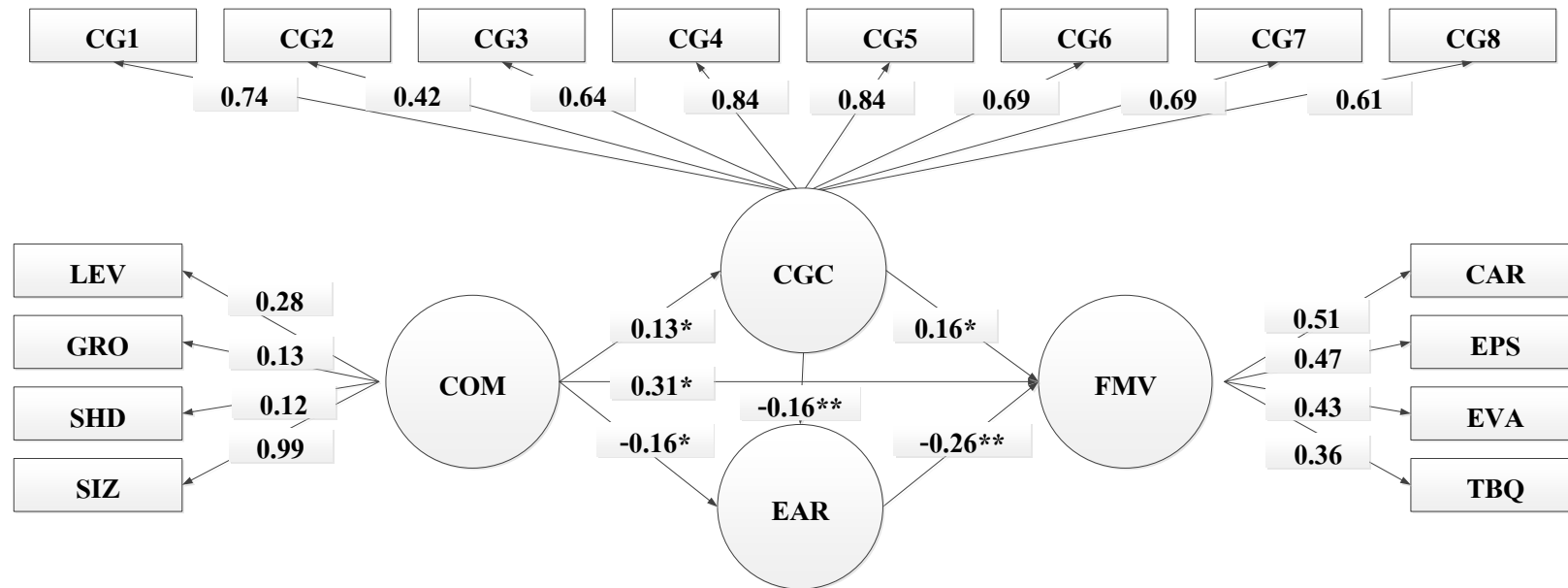
โมเดล ปี 2561 ค่าสถิติไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 91.260 ค่าองศาอิสระ (df) มีค่าเท่ากับ 75 นัยสำคัญทางสถิติ (p-value of  $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.098 ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 1.217 เมื่อพิจารณาค่าดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ (CFI) มีค่าเท่ากับ 1.000 ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.980 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) มีค่าเท่ากับ 0.960 และค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.021

โมเดลรวม ค่าสถิติไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 85.81 ค่าองศาอิสระ (df) มีค่าเท่ากับ 67 นัยสำคัญทางสถิติ (p-value) มีค่าเท่ากับ 0.060 ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 1.28 เมื่อพิจารณาค่าดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (CFI) มีค่าเท่ากับ 1.00 ค่าความสอดคล้องจากดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) มีค่าเท่ากับ 0.98 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) มีค่าเท่ากับ 0.99 และค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ (RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.024

### ผลการวิเคราะห์แนวทางที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวิเคราะห์แนวทางที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) ที่ผู้วิจัยได้ดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลจากการสัมภาษณ์ และนำมาวิเคราะห์แนวทางที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงเนื้อหา (Content Analysis) ผลการวิเคราะห์แนวทางที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีดังนี้

จากการสัมภาษณ์ พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำเป็นต้องให้ความสำคัญและตระหนักถึงการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในการดำเนินธุรกิจ ยึดถือปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยส่งเสริมการดำเนินงานของบริษัทให้นำไปสู่การมีระบบบริหารจัดการที่ดี มีประสิทธิภาพ โปร่งใส และเป็นแนวทางในการบริหารบริษัทให้เกิดความเชื่อมั่นว่าการดำเนินงานของบริษัทเป็นไปด้วยความเป็นธรรม ตระหนักและให้ความสำคัญกับการต่อต้านการทุจริตทั้งภายในและภายนอก และไม่ดำเนินการใดที่เป็นลักษณะที่อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์กับบริษัท คำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนเสียทุกฝ่าย และควรมีการเผยแพร่หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้พนักงานยึดถือเป็นหลักปฏิบัติและดำเนินงานให้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน เห็นความสำคัญ และมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทอย่างต่อเนื่องซึ่งจะเป็นเครื่องมือและเป็นกลไกสำคัญในการสร้างมูลค่าในระยะยาว ตลอดจนมีความรับผิดชอบต่อเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม



ภาพประกอบที่ 26 ตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ  
ของบริษัทยจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

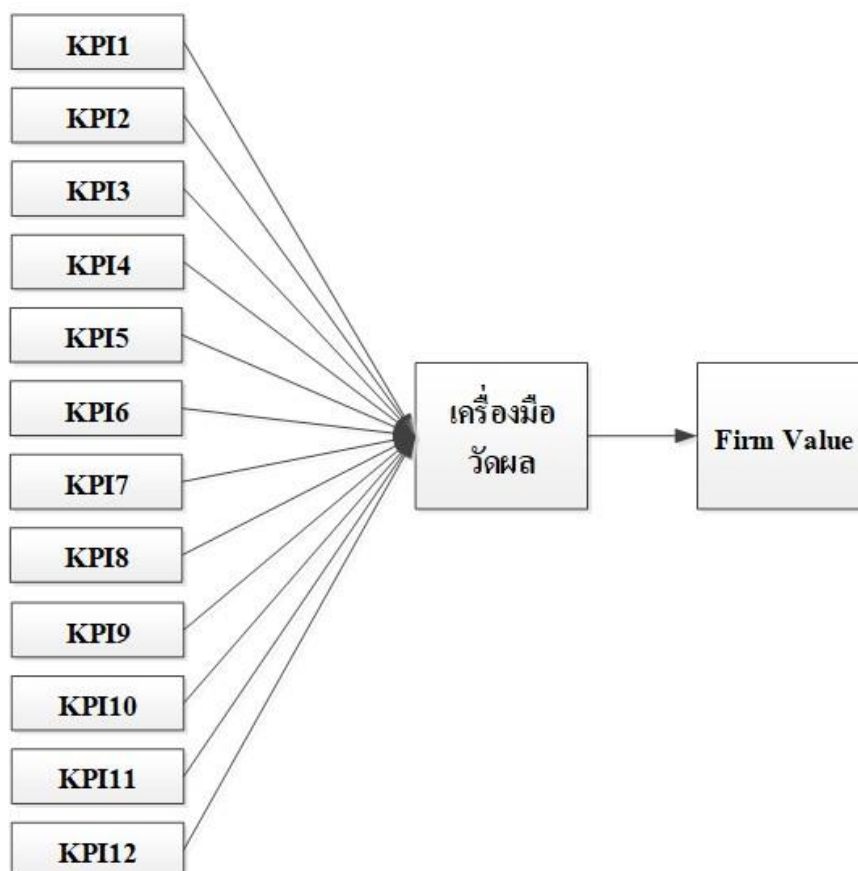
สรุปได้ว่า ตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ผู้วิจัยพัฒนาขึ้นมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ สามารถกำหนดตัวแบบจำลองได้จากองค์ประกอบของปัจจัยดังนี้

1. คุณลักษณะบริษัท (COM) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) และมูลค่ากิจการ (FMV) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร (EAR) ขณะเดียวกันคุณลักษณะบริษัท (COM) มีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ (FMV) โดยผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) และมีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร (EAR) โดยผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC)

2. การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ (FMV) และมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร (EAR) ขณะเดียวกันการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) มีอิทธิพลทางอ้อมในทิศทางบวกมูลค่ากิจการ (FMV) โดยผ่านตัวแปรการจัดการกำไร (EAR)

3. การจัดการกำไร (EAR) มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ (FMV)

จากการวิจัยเรื่อง อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ผู้วิจัยได้สังเคราะห์ข้อมูลที่ได้จากการวิจัยเชิงปริมาณ และการสัมภาษณ์ โดยพบว่าองค์ประกอบที่สำคัญคือ สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) ผู้วิจัยจึงสร้างเครื่องมือการประเมินผลการปฏิบัติงาน KPI (Key Performance Indicator) สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนาทรัพยากรบุคคลที่ถือเป็นปัจจัยที่สำคัญยิ่งในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ และแสดงเครื่องมือการประเมินผลการปฏิบัติงานที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ประเมินผลการปฏิบัติงาน KPI (Key Performance Indicator) และหลักสูตรการอบรมเพื่อพัฒนาบุคลากรสู่ความสำเร็จ



ภาพประกอบที่ 27 แสดงเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

ตารางที่ 39 แสดงเครื่องมือการประเมินผลการปฏิบัติงาน

มิติการวัด	ปัจจัยแห่งความสำเร็จ	ตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน	โครงการ/กิจกรรม/หลักสูตร
ความสอดคล้องเชิงกลยุทธ์	จัดทำและดำเนินการตามแผนกลยุทธ์ด้านการบริหารทรัพยากรบุคคล	KPI1 จำนวนแผนที่มีการทบทวนประจำปี	จัดทำแผนกลยุทธ์ด้านทรัพยากรบุคคลของบริษัท
		KPI2 ร้อยละของแผนงาน/โครงการที่ดำเนินสำเร็จ	ติดตามประเมินผลการดำเนินงาน
	วิเคราะห์อัตราค่าจ้าง	KPI3 จำนวนส่วนงานที่มีการปรับปรุงโครงสร้าง	วางแผนบริหารกำลังคน
	จัดทำแผนการพัฒนากุศลกร	KPI4 ร้อยละของโครงการ/กิจกรรมที่ดำเนินการแล้วเสร็จ	จัดทำแผนปฏิบัติพัฒนากุศลกรประจำปี
ประสิทธิภาพการบริหารบุคคล	ปรับปรุงระเบียบ/หลักเกณฑ์การสรรหาคัดเลือก	KPI5 ระดับความสำเร็จของการปรับปรุงระเบียบ/หลักเกณฑ์การสรรหาคัดเลือก	ทบทวนระเบียบ/หลักเกณฑ์ในการสรรหาคัดเลือก
	ส่งเสริม/แสวงหาวิธีการพัฒนากุศลกร เช่น การสอนงาน การหมุนเวียนงาน	KPI6 จำนวนรูปแบบ/วิธีการพัฒนากุศลกรที่นำมาใช้	ส่งเสริมการจัดการความรู้ในการบริหาร
	พัฒนาระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและฐานข้อมูลด้านการบริหารทรัพยากรบุคคล	KPI7 ระดับความสำเร็จของการพัฒนาระบบเทคโนโลยีด้านการบริหารทรัพยากรบุคคล	พัฒนาระบบเทคโนโลยีสารสนเทศด้านการบริหารทรัพยากรบุคคล
		KPI8 ร้อยละฐานข้อมูลด้านการบริหารทรัพยากรบุคคลที่มีความถูกต้อง ครบถ้วน	ตรวจสอบและปรับปรุงฐานข้อมูลทรัพยากรบุคคล



ตารางที่ 39 (ต่อ)

มิติการวัด	ปัจจัยแห่งความสำเร็จ	ตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน	โครงการ/กิจกรรม/หลักสูตร
ประสิทธิผลของการบริหารทรัพยากรบุคคล	จัดระบบองค์ความรู้ให้สะดวกสำหรับการเรียนรู้	KPI9 จำนวนองค์ความรู้ที่จำเป็น	การจัดการความรู้
ความพร้อมด้านการบริหารทรัพยากรบุคคล	ปลูกจิตสำนึกให้กับบุคลากรให้มีคุณธรรม จริยธรรมในการทำงาน	KPI10 จำนวนหลักสูตรที่จัดทำขึ้นหรือสอดแทรกเนื้อหาคุณธรรม จริยธรรมไว้ในหลักสูตร	การฝึกอบรมที่สอดแทรกเนื้อหาคุณธรรม จริยธรรมไว้ในหลักสูตร
	กำกับดูแลการปฏิบัติงานทุกขั้นตอนอย่างเข้มงวด และต่อต้านการทุจริตอย่างเข้มงวด	KPI11 จำนวนกิจกรรมเสริมสร้างคุณธรรม จริยธรรมและต่อต้านการทุจริตที่ดำเนินการสำเร็จตามเป้าหมาย	- เสริมสร้างคุณธรรมจริยธรรม และต่อต้านการทุจริต - ติดตามผลการดำเนินการ
คุณภาพชีวิต	จัดกิจกรรมพัฒนาความสัมพันธ์ระหว่างบุคลากร	KPI12 จำนวนกิจกรรมพัฒนาความสัมพันธ์ดำเนินการสำเร็จตามเป้าหมาย	พัฒนาความสำเร็จในองค์กร

## หลักสูตร Training courses for human resource development for success

ชื่อหลักสูตรการอบรม      หลักสูตรการอบรมเพื่อพัฒนาบุคลากรสู่ความสำเร็จ  
(Training courses for human resource development for success)

### หลักการและเหตุผล

ประเด็นด้านทรัพยากรมนุษย์เพื่อสร้างข้อได้เปรียบด้านการแข่งขันควรมุ่งเน้นการสื่อสารและการดำเนินการที่รวดเร็ว มีทักษะที่โดดเด่น มีเครือข่ายกับสถาบันการศึกษา มีนวัตกรรมในการทำงาน ซึ่งการบริหารงานในปัจจุบันก็ได้ให้ความสำคัญกับทรัพยากรบุคคลเป็นอย่างมาก องค์กรที่มีทรัพยากรบุคคลที่มีศักยภาพย่อมเป็นสิ่งที่สร้างความได้เปรียบในการแข่งขันทางธุรกิจ ดังนั้นองค์กรจะต้องสรรหาบุคลากรเชิงรุกที่รวดเร็วและเลือกคนที่ใช่สำหรับองค์กร พัฒนาบุคลากรให้เป็นส่วนหนึ่งในกลยุทธ์ของการดำเนินธุรกิจเพื่อเชื่อมโยงกับแผนธุรกิจและวิสัยทัศน์ และเติบโตไปพร้อมกับองค์กร ซึ่งจะช่วยลดค่าเสียโอกาสและความเสี่ยงทางธุรกิจ นอกจากนี้การประเมินผลการปฏิบัติงานเป็นหนึ่งในกระบวนการสำคัญขององค์กร นอกจากจะรู้ว่าการทำงานในส่วนต่างๆ นั้นเกิดประสิทธิภาพหรือไม่ อีกทั้งเป็นการกระตุ้นให้เกิดแรงผลักดันในการทำงานที่ดีขึ้นทำให้ทราบปัญหาหรือช่องโหว่ที่ควรแก้ไข การประเมินผลจึงเป็นอีกหนึ่งหน้าที่หลักขององค์กรที่ควรให้ความสำคัญอย่างยิ่ง

ปัจจุบันมีเครื่องมือในการประเมินผลการปฏิบัติงานที่หลากหลายแต่เครื่องมือที่นิยมและประสบความสำเร็จในการปฏิบัติก็คือการใช้ KPI หรือ ดัชนีชี้วัดความสำเร็จ มาเป็นเครื่องมือในการวัดผล KPI เป็นตัวย่อมาจากคำว่า Key Performance Indicator “ดัชนีชี้วัดความสำเร็จ” ที่แสดงให้เห็นว่าองค์กรหรือพนักงานมีศักยภาพเพียงใดหรือประสบความสำเร็จตามวัตถุประสงค์ที่วางไว้หรือไม่

ในการดำเนินการ “หลักสูตรการอบรมเพื่อพัฒนาบุคลากรสู่ความสำเร็จ” จึงออกแบบขึ้นมาให้มีการเรียนรู้อย่างต่อเนื่อง เพื่อสร้างสภาพแวดล้อมการเรียนรู้ของบุคลากรในองค์กร เข้าใจพื้นฐาน หลักการทฤษฎี แนวทางการปฏิบัติ ลงมือทดลองฝึกปฏิบัติจริง และนำไปใช้ในการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งกระบวนการเรียนรู้นี้จะช่วยให้บุคลากรเกิดการพัฒนาทั้งความรู้ความเข้าใจในหลักการและทักษะในการปฏิบัติอย่างเต็มที่

ตารางที่ 40 แสดงตารางโครงการ/กิจกรรม/หลักสูตร และตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน

หลักสูตร	ตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน
การจัดทำแผนกลยุทธ์ด้านทรัพยากรบุคคลของบริษัท	KPI1 จำนวนแผนที่มีการทบทวนประจำปี
การติดตามประเมินผลการดำเนินงาน	KPI2 ร้อยละของแผนงาน/โครงการที่ดำเนินสำเร็จ
การวางแผนบริหารกำลังคน	KPI3 จำนวนส่วนงานที่มีการปรับปรุงโครงสร้าง
การจัดทำแผนปฏิบัติการพัฒนาบุคลากรประจำปี	KPI4 ร้อยละของโครงการ/กิจกรรมที่ดำเนินการแล้วเสร็จ
ทบทวนระเบียบ/หลักเกณฑ์ในการสรรหา คัดเลือก	KPI5 ระดับความสำเร็จของการปรับปรุงระเบียบ/ หลักเกณฑ์การสรรหา คัดเลือก
ส่งเสริมการจัดการความรู้ในการบริหาร	KPI6 จำนวนรูปแบบ/วิธีการพัฒนาบุคลากรที่นำมาใช้
พัฒนาระบบเทคโนโลยีสารสนเทศด้านการบริหาร ทรัพยากรบุคคล	KPI7 ระดับความสำเร็จของการพัฒนาระบบเทคโนโลยี ด้านการบริหารทรัพยากรบุคคล
การตรวจสอบและปรับปรุงฐานข้อมูลทรัพยากร บุคคล	KPI8 ร้อยละฐานข้อมูลด้านการบริหารทรัพยากรบุคคล ที่มีความถูกต้อง ครบถ้วน
โครงการการจัดการความรู้	KPI9 จำนวนองค์ความรู้ที่จำเป็น
โครงการการฝึกอบรมที่สอดคล้องเนื้อหาคุณธรรม จริยธรรมไว้ในหลักสูตร	KPI10 จำนวนหลักสูตรที่จัดทำขึ้นหรือสอดคล้อง เนื้อหาคุณธรรม จริยธรรมไว้ในหลักสูตร
โครงการเสริมสร้างคุณธรรมจริยธรรมและต่อต้าน การทุจริต และการติดตามผล	KPI11 จำนวนกิจกรรมเสริมสร้างคุณธรรม จริยธรรมและต่อต้านการทุจริตที่ดำเนินการสำเร็จ ตามเป้าหมาย
โครงการพัฒนาความสำเร็จในองค์กร	KPI12 จำนวนกิจกรรมพัฒนาความสัมพันธ์ ดำเนินการสำเร็จตามเป้าหมาย

### วัตถุประสงค์ของหลักสูตร

1. เพื่อให้ผู้เข้าอบรมได้ทราบถึงแนวคิดการบริหารทรัพยากรบุคคล
2. เพื่อให้ผู้เข้ารับการอบรมมีความรู้ ความเข้าใจและตระหนักถึงความสำคัญของการสรรหาคัดเลือกพนักงาน
3. เพื่อให้ผู้เข้าอบรมได้เรียนรู้วิธีการและเครื่องมือต่างๆ ที่ใช้ในการบริหารทรัพยากรบุคคล
4. เพื่อให้ผู้เข้าอบรมสามารถนำความรู้และแนวทางไปประยุกต์เพื่อนำไปใช้งานและองค์กรตนเองได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

### กลุ่มเป้าหมาย

กรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น บุคลากรและผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบุคลากรที่สนใจ

### รายละเอียดและเทคนิคที่ใช้

บรรยาย เรียนรู้ ยกตัวอย่างประกอบ พร้อมปฏิบัติผ่านกิจกรรม Workshop การอภิปรายกลุ่มและลงมือปฏิบัติจริงเพื่อให้เกิดการแลกเปลี่ยนเรียนรู้

### สรุป

ในบทนี้ผู้วิจัยได้นำเสนอข้อมูลเชิงปริมาณและข้อมูลเชิงคุณภาพของผลการวิจัยอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง กลุ่มตัวอย่างจำนวน 468 บริษัท ในรอบระยะเวลา 2 ปี ระหว่างปี 2560-2561 พบว่า คุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญในทุกโมเดลที่ทำการศึกษา และผู้วิจัยได้พัฒนาตัวแบบจำลองโดยยึดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Code) อันจะนำไปสู่การสร้างมูลค่าให้กับกิจการ ซึ่งเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560 ตัวแบบจำลองและเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานนี้เน้นการสร้างความสัมพันธ์กับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายเพื่อให้กิจการสามารถหลีกเลี่ยงหรือแก้ไขความขัดแย้งทางผลประโยชน์ให้ได้ผลที่ดีขึ้น แบบจำลองและเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานทำหน้าที่เป็นเครื่องมือสนับสนุนการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้กิจการสามารถดำเนินงานได้อย่างเป็นขั้นตอนมีการสื่อสารให้เข้าใจได้ตรงกัน และสามารถวางแผนการดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่อง โดยการสรุปผลการวิจัย การอภิปรายผลและข้อเสนอแนะการวิจัยจะได้นำเสนอในบทต่อไป

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การศึกษาวิจัยเรื่อง อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์การวิจัยเพื่อ (1) ทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ (2) ทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ (3) ทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และ (4) พัฒนาตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไร ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประชากรในการวิจัยคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่าง การวิจัยเชิงปริมาณ จำนวน 468 บริษัท กลุ่มตัวอย่างการวิจัยเชิงคุณภาพ จำนวน 7 บริษัท โดยเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) เครื่องมือในการวิจัย ได้แก่ แบบแสดงรายการและแบบสัมภาษณ์แบบมีโครงสร้าง (Structure Interview) เก็บรวบรวมข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี หมายเหตุประกอบงบการเงิน และงบการเงิน ในรอบระยะเวลา 2 ปี ระหว่างปี 2560-2561 วิเคราะห์ข้อมูลตามสมมติฐานการวิจัย โดยใช้วิธีการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model) แบบ Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model โดยเนื้อหาการวิจัยในบทนี้ผู้วิจัยแบ่งการนำเสนอออกเป็น 4 ตอน ดังนี้

1. สรุปผลการวิจัย
2. อภิปรายผล
3. ข้อจำกัดของการวิจัย
4. ข้อเสนอแนะ

## สรุปผลการวิจัย

ผู้วิจัยดำเนินการสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย และสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

2. การทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลการวิจัยพบว่า คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร ผลการวิจัยพบว่า คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยพบว่า คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

3. การทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 4 การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร ผลการวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 5 การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

4. การทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 6 การจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยพบว่า การจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

5. การพัฒนาตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยพบว่า ตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2560 ตามสมมติฐานสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่าสถิติทดสอบ เท่ากับ  $\chi^2 = 90.200$ ,  $df = 70$ ,  $\chi^2/2 = 1.289$ ,  $P\text{-value} = 0.053$ ,  $CFI = 1.00$ ,  $GFI = 0.98$ ,  $AGFI = 0.95$ ,  $RMSEA = 0.024$ ,  $SRMR = 0.027$ ,  $NFI = 0.98$ ,  $NNFI = 0.99$ ,  $CN = 534.30$  และปี 2561 ตามสมมติฐานสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่าสถิติทดสอบ เท่ากับ  $\chi^2 = 91.260$ ,  $df = 75$ ,  $\chi^2/2 = 1.217$ ,  $P\text{-value} = 0.098$ ,  $GFI = 0.980$ ,  $AGFI = 0.960$ ,  $NFI = 0.980$ ,  $NNFI = 0.990$ ,  $CFI = 1.000$ ,  $RMSEA = 0.021$ ,  $SRMR = 0.027$  และ  $CN = 555.20$  จึงสรุปได้ว่า ตัวแบบจำลองมีความเหมาะสม หรือกล่าวได้ว่า คุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งปี 2560 และปี 2561

จากการสัมภาษณ์เพื่อยืนยันผลการวิจัยเชิงปริมาณตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ กล่าวคือ ผู้ตอบแบบสัมภาษณ์มีความเห็นต่อคุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ และการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ด้วยค่าเฉลี่ย 1.00, 0.57, 0.71, 1.00, 0.86 และ 1.00 ตามลำดับ ซึ่งมากกว่าหรือเท่ากับ 0.50 จึงสรุปได้ว่า ผลการวิจัยเชิงคุณภาพสอดคล้องกับผลการวิจัยเชิงปริมาณ

ผู้วิจัยได้สังเคราะห์ข้อมูลที่ได้จากการวิจัยเชิงปริมาณ และการสัมภาษณ์ โดยพบว่า องค์ประกอบที่สำคัญคือ สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) ผู้วิจัยจึงสร้างเครื่องมือการประเมินผลการปฏิบัติงาน KPI (Key Performance Indicator) สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนาทรัพยากรบุคลากรที่ถือเป็นปัจจัยที่สำคัญยิ่งในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ และแสดงเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ประเมินผลการปฏิบัติงาน KPI (Key Performance Indicator) และหลักสูตรการอบรมเพื่อพัฒนาบุคลากรสู่ความสำเร็จ

นอกจากนี้ผู้วิจัยได้ดำเนินการจัดทำสรุปผลการวิจัยเพื่อแสดงความสอดคล้องกับการวิจัยในอดีตแสดงได้ดังตารางที่ 41

ตารางที่ 41 แสดงสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์และสมมติฐานการวิจัย

วัตถุประสงค์	สมมติฐานการวิจัย	ผลการวิจัย			ผลตามสมมติฐานการวิจัย			อ้างอิง
		2560	2561	รวม	2560	2561	รวม	
5. เพื่อทดสอบอิทธิพลของ คุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อ การกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่า กิจการของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย	H1: คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพล ทางตรงต่อการกำกับดูแล กิจการที่ดี	+	+	+	✓	✓	✓	- Chan, Watson & woodliff (2014, pp. 59-73) - Khakwani, SadiqShahid & Hamza (2016, pp. 17-26) - Sheikh (2019, pp. 341-353) - Gill & Obradovich (2012, pp. 1-14)
	H2: คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพล ทางตรงต่อการจัดการกำไร	-	-	-	✓	✓	✓	- Safari (2017, pp. 1137-1151) - Alareeni (2018, pp. 551-570) - พรพรรณ คำรงค์สุขนิวัฒน์ และปัญญา อิสระวรวาณิช (2556, หน้า 61-73)
	H3: คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพล ทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	+	+	+	✓	✓	✓	- Rahim & Saad (2014) - Huang & Zhang (2015) - Shahwan (2015, pp. 641-662) - Corvino et al. (2019, pp. 510-532) - อนุวัฒน์ ภัคดี และศิลปพร ศรีจั่นเพชร (2561, หน้า 25-38)
หมายเหตุ:	+ มีอิทธิพลในทิศทางบวก	- มีอิทธิพลในทิศทางลบ	X ปฏิเสธสมมติฐาน	✓ ยอมรับสมมติฐาน	# ไม่มีอิทธิพล			



ตารางที่ 41 (ต่อ)

วัตถุประสงค์	สมมติฐานการวิจัย	ผลการวิจัย			ผลตามสมมติฐานการวิจัย			อ้างอิง
		2560	2561	รวม	2560	2561	รวม	
6. เพื่อทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	H4: การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร	-	-	-	✓	✓	✓	- Hutchinson, Percy & Erkurtoglu (2008, pp. 239-262) - Mansor, Ahmad, Zaluki & Osman (2013, pp. 221-229) - Jouber & Fakhfakh (2014, pp. 18-36) - Shahwan (2015, pp. 641-662) - Alareeni (2018, pp. 551-570) - Helaly, Shehata & Sherif (2018, pp. 373-390)
	H5: การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	+	+	+	✓	✓	✓	- Chitnomrath, Evans & Christopher (2011, pp. 50-67) - Aboud & Diab (2018, pp. 442-458)
หมายเหตุ:	+ มีอิทธิพลในทิศทางบวก	- มีอิทธิพลในทิศทางลบ	X ปฏิเสธสมมติฐาน	✓ ยอมรับสมมติฐาน	# ไม่มีอิทธิพล			

ตารางที่ 41 (ต่อ)

วัตถุประสงค์	สมมติฐานการวิจัย	ผลการวิจัย			ผลตามสมมติฐานการวิจัย			อ้างอิง
		2560	2561	รวม	2560	2561		
7. เพื่อทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	H6: การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	-	-	-	✓	✓	✓	- ศิลปพร ศรีจั่นเพชร และคณะ (2562, หน้า 3) - Akram, Hunjra, Butt & Ijaz (2015, pp. 211-220)
หมายเหตุ:	+ มีอิทธิพลในทิศทางบวก	- มีอิทธิพลในทิศทางลบ	X ปฏิเสธสมมติฐาน	✓ ขอมรับสมมติฐาน	# ไม่มีอิทธิพล			

ตารางที่ 41 (ต่อ)

วัตถุประสงค์	ผลการวิจัย		ผลตามสมมติฐานการวิจัย	
	2560	2561	2560	2561
8. เพื่อพัฒนาตัวแบบจำลองของ คุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และ เครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	การสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interviews) เพื่อพัฒนาตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และ เครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	การสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interviews) เพื่อพัฒนาตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และ เครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	-	ตัวแบบจำลองคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ กล่าวคือ ผู้ตอบแบบสัมภาษณ์มีความเห็นต่อคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และสามารถนำไปพัฒนาเครื่องมือประเมินผลการปฏิบัติงานได้

## อภิปรายผล

การศึกษาวิจัยเรื่อง อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลตามวัตถุประสงค์การวิจัยได้ดังนี้

1. คุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้เพื่อทดสอบวัตถุประสงค์ในการวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการตามสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 คุณลักษณะบริษัท มีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร และสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ พบว่า

คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลการวิจัยพบว่า คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 ทั้งปี 2560 และปี 2561 ที่ทำการวิจัย สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Gill & Obradovich (2012, pp. 1-14) ที่พบว่า ขนาดของบริษัทและผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีผลกระทบต่อ การกำกับดูแลกิจการที่ดี และสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Khakwani, SadiqShahid & Hamza (2016, pp. 17-26) ที่พบว่า สัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทในประเทศปากีสถาน มีอิทธิพลต่อการรายงานข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี สอดคล้องกับ Chan, Watson & woodliff (2014, pp. 59-73) ที่แนะนำว่ากิจการควรให้ความสำคัญกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดี สอดคล้องผลการวิจัยของ Dah, Jizi & Sbeity (2018, pp. 838-853) ที่พบว่า คณะกรรมการในการบริหารงานบริษัทมีส่วนสนับสนุนที่สำคัญในการกำหนดกิจกรรมด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้มีปริมาณกิจการเพิ่มขึ้น สอดคล้องผลการวิจัยของ Sheikh (2019, pp. 341-353) พบว่า การกำหนดคุณลักษณะบริษัทให้มีหน้าที่อย่างชัดเจนในการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีบทบาทต่อความเข้มงวดของการกำหนดมาตรการการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทซึ่งจะสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนที่เป็นจุดเริ่มต้นของการกำกับดูแลกิจการและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Beasley et al. (2000, pp. 441-454) พบว่า บริษัทที่มีการทุจริตกับบริษัทที่ไม่มีการทุจริตจะมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ต่างกันบริษัทที่มีการทุจริตเกิดขึ้นจะมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่น้อยกว่ารวมทั้งมาตรการในการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีบทบาทในการกำหนดคุณลักษณะและบริษัทมีหน้าที่อย่างชัดเจนในการปฏิบัติตามหลักบรรษัทภิบาล Sheikh (2019, pp. 341-353)

คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร ผลการวิจัยพบว่า คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญ ทางสถิติ ตามสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 ทั้งปี 2560 และปี 2561 ที่ทำการวิจัย สอดคล้องกับผลการวิจัยของพรพรรณ คำรงค์ สุขนิวัฒน์ และปัญญา อิศระวรวานิช (2556, หน้า 61-73) ที่พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับการตกแต่งกำไร โดยกิจการขนาดใหญ่มีโอกาสในการตกแต่งกำไรเพื่อหลีกเลี่ยงผลขาดทุนมากกว่าเมื่อเทียบกับกิจการขนาดเล็ก Alareeni (2018, pp. 551-570) ที่พบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไร Safari (2017, pp. 1137-1151) ที่พบว่า การปฏิบัติตามหลักการของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบส่งผลให้ การจัดการกำไรลดลง ซึ่งบ่งชี้ว่าโครงสร้างของคณะกรรมการมีประสิทธิภาพสำหรับการปรับปรุงคุณภาพรายงานทางการเงิน ทฤษฎีความชอบธรรมหรือทฤษฎีชอบด้วยกฎหมาย กล่าวไว้ว่าบริษัท ที่ต้องการอยู่รอดต่อไปในสังคมจะพยายามเปิดเผยข้อมูลต่างๆ โดยสมัครใจและจะต้องกระทำให้ถูกต้องตามกฎหมายเพื่อพิสูจน์ให้สังคมเห็นว่าบริษัทเป็นพลเมืองที่ดีเพื่อจะเป็นหลักประกันว่าบริษัทจะอยู่รอดต่อไปในสังคม

คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยพบว่า คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 ทั้งปี 2560 และปี 2561 ที่ทำการวิจัย สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Rahim & Saad (2014, pp. 84-94) ที่พบว่า การเจริญเติบโตของบริษัทมหาชนในกลุ่มอาเซียน พบอัตราการเพิ่มขึ้นของการเจริญเติบโตของบริษัทส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของผลกำไรของบริษัท และสอดคล้องกับผลการวิจัย Huang, Wu & Zhang (2015, pp. 393-405) พบว่า ความสามารถในการเจริญเติบโตของบริษัทนั้นส่งผลต่อผลการดำเนินงานที่ยั่งยืนของบริษัท และสอดคล้องกับ Shahwan (2015, pp. 641-662) ที่แสดงให้เห็นว่าลักษณะของบริษัทจะเป็นประโยชน์ต่อผลการดำเนินงานและโอกาสของบริษัท และสอดคล้องกับ Haniffa & Hudaib (2006, pp. 1034-1062) พบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานทางบัญชี เมื่อเปรียบเทียบกับขนาดของบริษัท และโอกาสในการเติบโต และสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Corvino et al. (2019, pp. 510-532) พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท สอดคล้องกับผลการวิจัยของอนุวัฒน์ ภักดี และศิลาพร ศรีจันเพชร (2561, หน้า 25-38) ที่พบว่า ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน

2. การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้เพื่อทดสอบวัตถุประสงค์ในการวิเคราะห์อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 4 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร และสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 5 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยพบว่า

การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรผลการวิจัยพบว่า กำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 4 ทั้งปี 2560 และปี 2561 ที่ทำการวิจัย การวิจัยครั้งนี้พบว่า เมื่อบริษัทให้ความสำคัญต่อการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดโอกาสในการจัดการกำไรให้น้อยลงได้ สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Helaly, Shehata & Sherif (2018, pp. 373-390) ที่พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดี มีนัยสำคัญต่อระดับการจัดการกำไร และสอดคล้องกับ Alareeni (2018, pp. 551-570) ที่พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในประเทศบาห์เรน และผลการวิจัยของ Hutchinson, Percy & Erkurtoglu (2008, pp. 239-262) ก็ให้การสนับสนุนการศึกษานี้ว่าการปฏิบัติด้านการกำกับดูแลมีความสำคัญต่อการจัดการกำไร และสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Shahwan (2015, pp. 641-662) ที่แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้การตกแต่งกำไรลดลง สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Joubert & Fakhfakh (2014, pp. 18-36) ที่พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์กัน โดยประเทศที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีการคุ้มครองสิทธิผู้ถือหุ้นทำให้มั่นใจได้ว่าการบังคับใช้กฎหมายอย่างเข้มงวดและบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลที่ดีจะไม่ส่งผลต่อการจัดการกำไรในบริษัท สอดคล้องกับการสัมภาษณ์ที่พบว่าบริษัทจะไม่ดำเนินการใดที่เป็นลักษณะที่อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์กับบริษัทและสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Mansor, Ahmad, Zaluki & Osman (2013, pp. 221-229) ที่พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถควบคุมการจัดการกำไรได้ทั้งจากบริษัทที่มีครอบครัวเป็นเจ้าของและบริษัทที่ไม่ใช่ครอบครัว สอดคล้องกับสุนทรีย์ เหล่าพัชจัน, พรอนงค์ บุญราตรี และเดวิด ฮิลลิ (2559, หน้า 1) ที่แสดงให้เห็นว่าการมีธรรมาภิบาลส่งผลให้การจัดการกำไรลดลง และสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Hutchinson, Percy & Erkurtoglu (2008, pp. 239-262) ที่พบว่า การปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการมีความสำคัญต่อการจัดการกำไร

การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 5 ทั้งปี 2560 และปี 2561 ที่ทำการวิจัย สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Chitnomrath, Evans & Christopher (2011, pp. 50-67) ผลการศึกษาพบว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นปัจจัยที่สำคัญที่ส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการของบริษัทและจากการวิจัยเชิงคุณภาพผู้ให้ข้อมูลได้แสดงความคิดเห็นว่าบริษัทมีการดำเนินงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมิได้มุ่งเน้นประโยชน์สูงสุดเพียงอย่างเดียวจะดำเนินธุรกิจไปพร้อมกับการคำนึงถึงและสร้างประโยชน์กับสังคม สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Aboud & Diab (2018, pp. 442-458) ที่พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าบริษัท และผลการวิจัยนี้จะสนับสนุนผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดีและนำไปสู่การเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งผลที่ตามมาจะแสดงให้เห็นถึงความสำคัญและนโยบายที่เกี่ยวข้องกับการควบคุม การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการพัฒนาอย่างยั่งยืน

### 3. การจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้เพื่อทดสอบวัตถุประสงค์ในการวิเคราะห์อิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 6 การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยพบว่า การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามสมมติฐานการวิจัยข้อที่ 6 ทั้งปี 2560 และปี 2561 ที่ทำการวิจัย สอดคล้องกับผลการวิจัยของ ชาวาลัย หม่อมบุญ และนิมนวล วิเศษสรรพ (2558, หน้า 91-104) พบว่า ประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการจัดการกำไร แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนที่มีประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการสูงกว่าจะมีการจัดการกำไรน้อยกว่า ศิลปพร ศรีจันทเพชร และคณะ (2562, หน้า 3) กล่าวว่า การจัดการกำไรเป็นการบิดเบือนรายการผ่านการตกแต่งรายได้หรือค่าใช้จ่ายให้สูงหรือต่ำเพื่อวัตถุประสงค์ในการตกแต่งตัวเลขที่ต้องการหรือจงใจให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น โดยผู้บริหารอาจเลือกใช้หลักการบัญชีหรือนโยบายบัญชีหรือ舍利รายการรายได้และค่าใช้จ่ายในงวดที่ต้องการ การวิเคราะห์ตัวเลขผู้วิเคราะห์ต้องพิจารณาประเด็นต่างๆ ว่ามีปัจจัยบ่งชี้หรือสัญญาณการตกแต่งตัวเลขกำไรหรือไม่ และสะท้อนว่าการจัดการกำไรจะเป็นปัจจัยชี้้นำให้กลุ่มนักลงทุนต้องให้ความระมัดระวังในการตัดสินใจต่อข้อมูล และสนับสนุนแนวความคิดที่ว่าเมื่อลดการจัดการกำไรลงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการของบริษัทเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียที่ศึกษาถึงนโยบายของบริษัท และปัจจัยต่างๆ ที่สร้างผลกระทบให้เกิดกับกลุ่มของผู้มีส่วนได้

เสียที่เกี่ยวข้องกับบริษัท โดยบริษัทจะต้องมีความรับผิดชอบต่อผลกระทบที่เกิดขึ้นกับกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสีย และผลการวิจัยของ Chaney & Lewis (1995, pp. 319-345) พบว่า การจัดการกำไรส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการและสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Akram, Hunjra, Butt & Ijaz (2015, pp. 211-220) พบว่า การจัดการกำไร ในประเทศปากีสถานมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

### ข้อจำกัดของการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้มีข้อจำกัด 2 ประการ คือ

1. การวิจัยในครั้งนี้ไม่ครอบคลุมทุกกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งทำให้ไม่เห็นภาพรวมของทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผู้วิจัยได้ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินซึ่งกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมีโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ทำให้อัตราส่วนทางการเงินที่คำนวณได้ต่างกัน เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินที่ต่างกัน หากนำกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินมาวิเคราะห์ด้วย อาจทำให้ผู้ที่นำผลการวิจัยไปใช้เข้าใจผลการวิเคราะห์ข้อมูลคลาดเคลื่อนได้

2. การวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลช่วงระยะเวลา 2 ปี ตั้งแต่ปี 2560 ถึงปี 2561 เนื่องจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 ได้ออกหลักการใหม่มาในปี 2560 เพื่อพัฒนาประเด็นใหม่ๆ ให้ครอบคลุมถึงแนวคิดหรือปัจจัยที่เปลี่ยนไป หากผู้วิจัยนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 ที่เป็นแนวคิดเดิมมาวิเคราะห์ด้วย อาจทำให้ผู้ที่นำผลการวิจัยไปใช้เข้าใจผลการวิเคราะห์ข้อมูลคลาดเคลื่อนได้

### ข้อเสนอแนะ

การนำเสนอข้อมูลการวิจัยในส่วนนี้ ผู้วิจัยนำเสนอข้อเสนอแนะการวิจัยโดยแบ่งออกเป็น 2 ด้าน คือ ข้อเสนอแนะสำหรับการนำไปใช้ปฏิบัติ และข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการวิจัยครั้งต่อไป โดยมีรายละเอียดดังนี้



## 1. ข้อเสนอแนะสำหรับการนำไปใช้ปฏิบัติ

ผลการวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะให้กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้เป็นแนวทางเพื่อนำไปปรับใช้ในการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาว น่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้นและประโยชน์ในการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1.1 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการจัดการกำไร เนื่องจากองค์ประกอบดังกล่าวมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการทุกโมเดลที่ทำการศึกษา

1.2 การเพิ่มมูลค่าแก่กิจการและการสร้างความพึงพอใจให้กับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายนั้น กิจการต้องให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยอย่างยิ่งการสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร เนื่องจากองค์ประกอบดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการทุกโมเดลที่ทำการศึกษา

1.3 ผลการวิจัยในประเด็นอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ เป็นข้อมูลสำหรับคณะกรรมการของบริษัทในการกำกับดูแลให้มีการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อส่งผลต่อคุณภาพของรายงานทางการเงินซึ่งเป็นไปตามหลักเกณฑ์ของการรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนที่ควรปฏิบัติอันจะส่งผลให้ลดการจัดการลดลงและสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน

1.4 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรให้ความสำคัญในการนำเสนอข้อมูลอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) อัตรากำไรต่อหุ้น (Earning Per Share) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added) และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) เนื่องจากผลการวิจัยครั้งนี้พบว่า องค์ประกอบดังกล่าวสามารถอธิบายมูลค่ากิจการในทิศทางบวกได้อย่างต่อเนื่องตลอดช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา

1.5 หน่วยงานที่กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรส่งเสริมให้มีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี เมื่อพิจารณาผลการวิจัยพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถสร้างมูลค่ากิจการได้

1.6 หน่วยงานกำกับดูแลสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นแนวทางในการกำหนดหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีในอนาคต

## 2. ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการวิจัยครั้งต่อไป

1.1. การศึกษาในครั้งต่อไปควรมีการศึกษาในช่วงระยะเวลาที่เพิ่มขึ้น โดยใช้กรอบแนวคิดนี้ เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาในช่วงเริ่มต้นของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ปี 2560 เนื่องจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560 (Corporate Governance Code) หลักเกณฑ์ใหม่ในปี 2560 เพื่อยืนยันผลการวิจัยในด้านของความสอดคล้องและความแตกต่างของช่วงระยะเวลา

1.2. การศึกษาในครั้งต่อไปควรมีการนำตัวแบบจำลองและตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ไปใช้กับกลุ่มประชากรอื่นหรือบริบทอื่นที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ เช่น บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นต้น เพื่อยืนยันผลการวิจัย

1.3. การศึกษาในครั้งต่อไปอาจมีการจำแนกเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อทำการเจาะลึกผลการศึกษา เนื่องจากอุตสาหกรรมแต่ละประเภทมีสถานะการแข่งขันที่แตกต่างกันออกไป ซึ่งจะมีผลต่อการดำเนินธุรกิจที่แตกต่างกันไปด้วย

1.4. การศึกษาครั้งต่อไปอาจเพิ่มเติมตัวแปรให้มากขึ้น เช่น ค่าตอบแทนของคณะกรรมการ หรือประสิทธิภาพของคณะกรรมการ เพื่อให้ตัวแบบจำลองที่พัฒนามีประสิทธิภาพในการอธิบายปรากฏการณ์ได้อย่างครอบคลุมยิ่งขึ้น

1.5. การวิจัยในครั้งนี้ได้ข้อค้นพบว่า คุณลักษณะบริษัทมีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการ และการจัดการกำไรผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดี และการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำไร อาจมีการศึกษาเพิ่มเติมโดยเจาะลึกในแต่ละด้านสำหรับการศึกษาในอนาคต

## สรุป

อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย คุณลักษณะบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไรและมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ และการจัดการกำไรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ การศึกษาในอนาคตอาจมีการขยายผลการศึกษาโดยเทียบเคียงโมเดลการวิจัยในครั้งนี้ และดำเนินการขยายผลการศึกษาไปยังกลุ่มประชากรอื่นที่มีลักษณะใกล้เคียงกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือใช้วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลในรูปแบบใหม่และนำกลับมาทำการทดสอบโมเดลที่กำหนดขึ้นในครั้งนี้ อีกครั้ง

## บรรณานุกรม

- เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย และอนุวัฒน์ ภักดี. (2561). คุณลักษณะของคณะกรรมการ  
ความระมัดระวังทางบัญชีและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาชีพบัญชี, 14(43), หน้า 27-47.
- คณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ. (2555). ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ  
และฝ่ายจัดการ. สืบค้นเมื่อ 25 มีนาคม 2560, จากเว็บไซต์: [www.sec.or.th](http://www.sec.or.th)
- ชวาลย์ หม่อมบุญ และนิมนวล วิเศษสรรพ. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ  
ที่ดีกับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนไทย กรณีบริษัทมีโครงสร้างของผู้ถือหุ้น  
แตกต่างกัน. วารสารสภาวิชาชีพบัญชี, 11(31), หน้า 91-104.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). แนวทางการจัดทำรายงานความรับผิดชอบต่อสังคม.  
พิมพ์ครั้งที่ 1, กรุงเทพฯ.
- \_\_\_\_\_. (2560). การกำกับดูแลกิจการ. สืบค้นเมื่อ 25 มีนาคม 2560, จากเว็บไซต์:  
<https://www.set.or.th>.
- \_\_\_\_\_. (2560). การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน: คู่มือสำหรับนักลงทุน.  
สืบค้นเมื่อ 20 มีนาคม 2560, จากเว็บไซต์: <https://www.set.or.th>.
- \_\_\_\_\_. (2562). รายงานที่เกี่ยวข้องกัน. สืบค้นเมื่อ 10 สิงหาคม 2562, จากเว็บไซต์:  
<https://www.set.or.th>.
- \_\_\_\_\_. (2562). รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์. สืบค้นเมื่อ 9 มกราคม 2562,  
จากเว็บไซต์: <http://www.set.or.th/th/company/companylist.html>.
- ชกานต์ ชาติวงศ์. (2560). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการตกแต่ง  
กำไร. วารสารวิชาชีพบัญชี, 13(37), หน้า 45-52.
- นงลักษณ์ วิรัชชัย. (2542). โมเดลลิשראל: สถิติวิเคราะห์สำหรับการวิจัย. (พิมพ์ครั้งที่ 3) กรุงเทพฯ:  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- พรอนงค์ บุษราตระกูล, จรรย์ญา เสถียรโชค และณรงค์ฤทธิ์ อัสวเรืองพิภพ. (2559). การกำหนด  
ค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน, หน้า 1-36.
- พรอนงค์ บุษราตระกูล และสุนทรี เหล่าพัดจัน. (2560). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง  
ค่าตอบแทนกรรมการ ระดับของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และผลการดำเนินงานของบริษัท  
จดทะเบียนของประเทศไทย. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, หน้า 1-40.

- พรพรรณ คำรงสุขนิวัฒน์ และปัญญา อิศระวรวานิช. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการกับการตกแต่งกำไรของกิจการในอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์: หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 9(26), หน้า 61-73.
- พิชญ์ณัฐ เสี่ยงกลาง และชุติมา นาคประสิทธิ์. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเลือกผู้สอบบัญชี: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารชุมชนวิจัย*, 10(3), หน้า 73-85.
- ภาวินีย์ ภัทรทวิสุข. (2560). การกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างความระมัดระวังแบบไม่มีเงื่อนไขและการตกแต่งกำไรอย่างไร. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 13(37), หน้า 15-28.
- มนวิภา ผดุงสิทธิ์. (2548). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 28(106), หน้า 13-20.
- วรรณพร ศิริทิพย์ และธาริณี พงศ์สุพัฒน์. (2555). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณสมบัติของคณะกรรมการบริษัท คณะกรรมการตรวจสอบ และโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับคุณภาพกำไร. การประชุมวิชาการบัณฑิตศึกษาระดับชาติ/นานาชาติ ครั้งที่ 2, มหาวิทยาลัยศิลปากร, หน้า 678-692.
- วัฒนา ศักยชีวกิจ และกอบกุล จันทร์โคติกา. (2559). ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 12(33), หน้า 50-63.
- วิไลพร วรจิตตานนท์. (2549). *วิจัยทางการศึกษา*. (พิมพ์ครั้งที่ 2). ฉะเชิงเทรา: สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบังคณะครุศาสตร์อุตสาหกรรม.
- ศิลป์พร ศรีจันเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 31(120), หน้า 44.
- \_\_\_\_\_. (ม.ป.ป.). *เปิดมุมมองบรรษัทภิบาล*. *วารสารสื่อพลัง*, หน้า 19-23.
- ศิลป์พร ศรีจันเพชร, เกียรติกร บุญเลิศอุทัย และอนุวัฒน์ ภัคดี. (2562). รายงานทางการเงินและการวิเคราะห์. พิมพ์ครั้งที่ 1, กรุงเทพฯ.
- ศิลป์พร ศรีจันเพชร และอนุวัฒน์ ภัคดี. (2562). กลไกการกำกับดูแลกิจการ ลักษณะองค์กรและคุณภาพการสอบบัญชี: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ*, สมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทย ในพระราชูปถัมภ์ สมเด็จพระเทพรัตนราชสุดาฯ สยามบรมราชกุมารี, 8(1), หน้า 101-116.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). *ภาพรวมของการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ*. สืบค้นเมื่อ 18 เมษายน 2562, จากเว็บไซต์: [https://www.set.or.th/yfs/main/download/YFS2017\\_YFSCamp\\_Inv\\_Reading02.pdf](https://www.set.or.th/yfs/main/download/YFS2017_YFSCamp_Inv_Reading02.pdf).

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2559). การพัฒนาอย่างยั่งยืน.

สืบค้นเมื่อ 22 มีนาคม 2560, จากเว็บไซต์: <https://www.sec.or.th>.

\_\_\_\_\_. (2560). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560. สืบค้นเมื่อ

2 เมษายน 2560, จากเว็บไซต์: [www.sec.or.th](http://www.sec.or.th).

สุนทรี เหล่าพัดจัน, พรอนงค์ บุษราตระกูล และเดวิด ฮิลลิ. (2559). การจัดการกำไร ธรรมเนียมปฏิบัติ และการซื้อขายหุ้นของบุคคลวงในกรณี: กรณีศึกษาประเทศไทย. **จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์**, 149, หน้า 1.

สุพจน์ วัฒนะจิตพงศ์, ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย และมาลีมาส สิทธิสมบัติ. (2556). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลการศึกษาผลของการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงจากงวดก่อนหน้าและผลของการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์. **วารสารบัณฑิตวิจัย**, 8(2), หน้า 199-212.

องค์กรเพื่อความร่วมมือและพัฒนาทางเศรษฐกิจ. (2547). **หลักการกำกับดูแลกิจการของ OECD.**

**จัดพิมพ์โดยมูลนิธิกองทุนเพื่อการพัฒนา ระบบตลาดทุน.**

อนุวัฒน์ กักดี และศิลาพร ศรีจันเพชร. (2561). โมเดลสมการโครงสร้างคุณลักษณะคณะกรรมการ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **วารสารวิชาชีพบัญชี**, 14(41), หน้า 25-38.

## BIBLIOGRAPHY

- Abdillah, M, R., Mardijuwono, A, W., & Habiburrochma, H. (2019). The effect of company characteristics and auditor characteristics to audit report lag. **Asian Journal of Accounting Research**. 4(1), pp. 129-144.
- About, A., & Diab, A. (2018). The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value: Evidence from Egypt. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, 8(4), pp. 442-458.
- Adelopo, I. (2011). Voluntary disclosure practices among listed company in Nigeria. **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting**, 27(2011), pp. 338-345.
- Agyemang, O., & Castellini, M. (2015). Corporate governance in an emergent economy: a case of Ghana. **Corporate Governance**, 15(1), pp. 52-84.
- Akram, M, A., Hunjra, A, I., Butt, S., & Ijaz, I. (2015). Earnings management and organizational performance: Pakistan VS India. **Journal of Business Management and Accounts**, 4(9), pp. 211-220.
- Alareeni, B. (2018). Does corporate governance influence earnings management in listed companies in Bahrain Bourse. **Journal of Asia Business Studies**, 12(4), pp. 551-570.
- Almahrog, Y., & Aribi, Z, A. (2018). Earnings management and corporate social responsibility: UK evidence. **Journal of Financial Reporting and Accounting**. 16(2), pp. 312-332.
- Ali, U., Kilic, M., & Bayyurt, N. (2013). Association between firm characteristics and corporate voluntary disclosure: Evidence from Turkish listed companies. **Intangible Capital**, 9(4), pp. 1080-1112.
- AlNodel, A., & Hussainey, K. (2016). Corporate Governance and Financing Decisions by Saudi Companies. **Journal of Modern Accounting and Auditing**, 6(8). pp. 1-14.
- Alsaeed, K. (2006). The association between firm-Specific characteristics and disclosure: The case of Saudi Arabia. **Managerial Auditing Journal**, 21(5), pp. 476-496.

- Anderson, W, S., & Lanen, N, W. (1999). Economic transition, strategy and the evolution of management accounting practices: the case of India. **Accounting, Organizations and Society**, 24 (5/6), pp. 379-412.
- Anthony, R, N., Dearden, J., & Vancil, R, F. (1972). **Management Control Systems**. Richard Irwin, Homewood, IL.
- Arayssi, M., & Jizi, M. (2019). Does corporate governance spillover firm performance: A study of valuation of MENA Companies. **Social Responsibility Journal**, 15(5), pp. 597-620.
- Arsoy, A, P., & Crowther, D. (2008). Corporate governance in Turkey: reform and convergence. **Social Responsibility Journal**, 4(3), pp. 407-421.
- Ayres, F, L., & Hethcox, K, B. (1994). Accuracy differences as a function of preparer status: An analysis of money's tax test. **Financial Counseling and Planning**, 5, pp. 117-126.
- Barth, M, E., Elliott, J, A., & Finn, M, W. (1999). Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings. **Journal of Accounting Research**, 37(2), pp. 387-413.
- Bashira, A., & Asadb, M. (2018). Moderating Effect of Leverage on the Relationship between Board Size, Board Meetings and Performance: A Study on Textile Sector of Pakistan. **American Scientific Research Journal for Engineering, Technology, and Sciences (ASRJETS)**, 39(1), pp. 19-29.
- Beasley, M, S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. **The Accounting Review**, 71(4), pp. 443-465.
- Beasley, M, S., Carcello, J, V., Hermanson, D, R., & Lapidés, P, D. (2000). Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms. **Accounting Horizons**, 14(4), pp. 441-454.
- Berthelot, S., Morris, T., & Morrill, C. (2010). Corporate governance rating and financial performance: a Canadian Study. **Corporate governance: the international journal of business in society**, 10(5), pp. 635-646.
- Bhagat, S., & Black, B. (2001). The non-correlation between board independence and long term firm performance. **Journal of Corporation Law**, 27(2), pp. 231-274.
- Black, B, S., Jang, H., Kim, W. (2005). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values: Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics & Organization**, 22(2), pp. 366-413.



- Booth, T., Ainscow, M., Black-Hawkins, K., Vaughan, M., & Shaw, L. (2000). **Index for Inclusion: Developing Learning and Participation in Schools**. Bristol, Centre for Studies on Inclusive Education.
- Bruynseels, L., & Cardinaels, E. (2014). The audit committee: management watchdog of personal friend of CEO. **The accounting review**, 89(1), pp. 113-145.
- Buallay, A., & Hamdan, A. (2019). The relationship between corporate governance and intellectual capital: The moderating role of firm size. **International Journal of Law and Management**, 61(2), pp. 384-401.
- Burgstahler, D. C., & Dichev, I. D. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of accounting and economics**, 24(1), pp. 99-126.
- Camfferman, K., & Cook, T. E. (2002). An analysis of disclosure in the annual reports of U.K. and Dutch Companies. **Journal of International Accounting Research**, 1(1), pp. 3-30.
- Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Raghunandan, K. (2005). Factors associated with U.S. public companies' investment in internal auditing. **Accounting horizons**, 19(2), pp. 69-84.
- Carol A, A., Wan-Ying, H., & Clare, B. R. (1998) Corporate Social Reporting Practices in Western Europe: Legitimizing Corporate Behavior. **The British Accounting Review**, 30(1), pp. 1-21.
- Carroll, A. (1993). **Ethics and Stakeholder Management**, 2<sup>nd</sup> ed. South-Western, Cincinnati.
- Carney, D. (1999). **Livelihood Approaches Compared**. DFID, London: UK.
- Chan, M., Watson, J., & Woodliff, D. (2014). Corporate Governance Quality and CSR Disclosures. **Journal of Business Ethics, Springer**, 125(1), pp. 59-73.
- Chaney, P. K., & Lewis, C. M. (1995). Earnings management and firm valuation under asymmetric information. **Journal of Corporate Finance**, 1(3-4), pp. 319-345.
- Chenhall, R., & Langfield-Smith, K. (1998). Factors Influencing the Role of Management Accounting in the Development of Performance Measures within Organizational Change Programs. **Management Accounting Research**, 9(4), pp. 361-386.
- Chen, J. F., Chou, Y. Y., Duh, R. R., & Lin, Y. C. (2014). Audit committee director-auditor interlocking and perceptions of earnings quality. **Journal of practice & theory**, 33(4), pp. 41-70.

- Cheng, Q., & Warfield, T. (2005). Equity incentives and earnings management. **Accounting Review**, 80(2), pp. 441-476.
- Chitnomrath, T., Evans, R., & Christopher, T. (2011). Corporate governance and post-bankruptcy reorganization performance Evidence from Thailand. **Asian Review of Accounting**, 19(1), pp. 50-67.
- Chugh, C, Kaur, N., & Gupta, A, K. (2011). Role of antioxidant and anaerobic metabolism enzymes in providing tolerance to maize (*Zea mays* L.) seedlings against waterlogging. **Indian Journal of Biochemistry & Biophysics**, 48(5), pp. 346-352.
- Chung, K., & Pruitt, S. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. **The Journal of the Financial Management Association**, 23(3), pp. 70-74.
- Clancy, D., & Roman, F. (2014). The Impact of Firm Size on the Productivity of Resources. **Advances in Management Accounting**, 22, pp. 1-24.
- Coleman. (2007). The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions. **Journal of Risk Finance**, 8(1), pp. 56-71.
- Coleman, K, A. (2007). Corporate Governance and Shareholder Value Maximization: An African Perspective. **African Development Bank**, 19(2), pp. 350-367.
- Cormier, D., & Gordon, I, M. (2001). An examination of social and environmental reporting strategies. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**. 14(5), pp. 587-616.
- Cooke, T, E. (1989). Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies. **Journal of International Financial Management and Accounting**, 1(2), pp. 171-195.
- Corvino, A., Caputo, F., Pironti, M., Doni, F., & Martini, S, B. (2019). The moderating effect of firm size on relational capital and firm performance: Evidence from Europe. **Journal of Intellectual Capital**, 20(4), pp. 510-532.
- Creswell, J, & Plano Clark, V. (2007). **Designing and Conducting Mixed Methods Research**. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Cullinan, C, P., Roush, P, B., & Zheng, X. (2012). CEO/Chair Duality in the Sarbanes-Oxley Era: Board Independence Versus Unity of Command. **Research on Professional Responsibility and Ethics in Accounting**, 16, pp. 167-183.

- Dah, M., Jizi, M., & Sbeity, S. (2018). Board independence and managerial authority. **An International Journal**, 25(3), pp. 838-853.
- Dechow, P., & Schrand, C. (2004). **Earnings quality**. The Research Foundation of CFA Institute. United States of America.
- Dechow, P, M., & Skinner, D, J. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. **American Accounting Association Accounting Horizons**, 14(2), pp. 235-250.
- Dechow, P, M., Sloan, R, G., & Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. **The accounting review**, 70(2), pp. 193-225.
- Deegan, C, U. (2006). **Financial Accounting Theory**. UK: Maidenhead McGraw Hill.
- Delmas, M, A., Etzion, D., & Nairn-Birch, N. (2013). Triangulating environmental performance: what do corporate social responsibility ratings really capture. **The academy of management perspectives**, 27(3), pp. 255-267.
- Demirbas, D., & Yukhanaev, A. (2011). Independence of board of directors, employee relation and harmonisation of corporate governance. **Employee Relations**, 33(4), pp. 444-471.
- Diamond, D., & Verrechia, R. (1991). Disclosure Liquidity and the Cost of Optimal Capital. **The Journal of Finance**, 46, pp. 1325-1360.
- Donaldson, T., & Presston, L, E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. **Academy of Management Review**, 20(1), pp. 65-91.
- Duchin, R., Matsusaka, J, G., & Ozbas, O. (2010). When are outside directors effective. **Journal of Financial Economics**, 96(2), pp. 195-214.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. **The Journal of Finance**, 59(2), pp. 537-600.
- Elghuweel, M, I., Ntim, C, G., Opong, K, K., & Avison, L. (2017). Corporate governance, Islamic governance and earnings management in Oman: A new empirical insights from a behavioural theoretical framework. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, 7(2), pp. 190-224.
- Eng, L, L., & Mak, Y, T. (2003). Corporate Governance and Voluntary Disclosure. **Journal of Accounting and Public Policy**, 22(4), pp. 325-345.

- Ferris, G. R., Arthur, M. M., Berkson, H. M., Kaplan, D. M., Harrell, C. G., & Frink, D. W. (1998). Towards a social context theory of the human resource management-organisational effectiveness relationship. **Human Resource**, 8(3), pp. 235-264.
- Fiedler, F. E. (1967). **A theory of leadership effectiveness**. New York: McGraw-Hill Book Company.
- Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2007). Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings-Evidence from China. **Journal of accounting and public policy**, 26(4), pp. 463-496.
- Fisher, J. (1995). Contingency Based Research on Management Accounting Control Systems: Categorization by Level of Complexity. **Journal of Accounting Literature**, 14(1), pp. 24-53.
- Franco-Santos, M., et al. (2007). **International Journal of Operations and Production Management**, 27(8), pp. 784-801.
- Freeman, R. (1984). **Strategic Management: A Stakeholder Approach**. Pitman Publishing Inc., Boston.
- Gao, Y., & Wagenhofer, A. (2016). Accounting conservatism and board monitoring. **AAA 2013 Management accounting section (MAS) Meeting Paper**, pp. 1-47
- Garegnani, G. M., Merlotti, E. P., Russo, A. (2015). Untangling the antecedents of code of ethics quality: does corporate governance matter. **Corporate Governance**, 15(5), pp. 607-622.
- Ghazali, A. W., Shafie, N. A., & Sanusi, Z. M. (2015). Earnings management: An analysis of opportunistic behavior, monitoring mechanism and financial distress. **Procedia economics and finance**, 28, pp. 190-201.
- Ghazali, M. N. (2007). Ownership structure and corporate social responsibility disclosure: some Malaysian evident. **Corporate Governance Journal**, 7(3), pp. 251-256.
- Gill, A., & Obradovich, J. (2012). The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. **International Research Journal of Finance and Economics**, 91, pp. 46-56.
- Gill, A., Biger, N., Mand., H. S., & Mathur, N. (2013) Earnings management, firm performance, and the value of Indian manufacturing firms. **International Research Journal of Finance and Economics**, (116), pp. 13-26.

- Gray, R., Owen, L., & Adams, C. (1996). **Accounting and Accountability: Changes and Challenges in Corporate and Social Reporting**. London: Prentice-Hall Europe.
- Golob, T. F. (2003). Review Structural Equation Modeling for Travel Behavior Research. **Transportation Research**, 37, pp. 1-25.
- Gordan, L. A., & Miller, D. (1976). A Contingency Framework for the Design of Accounting Information Systems. **Accounting, Organizations and Society**, 1(1), pp. 59-69.
- Guthrie, J., & Parker, L. D. (1989). Corporate Social Reporting: A Rebuttal of Legitimacy Theory. **Accounting and Business Research**, 19(1), pp. 343-352.
- Hadiye, A., & Praveen, K. (2012). Strategic Ownership Structure and the Cost of Debt. **The Review of Financial Studies**, 25(7), pp. 2257–2299.
- Hair, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (1998). **Multivariate Data Analysis (5th ed.)**. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. **Journal of Business Finance and Accounting**, 33(7-8), pp. 1034-1062.
- Helaly, M, El., Shehata, N, F., & Sherif, R, El. (2018). National corporate governance, GMI ratings and earnings management: A country level study. **Asian Review of Accounting**, 26(3), pp. 373-390.
- Henri, J, F., & Heroux, S. (2019). Exploring the governance committee: the trinity's great forgotten. **The International Journal of Business in Society**, 19(2), pp. 339-352.
- Hodgson, A., Lhaopadchan, S., & Buakes, S. (2011). How informative is the Thai corporate governance index A financial approach. **International Journal of Accounting & Information Management**, 19(1), pp. 53-79.
- Hossain, M., Tan, L. M., & Adams, M. (1994). Voluntary Disclosure in an Emerging Capital Market: Some Empirical Evidence from Companies Listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange. **International Journal of Accounting**, 29(4), pp. 334-351.
- Huang, T., Wu, F., Yu, J., & Zhang, B. (2015). International Political Risk and Government Bond Pricing. **Journal of Banking & Finance**, 55(3), pp. 393-405.

- Hutchinson, M, R., Percy, M., & Erkurtoglu, L. (2008). An investigation of the association between corporate governance, earnings management and the effect of governance reforms. **Accounting Research Journal**, 21(3), pp. 239-262.
- Iswajuni, I., Manasikana, A., & Soetedjo, S. (2018). The effect of enterprise risk management (ERM) on firm value in manufacturing companies listed on Indonesian Stock Exchange year 2010-2013. **Asian Journal of Accounting Research**, 3(2), pp. 224-235.
- Jamaludin, N, D., Sanusi, Z, M., & Kamaluddin, A. (2015). Board structure and earnings management in malaysian government linked companies. **Procedia economics and finance**, 28, pp. 235-242.
- Jensen, M. C., & Meckling, W, H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, Agency costs and Ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3(40), pp. 305-360.
- John, K., & Senbet, L,W. (1998). Corporate governance and board effectiveness 1. **Journal of Banking & Finance**, 22(4), pp. 371-403.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, 29(2), pp. 193-228.
- Joubert, H., & Fakhfakh, H. (2012). Earnings management and board oversight: an international comparison. **Managerial Auditing Journal**, 27(1), pp. 66-86.
- \_\_\_\_\_. (2014). The association between CEO incentive rewards and earnings management: Do institutional features matter. **Euro Med Journal of Business**, 9(1), pp. 18-36.
- Juan, P, S., & Emma, G, M. (2007). Ownership Structure, Discretionary Accruals and the Informativeness of Earnings. **Journal compilation**, 15(4), pp. 677-691.
- Kaplan, R. S., & Norton, D, P. (1996). **The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action**. Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Kazemian, S., & Sanusi, Z, M. (2015). Earnings management and ownership structure. **Procedia economics and finance**, 31, pp. 618-624.
- Khakwani, M, S., SadiqShahid, M., & Hamza, A. (2016). Effect of Corporate Governance and Financial Leverage on Market value Added in Pakistan. **Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies**, 2(1), pp. 17-26.

- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, 33(3), pp. 375-400.
- Krenn, M. (2015). Understanding decoupling in response to corporate governance reform pressures: The case of codes of good corporate governance. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, 23(4), pp. 369-382.
- Langfield-Smith, K., Thorne, H., & Hilton, R. W. (2009). **Management Accounting: Information for Creating and Managing Value, fifth ed.** McGraw-Hill, North Ryder.
- Lewis, C. M., & Chaney, P. K. (1995). Earnings management and firm valuation under asymmetric information. **Journal of Corporate Finance**, 1(3-4), pp. 319-345.
- Lindblom, C. K. (1994). **The Implications of Organizational Legitimacy for Corporate Social Performance and Disclosure.** Critical Perspectives on Accounting Conference, New York.
- López, A. D., Cabeza-García, L., & González-Álvarez, N. (2018). Corporate Governance and Innovation: A Theoretical Review. **Journal of Management and Business Economics**, 28(3), pp. 266-284.
- Maher, M., & Andersson, T. (1999). Corporate Governance: Effects on firm performance and economic growth. **Organisation for economic co-operation and development**, pp. 1-51.
- Mansor, N., Ahmad, C., Zaluki, A., & Osman, A. H. (2013). Corporate governance and earnings management: A Study on the Malaysian family and non-family Owned PLCs. **Procedia economics and finance**, 7, pp. 221-229.
- Meek, G. K., Roberts C. B., & Gray S. J. (1995). Factor influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and continental European multinational Corporations. **Journal of International Business Studies**, 26, pp. 555-572.
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. **Journal of Management & Governance**, 16(3), pp. 477-509.
- Miles, M. B., & Huberman, A. M. (1994). **Qualitative Data Analysis 2<sup>nd</sup> ed.** Thousand Oaks, CA: Sage Publications.

- Mohammad, W, M., Wasiuzzaman, S., & Salleh, N, M. (2016). Board and audit committee effectiveness, ethnic diversification and earnings management: a study of the Malaysian manufacturing sector. **Corporate Governance**, 16(4), pp. 726-746.
- Mouselli, S., & Hussainey, K. (2014). Corporate governance analyst following and firm value. **Corporate Governance**, 14(4), pp. 453-466.
- Mukherjee, T., & Sankar-Sen, S. (2018). Sustainable Growth Rate and ITS Determinants: A Study on Some Selected Companies in India. **Global Multidisciplinary**, 10(1), pp. 100-108.
- Mulford, C, W., & Comiskey, E, E. (1996). **Financial warnings: Detecting earning surprises, avoiding business troubles, implementing corrective strategies**. John Wiley & Sons Inc.
- Murhadi, W. R. (2009). **Good Corporate Governance and Earning Management Practices: An Indonesian Cases**. Faculty of Economics, Universitas Surabaya, Indonesia, pp. 1-21.
- Naser, K. (1998). Comprehensives of Disclosure of Non-Financial Companies Listed on the Amman Financial Market. **International Journal of Commerce and Management**, 8(1), pp. 88-119.
- Nugroho, B, Y., & EKO, U. (2011). Board Characteristics and Earning Management. **Journal of Administrative Science & Organization**, 18(1), pp. 1-10.
- Outa, E, R., Eisenberg, P., & Ozili, P, K. (2017). The impact of corporate governance code on earnings management in listed non-financial firms: Evidence from Kenya. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, 7(4), pp. 428-444.
- Outa, E, R., & Waweru, N, M. (2016). Corporate governance guidelines compliance and firm financial performance: Kenya listed companies. **Managerial Auditing Journal**, 31(8/9), pp. 891-914.
- Pomeroy, B. (2010). Audit committee member investigation of significant accounting decisions. **Journal of practice & Theory**, pp. 173-205.
- Rahim, S., & Saad, G. (2014). Analyzing Sustainable Growth Rate of the Firms in Kehati Sustainable and Responsible Investment Index in Indonesia. **Case Studies Journal**, 4(6), pp. 84-94.



- Roberts, R. (1992). Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory. **Accounting, Organizations and Society**, 17(6), pp. 595-612.
- Roodposhti, F, R., & Chashmi, S, A, N. (2010). The Effect of Board Composition and Ownership Concentration on Earnings Management: Evidence from IRAN. **International Scholarly and Scientific Research & Innovation**, 4(6), pp. 673-679.
- Rosentein, S., & Wyatt, J, G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. **Journal of Financial Economics**, 26(2), pp. 175-191.
- Ross, S., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2005). **Corporate Finance**. Singapore: McGrawHill.
- Roszaini, H., & Hudaib, M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. **Journal of Business Finance & Accounting**, 33(7-8), pp. 1034-1062.
- Saeid, J, K., Sajad, A., & Morteza, M. (2012). Comparative Investigation of Difference between Ownership Structure and Cost of Capital in Capitalized and Levered Companies of Tehran Stock Exchange (TSE). **International Journal of Finance and Accounting**, 1(2), pp. 7-13.
- Safari, M. (2017). Board and audit committee effectiveness in the post-ASX Corporate Governance Principles and Recommendations era. **Managerial Finance**, 43(10), pp. 1137-1151.
- Sanpong, B., Vigripat, T., & Kobjaiklang, C. (2017). Factors Influencing Succession Transfer on Chemical Family Business in Thailand. **Journal of Community Development Research (Humanities and Social Sciences)**, 10(1), pp. 74-91.
- Schmidt, J., & Wilkins, M, S. (2013). Bringing darkness to light: the influence of auditor quality and audit committee expertise on the timeliness of financial statement. **Journal of practice & theory**, 32(1), pp. 221-244.
- Shahwan, T. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. **Corporate Governance**, 15(5), pp. 641-662.
- Sheikh, N, A. (2019). Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from Pakistan. **Research in Corporate and Shari' ah Governance in the Muslim World: Theory and Practice**, pp. 341-353.

- Singhvi, S. S., & Desai, H. B. (1971). An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. **The Accounting Review**, 46(1), pp. 129-138.
- Srivastava, J., & Lurie, N. (2001). A consumer perspective on price matching refund policies: Effect on price perceptions and search behavior. **Journal of Consumer Research**, 28(2), pp. 296-307.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. **Quarterly Journal of Economics**. 87(1), pp. 355-374.
- Solomon, M., et al. (2006). **Consumer Behaviors: A European Perspective**. 3rd ed. Harlow: Prentice Hall.
- Stiglbauer, M., & Velte, P. (2014). Impact of soft law regulation by corporate governance codes on firm valuation: the case of Germany. **The international journal of business in society**, 14(3), pp. 395-406.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. **Academy of Management Review**, 20(3), 571-610.
- Suffian, M. T. M., Sanusi, Z. M., & Mastuki, N. A. (2015). Real earnings management and firm value: empirical evidence from Malaysia. **Malaysian accounting review**, 14(1), pp. 25-47.
- Tangjitprom, N. (2012). Earnings management and firm value: The role of investor protection and corporate governance. **National Institute of Development Administration**, pp. 1-116.
- Tao, N. B., & Hutchinson, M. (2013). Corporate governance and risk management: The role of risk management and compensation committees. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, 9(1), pp. 83-99.
- Trotman, K. T., & Bracley, G. W. (1981). Associates between Social Responsibility Disclosure and Characteristics of Companies. **Accounting Organizations and Society**, 6(1), pp. 355-362.
- Turley, S., & Zaman, M. (2004). The corporate governance effects of audit committees/Citation formats. **Journal of Management and Governance**, 8(3), pp. 305-332.
- Vo, X. V. (2015). The Role of Corporate Governance in a Transitional Economy. **International Finance Review**, 16, pp.149-165.
- William, F. S. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. **The Journal of Finance**, 19(3), pp. 425-442.

- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. **Journal of Financial Economics**, 40, pp. 85-211.
- YiAn, L., Ishak, A., & Ioan, P. (2011). MHD Stagnation Point Flow with Suction Towards a Shrinking Sheet. **International Journal of Numerical Methods for Heat and Fluid Flow**, 40(10), pp. 1179-1186.
- Yu, M., Wang, Y. (2018). Firm-specific corporate governance and analysts' earnings forecast characteristics Evidence from Asian stock markets. **International Journal of Accounting & Information Management**, 26(3), pp. 335-361.
- Zabri, S, M., Ahmad, K., & Wah, K, K. (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. **Procedia Economics and Finance**, 35(2016), pp. 287-296.
- Zhang, X., Mahenthiran, S., & Huang, H, H. (2012). Governance and earnings management implications of the Chinese delisting regulation. **Nankai Business Review International**, 3(2), pp. 108-127.
- Zoysa, A. D., & Wijewrdena, H. (2003). Financial Disclosure in the Corporate Annual Reports of Sri Lankan Companies. **15<sup>th</sup> Asian-Pacific Conference on International Accounting Issue, Bangkok Thailand**, pp. 22-25.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

รายชื่อผู้ประกอบการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ในการวิจัย

ตารางที่ 42 รายชื่อย่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ในการวิจัย

ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ
1	APURE	26	SFP	51	DDD	76	UPF
2	ASIAN	27	SNP	52	DTCI	77	UT
3	BR	28	SORKON	53	FANCY	78	WACOAL
4	BRR	29	SSC	54	ICC	79	AEONTS
5	CBG	30	SSF	55	JCT	80	AMANAH
6	CFRESH	31	SST	56	L&E	81	ASAP
7	CHOTI	32	STA	57	LTX	82	ASK
8	EE	33	TC	58	NC	83	ASP
9	F&D	34	TFG	59	OGC	84	AYUD
10	GFPT	35	TFMAMA	60	PAF	85	BAY
11	HTC	36	TIPCO	61	PDJ	86	BBL
12	ICHI	37	TRUBB	62	PG	87	BFIT
13	KBS	38	TU	63	S & J	88	BKI
14	KSL	39	TVO	64	SABINA	89	BLA
15	KTIS	40	TWPC	65	SAWANG	90	CGH
16	LEE	41	UPOIC	66	SIAM	91	CHARAN
17	LST	42	VPO	67	SUC	92	CNS
18	M	43	ACC	68	TNL	93	ECL
19	MALEE	44	AFC	69	TNR	94	FNS
20	OISHI	45	AJA	70	TOG	95	FSS
21	PM	46	APCO	71	TPCORP	96	GBX
22	PPPM	47	B52	72	TR	97	GL
23	PRG	48	BTNC	73	TSR	98	IFS
24	SAPPE	49	CPH	74	TTI	99	INSURE
25	SAUCE	50	CPL	75	TTTM	100	JMT

## ตารางที่ 42 (ต่อ)

ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ
101	KBANK	126	TIP	151	CTW	176	PCSGH
102	KCAR	127	TISCO	152	CWT	177	PERM
103	KGI	128	TK	153	EASON	178	PK
104	KKP	129	TMB	154	GC	179	PMTA
105	KTB	130	TNITY	155	GGC	180	PTL
106	KTC	131	TQM	156	GIFT	181	PTTGC
107	LHFG	132	TSI	157	GJS	182	SAM
108	MBKET	133	TVI	158	GSTEEL	183	SAT
109	MFC	134	UOBKH	159	GYT	184	SITHAI
110	ML	135	ZMICO	160	HFT	185	SLP
111	MTC	136	AH	161	HTECH	186	SMIT
112	MTI	137	AJ	162	IHL	187	SMPC
113	NKI	138	ALLA	163	INGRS	188	SNC
114	NSI	139	ALUCON	164	INOX	189	SPACK
115	PE	140	AMC	165	IRC	190	SSSC
116	PL	141	APCS	166	IVL	191	STANLY
117	S11	142	ASEFA	167	KKC	192	SUTHA
118	SAWAD	143	BAT-3K	168	LHK	193	TCCC
119	SCB	144	BCT	169	MCS	194	TCJ
120	SMK	145	BSBM	170	MILL	195	TCOAT
121	TCAP	146	CEN	171	NEP	196	TGPRO
122	THANI	147	CITY	172	NFC	197	THE
123	THRE	148	CMAN	173	NPPG	198	THIP
124	THREL	149	CRANE	174	PAP	199	TIW
125	TIC	150	CSP	175	PATO	200	TKT

## ตารางที่ 42 (ต่อ)

ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ
201	TMD	226	CGD	251	NNCL	276	SC
202	TMT	227	CI	252	NOBLE	277	SCC
203	TNPC	228	CK	253	NUSA	278	SCCC
204	TPA	229	CNT	254	NVD	279	SCP
205	TPBI	230	COTTO	255	NWR	280	SEAFCO
206	TPP	231	CPN	256	ORI	281	SENA
207	TRU	232	DCC	257	PACE	282	SF
208	TSC	233	DCON	258	PF	283	SIRI
209	TWP	234	DRT	259	PLAT	284	SPALI
210	UP	235	EMC	260	PLE	285	SRICHA
211	UTP	236	EPG	261	PPP	286	STEC
212	VARO	237	ESTAR	262	PREB	287	STPI
213	VNT	238	EVER	263	PRECHA	288	SYNTEC
214	WG	239	GEL	264	PRIN	289	TASCO
215	A	240	GLAND	265	PRINC	290	TCMC
216	AMATA	241	GOLD	266	PSH	291	TPIPL
217	AMATAV	242	ITD	267	PYLON	292	TPOLY
218	ANAN	243	KWG	268	Q-CON	293	TRC
219	AP	244	LALIN	269	QH	294	TTCL
220	APEX	245	LH	270	RCI	295	U
221	AQ	246	LPN	271	RICHY	296	UMI
222	BJCHI	247	MBK	272	RML	297	UNIQ
223	BLAND	248	MJD	273	ROJNA	298	UV
224	BROCK	249	MK	274	S	299	VNG
225	CCP	250	NCH	275	SAMCO	300	WHA



## ตารางที่ 42 (ต่อ)

ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ
301	WIIK	326	RPC	351	B	376	GENCO
302	WIN	327	SCG	352	BA	377	GLOBAL
303	AKR	328	SCI	353	BCH	378	GPI
304	BAFS	329	SCN	354	BDMS	379	GRAMMY
305	BANPU	330	SGP	355	BEC	380	GRAND
306	BCP	331	SKE	356	BEM	381	HMPRO
307	BCPG	332	SOLAR	357	BH	382	IT
308	BGRIM	333	SPCG	358	BIG	383	JUTHA
309	BPP	334	SPRC	359	BJC	384	JWD
310	CKP	335	SUPER	360	BTS	385	KAMART
311	DEMCO	336	SUSCO	361	BWG	386	KDH
312	EGCO	337	TAE	362	CENTEL	387	KWC
313	ESSO	338	TCC	363	CHG	388	LOXLEY
314	GLOW	339	TOP	364	CMR	389	LPH
315	GPSC	340	TPIPP	365	COL	390	LRH
316	GULF	341	TTW	366	CPALL	391	MACO
317	GUNKUL	342	WP	367	CSR	392	MAJOR
318	IRPC	343	AAV	368	CSS	393	MANRIN
319	LANNA	344	AHC	369	DTC	394	MATCH
320	MDX	345	AMARIN	370	EKH	395	MATI
321	PDI	346	AOT	371	EPCO	396	M-CHAI
322	PTG	347	AQUA	372	ERW	397	MCOT
323	PTT	348	AS	373	FE	398	MEGA
324	PTTEP	349	ASIA	374	FN	399	MIDA
325	RATCH	350	ASIMAR	375	FTE	400	MONO

## ตารางที่ 42 (ต่อ)

ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ	ลำดับที่	ชื่อย่อ
401	NTV	426	TKS	451	KCE
402	OHTL	427	TRITN	452	METCO
403	PLANB	428	TSTE	453	MFEC
404	PR9	429	TTA	454	MSC
405	PRAKIT	430	VGI	455	NEX
406	PRO	431	VIBHA	456	PT
407	PSL	432	VIH	457	SAMART
408	RAM	433	WAVE	458	SAMTEL
409	RCL	434	WICE	459	SDC
410	RJH	435	WORK	460	SIS
411	ROBINS	436	7UP	461	SMT
412	RPH	437	AIT	462	SVI
413	RS	438	ALT	463	SVOA
414	RSP	439	CCET	464	SYMC
415	SE-ED	440	DELTA	465	SYNEX
416	SHANG	441	DTAC	466	TEAM
417	SINGER	442	EIC	467	THCOM
418	SKR	443	FORTH	468	TRUE
419	SPC	444	HANA		
420	SVH	445	HUMAN		
421	TBSP	446	ILINK		
422	TEAMG	447	INET		
423	TH	448	JAS		
424	THAI	449	JMART		
425	THG	450	JTS		

ภาคผนวก ข  
แบบสัมภาษณ์ในการวิจัย

## แบบสัมภาษณ์

เรื่อง อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไร  
ที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### คำชี้แจง

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และมูลค่ากิจการ (2) ทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ (3) ทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ และ (4) พัฒนาตัวแบบจำลองของคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลที่ได้รับจากท่านจักเป็นประโยชน์และมีคุณค่าทางวิชาการอย่างยิ่งต่อบริษัทและหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เพื่อสร้างสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุนและผู้เกี่ยวข้องทุกฝ่าย และเพิ่มความสามารถในการแข่งขันของกิจการในระยะยาว ผู้วิจัยขอความอนุเคราะห์ผู้ที่มีหน้าที่ความรับผิดชอบหรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทเป็นผู้ให้ข้อมูลตามความเป็นจริง

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณท่านที่กรุณาเสียสละเวลาในการให้ข้อมูลอย่างถูกต้อง ครบถ้วน คำตอบของท่านจะถูกเก็บรักษาเป็นความลับ และจะไม่มีการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เปิดเผยเกี่ยวกับธุรกิจของท่านในการรายงานข้อมูล

ขอขอบพระคุณที่ให้ข้อมูลไว้ ณ โอกาสนี้

(นางสาวฐิติพร พระโพธิ์)

นักศึกษาระดับปริญญาเอก

หลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

ติดต่อโดยตรงได้ที่โทรศัพท์มือถือ: 08-7157-9363 E-mail: amthi18@gmail.com

**คำชี้แจง** แบบสัมภาษณ์นี้แบ่งออกเป็น 3 ตอน ดังนี้

ตอนที่ 1 ข้อมูลทั่วไปของผู้ให้ข้อมูล

ตอนที่ 2 ความคิดเห็นเกี่ยวกับคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการ  
กำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

ตอนที่ 3 ความคิดเห็นหรือข้อเสนอแนะ

**ตอนที่ 1** ข้อมูลทั่วไปของผู้ให้ข้อมูล

1. ชื่อบริษัท.....  
ที่อยู่.....  
เบอร์โทร.....  
กลุ่มอุตสาหกรรม.....
2. ผู้ให้ข้อมูล.....  
ตำแหน่ง.....  
วันที่ให้ข้อมูล.....

**ตอนที่ 2** ความคิดเห็นเกี่ยวกับคุณลักษณะบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

**คำชี้แจง** ขอความอนุเคราะห์ท่านให้แสดงความคิดเห็นและข้อเสนอแนะเพื่อเป็นการยืนยัน

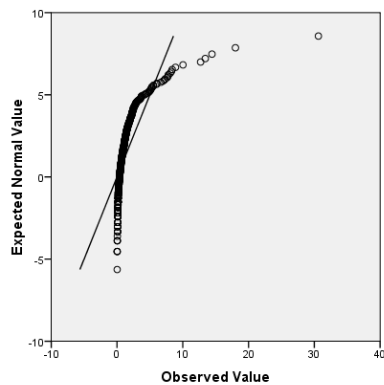
ผลการวิจัย ด้วยการให้คะแนนในแต่ละข้อคำถาม โดยทำเครื่องหมาย ✓ ลงในช่องว่าง  
ที่ตรงกับความคิดเห็นของท่านมากที่สุด โดยมีเกณฑ์ในการให้คะแนนดังนี้

- 1) ให้ +1 คะแนน เมื่อท่านเห็นว่าคำถามสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการวิจัย
- 2) ให้ 0 คะแนน เมื่อท่านไม่แน่ใจว่าคำถามสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการวิจัย
- 3) ให้ -1 คะแนน เมื่อท่านไม่เห็นด้วยว่าคำถามสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการวิจัย

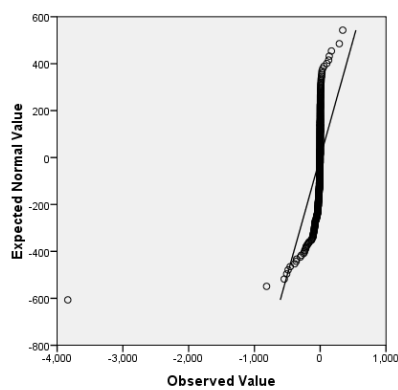


ภาคผนวก ค

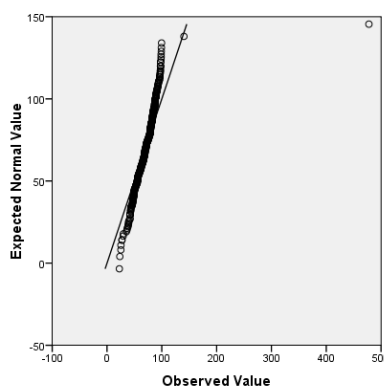
การตรวจสอบลักษณะการแจกแจงแบบปกติของข้อมูล



ภาพประกอบที่ 28 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูล โครงสร้างเงินทุน ปี 2560

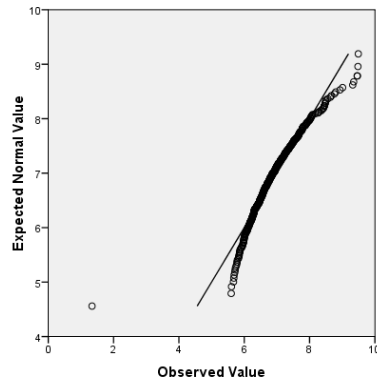


ภาพประกอบที่ 29 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูล อัตราการเจริญเติบโต ปี 2560

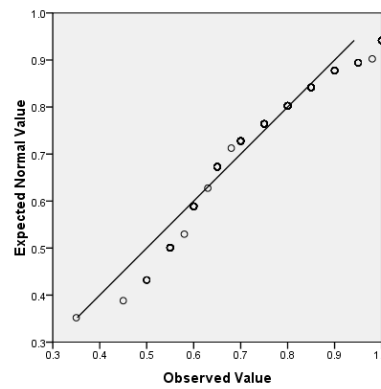


ภาพประกอบที่ 30 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูล โครงสร้างผู้ถือหุ้น ปี 2560

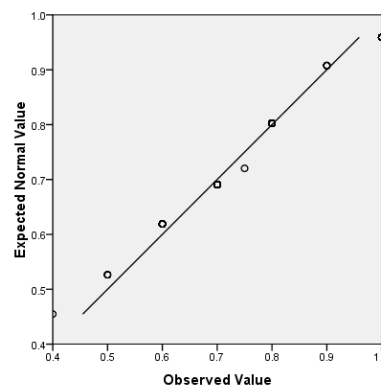




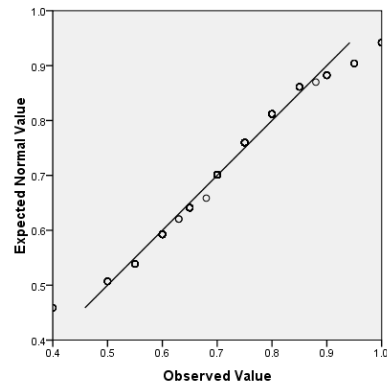
ภาพประกอบที่ 31 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลขนาดของกิจการ ปี 2560



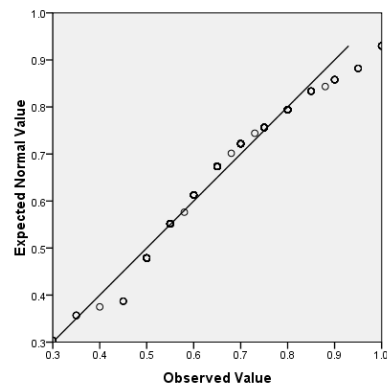
ภาพประกอบที่ 32 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG1) ปี 2560



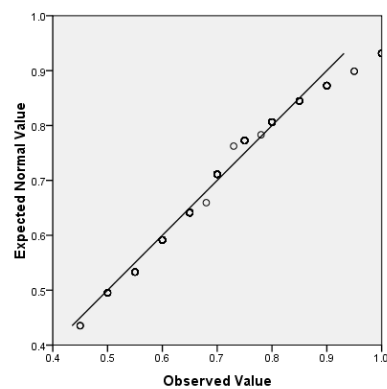
ภาพประกอบที่ 33 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG2) ปี 2560



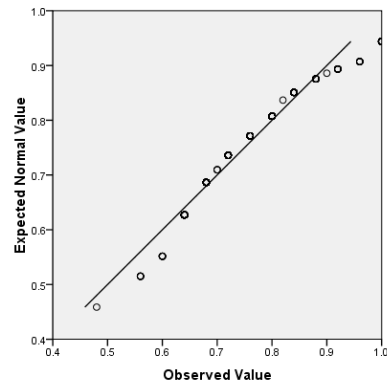
ภาพประกอบที่ 34 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG3) ปี 2560



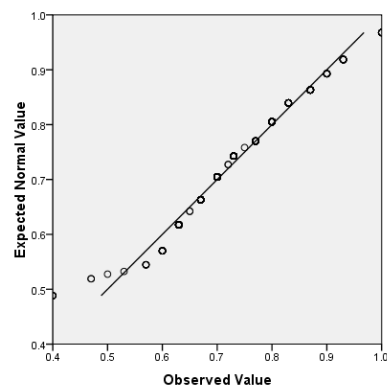
ภาพประกอบที่ 35 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG4) ปี 2560



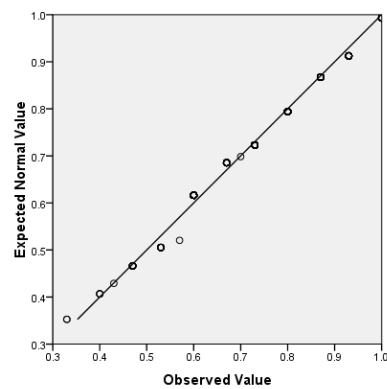
ภาพประกอบที่ 36 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG5) ปี 2560



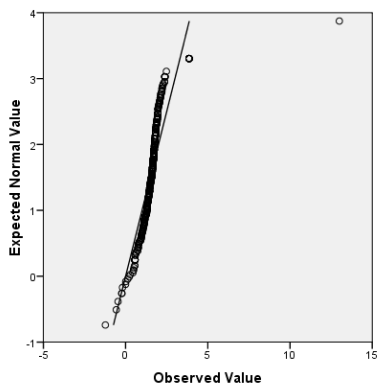
ภาพประกอบที่ 37 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG6) ปี 2560



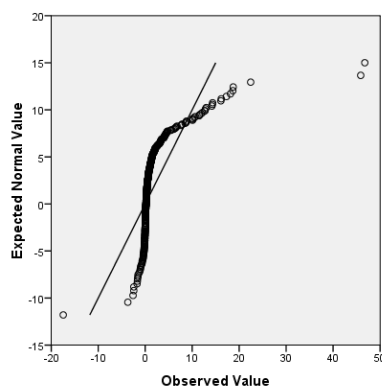
ภาพประกอบที่ 38 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG7) ปี 2560



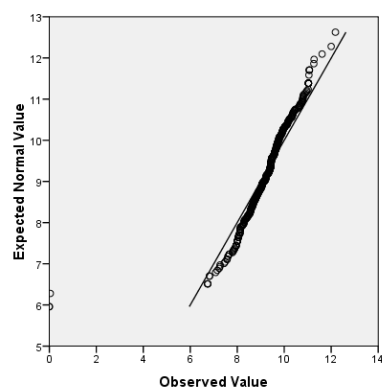
ภาพประกอบที่ 39 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG8) ปี 2560



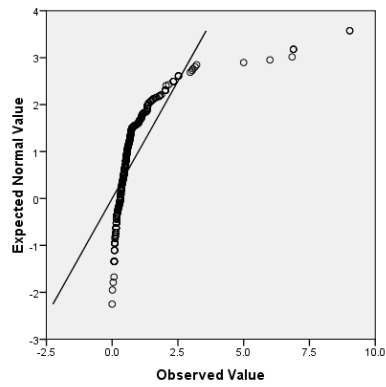
ภาพประกอบที่ 40 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม ปี 2560



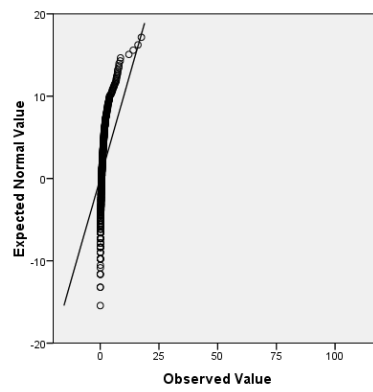
ภาพประกอบที่ 41 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตรากำไรต่อหุ้น ปี 2560



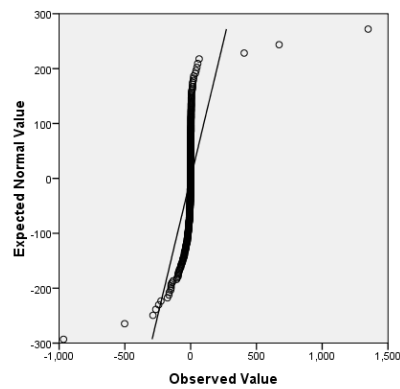
ภาพประกอบที่ 42 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ปี 2560



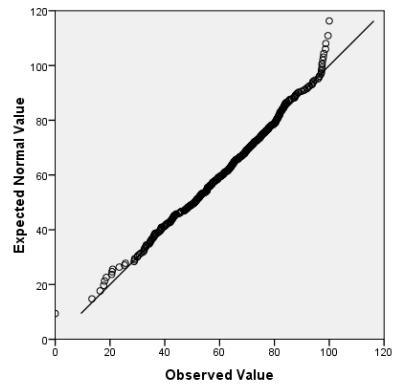
ภาพประกอบที่ 43 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน ปี 2560



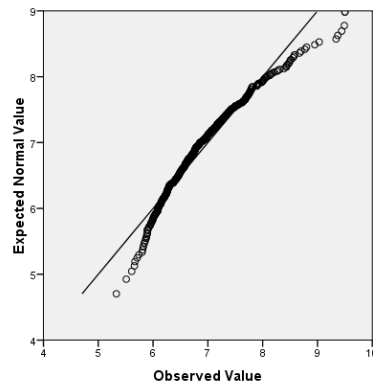
ภาพประกอบที่ 44 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลโครงสร้างเงินทุน ปี 2561



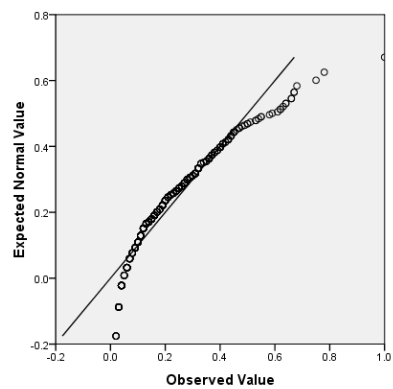
ภาพประกอบที่ 45 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราการเจริญเติบโต ปี 2561



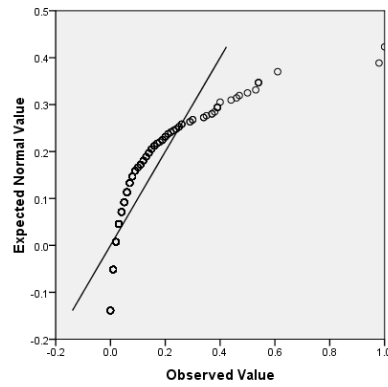
ภาพประกอบที่ 46 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูล โครงสร้างผู้ถือหุ้น ปี 2561



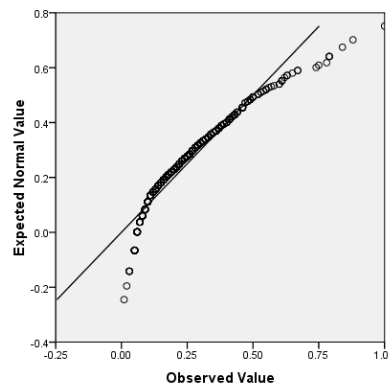
ภาพประกอบที่ 47 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลขนาดของกิจการ ปี 2561



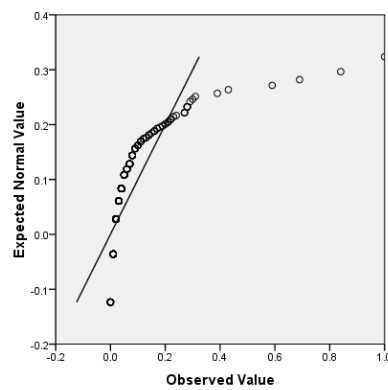
ภาพประกอบที่ 48 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGI) ปี 2561



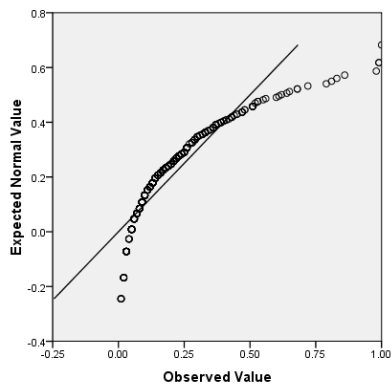
ภาพประกอบที่ 49 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG2) ปี 2561



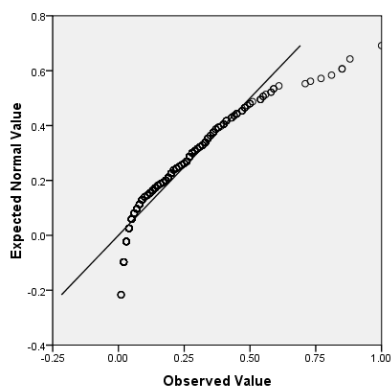
ภาพประกอบที่ 50 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG3) ปี 2561



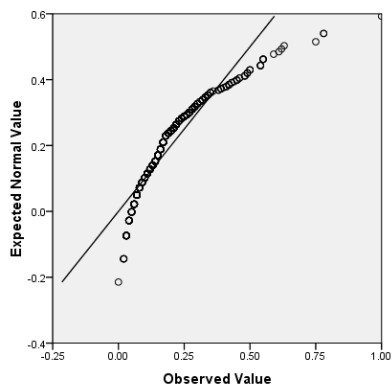
ภาพประกอบที่ 51 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG4) ปี 2561



ภาพประกอบที่ 52 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG5) ปี 2561

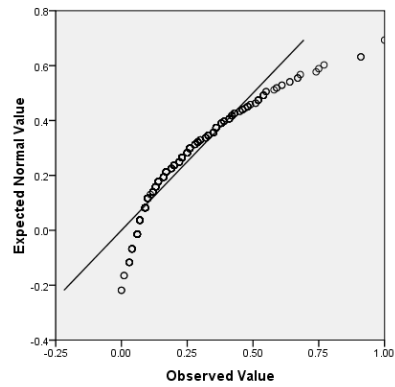


ภาพประกอบที่ 53 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG6) ปี 2561

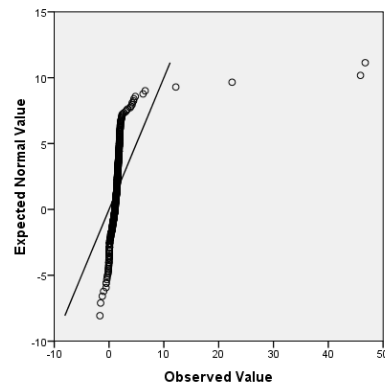


ภาพประกอบที่ 54 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG7) ปี 2561

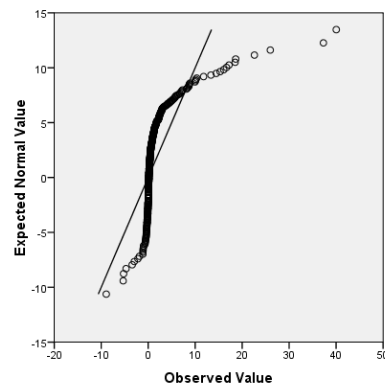




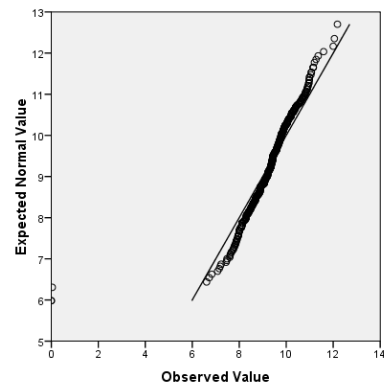
ภาพประกอบที่ 55 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG8) ปี 2561



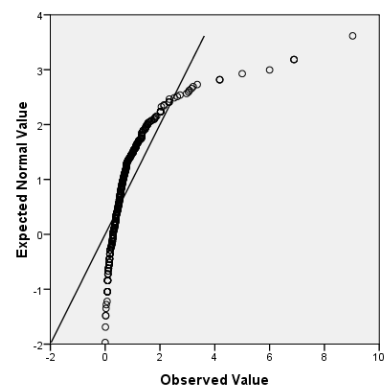
ภาพประกอบที่ 56 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม ปี 2561



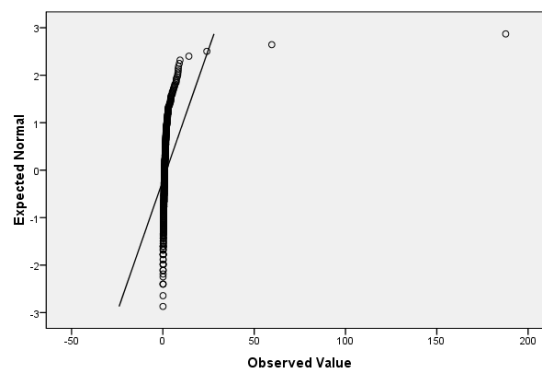
ภาพประกอบที่ 57 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตรากำไรต่อหุ้น ปี 2561



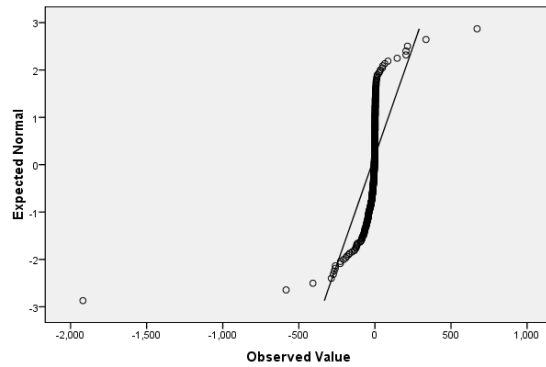
ภาพประกอบที่ 58 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ปี 2561



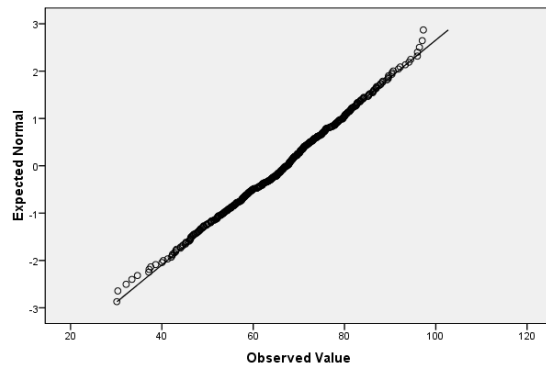
ภาพประกอบที่ 59 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน ปี 2561



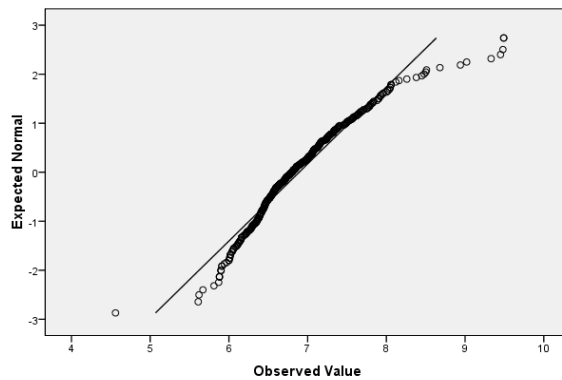
ภาพประกอบที่ 60 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูล โครงสร้างเงินทุนรวม



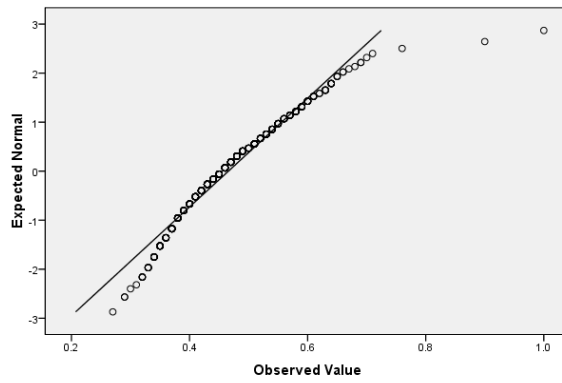
ภาพประกอบที่ 61 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราการเจริญเติบโตรวม



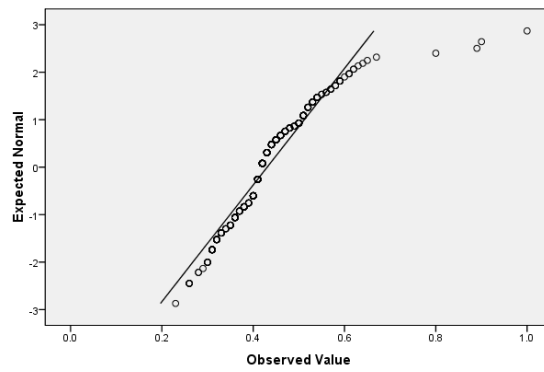
ภาพประกอบที่ 62 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นรวม



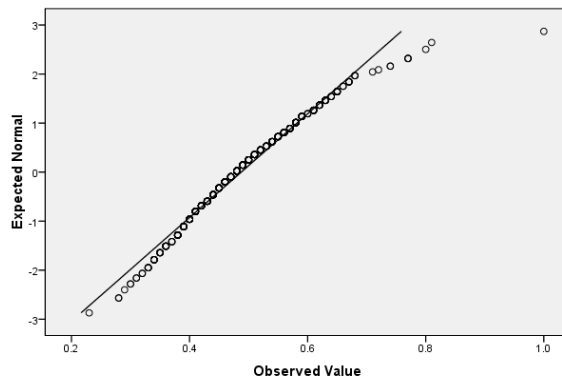
ภาพประกอบที่ 63 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลขนาดของกิจการรวม



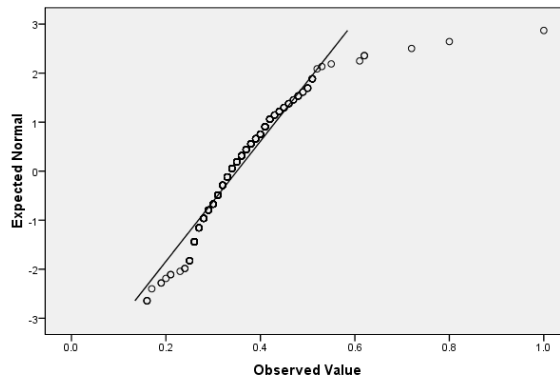
ภาพประกอบที่ 64 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG1) รวม



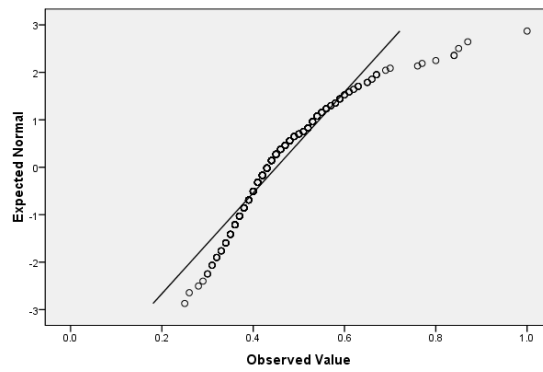
ภาพประกอบที่ 65 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG2) รวม



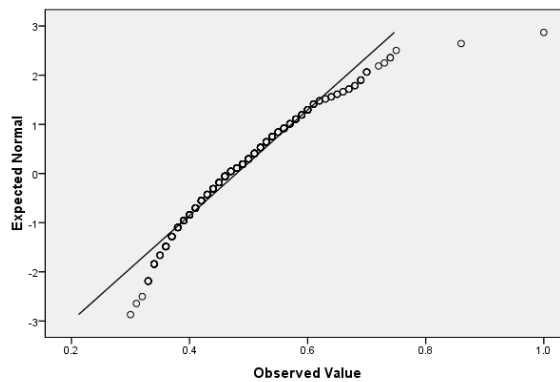
ภาพประกอบที่ 66 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG3) รวม



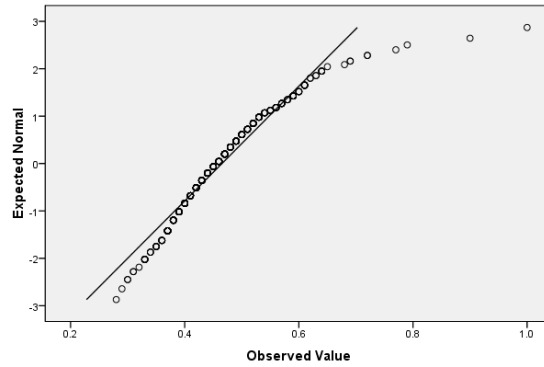
ภาพประกอบที่ 67 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG4) รวม



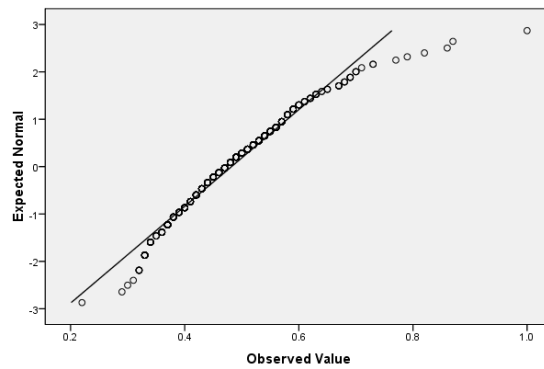
ภาพประกอบที่ 68 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG5) รวม



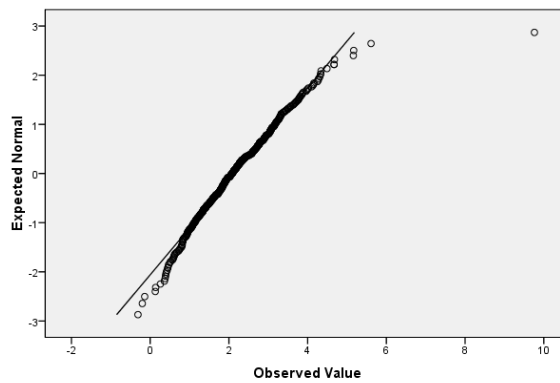
ภาพประกอบที่ 69 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG6) รวม



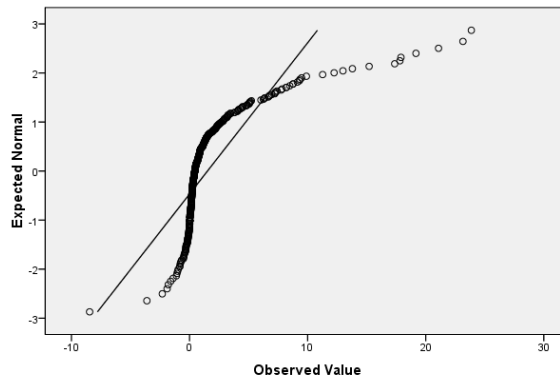
ภาพประกอบที่ 70 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG7) รวม



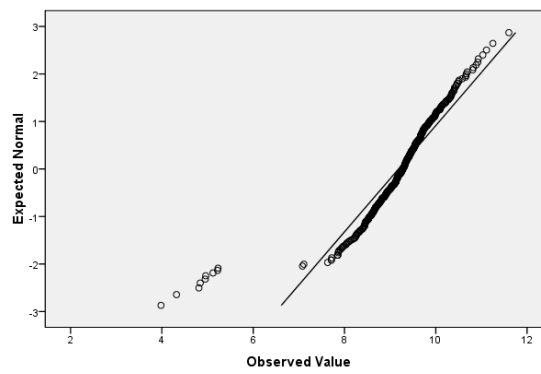
ภาพประกอบที่ 71 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG8) รวม



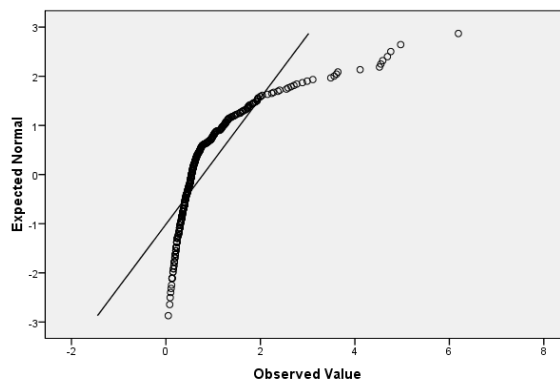
ภาพประกอบที่ 72 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลการจัดการกำไร



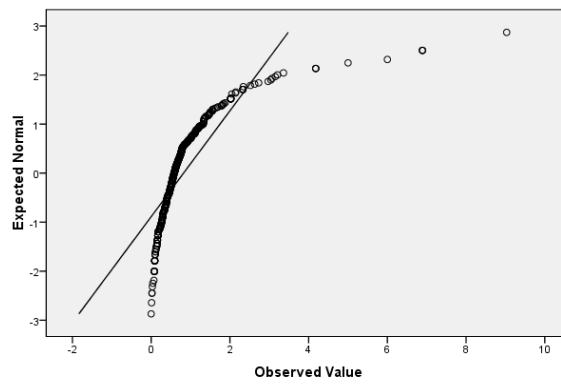
ภาพประกอบที่ 73 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมรวม



ภาพประกอบที่ 74 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลอัตรากำไรต่อหุ้นรวม



ภาพประกอบที่ 75 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูล โครงสร้างผู้ถือหุ้นรวม

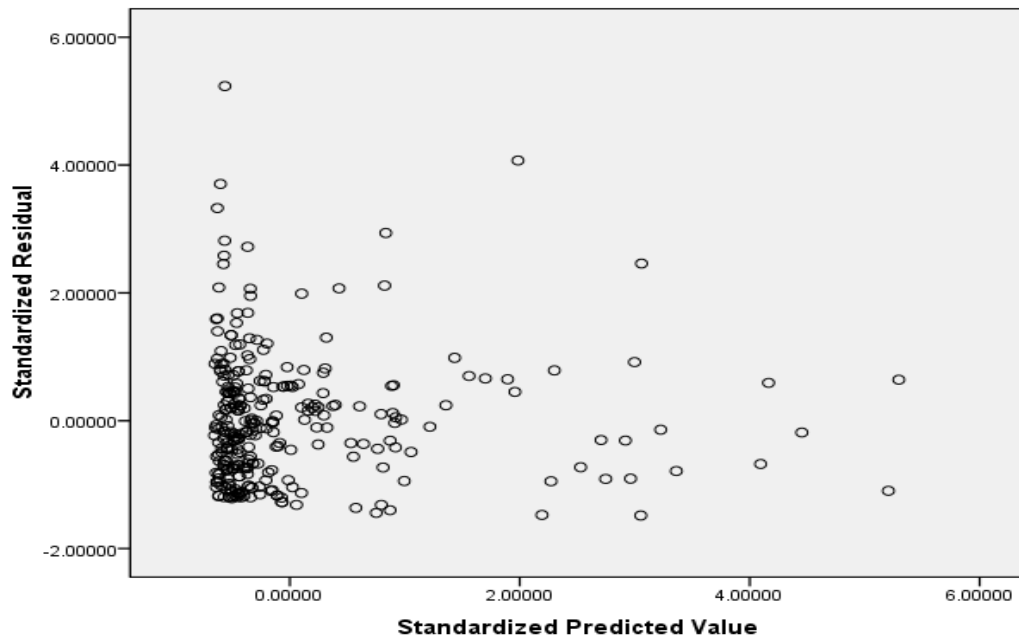


ภาพประกอบที่ 76 การแจกแจงแบบปกติของข้อมูลขนาดของกิจการรวม

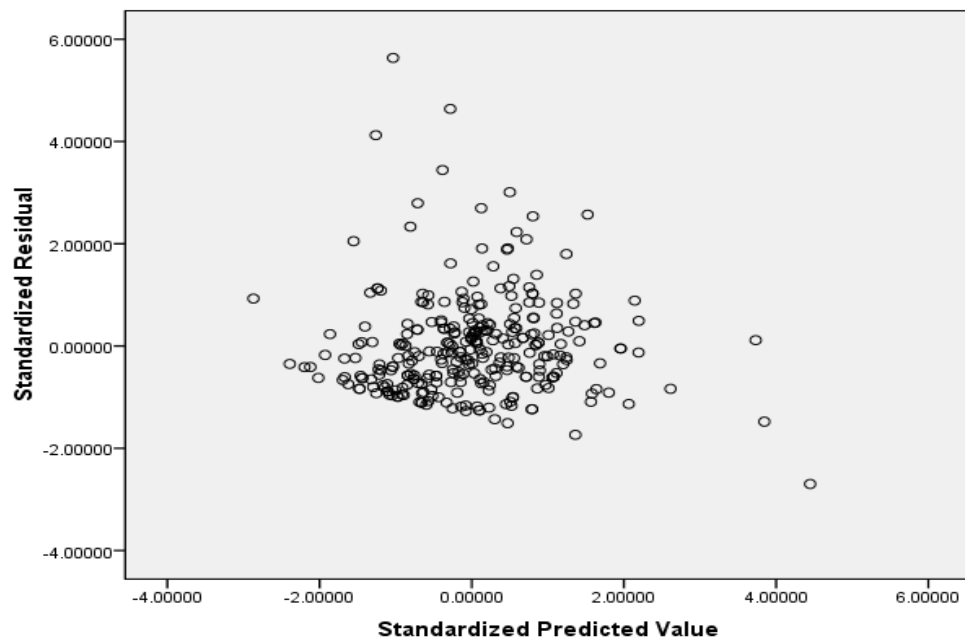


ภาคผนวก ง

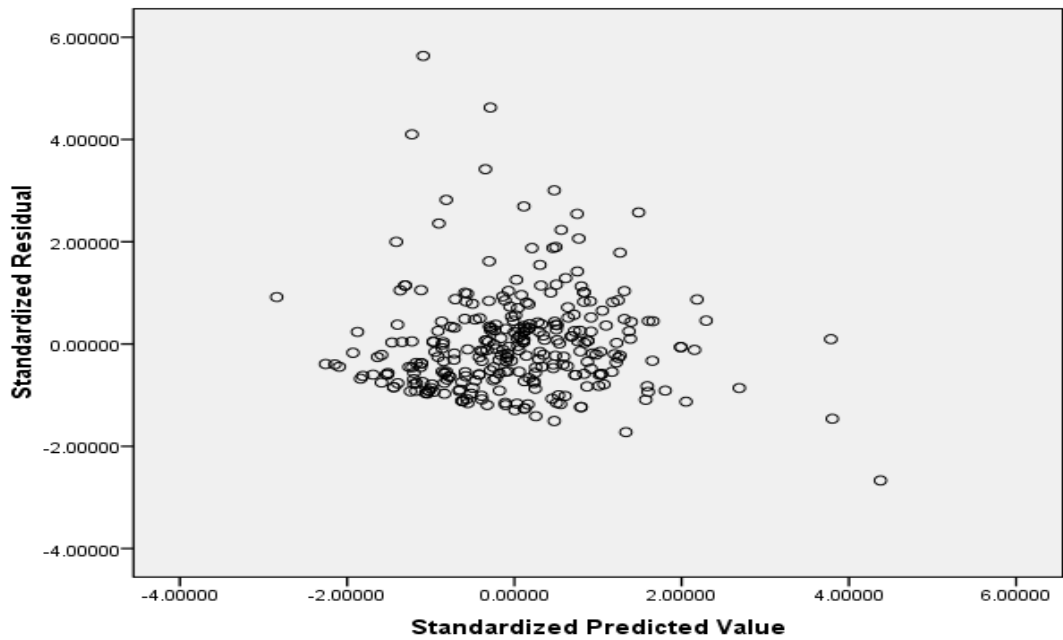
การตรวจสอบความแปรปรวนที่สม่ำเสมอและเป็นเอกพันธ์ของการกระจาย



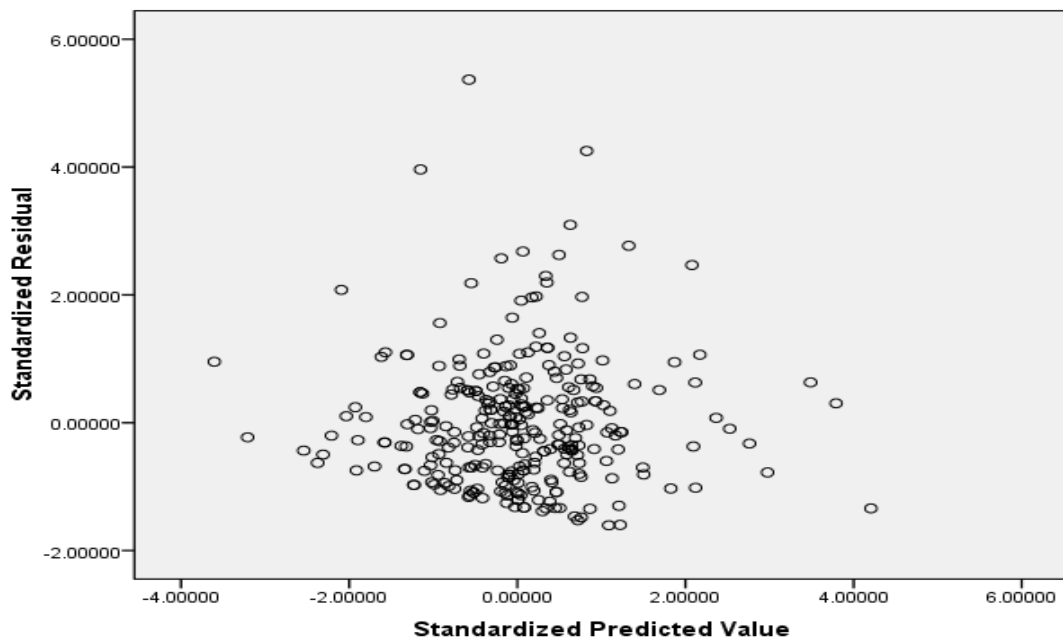
ภาพประกอบที่ 77 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) เป็นตัวแปรตาม ปี 2560



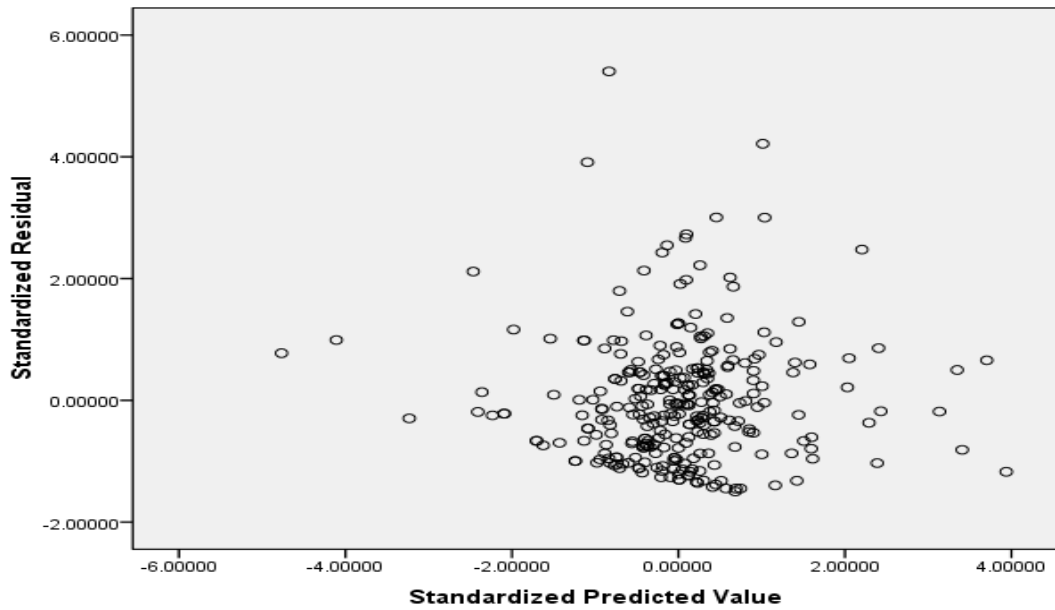
ภาพประกอบที่ 78 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยการจัดการกำไร (EAR) เป็นตัวแปรตาม ปี 2560



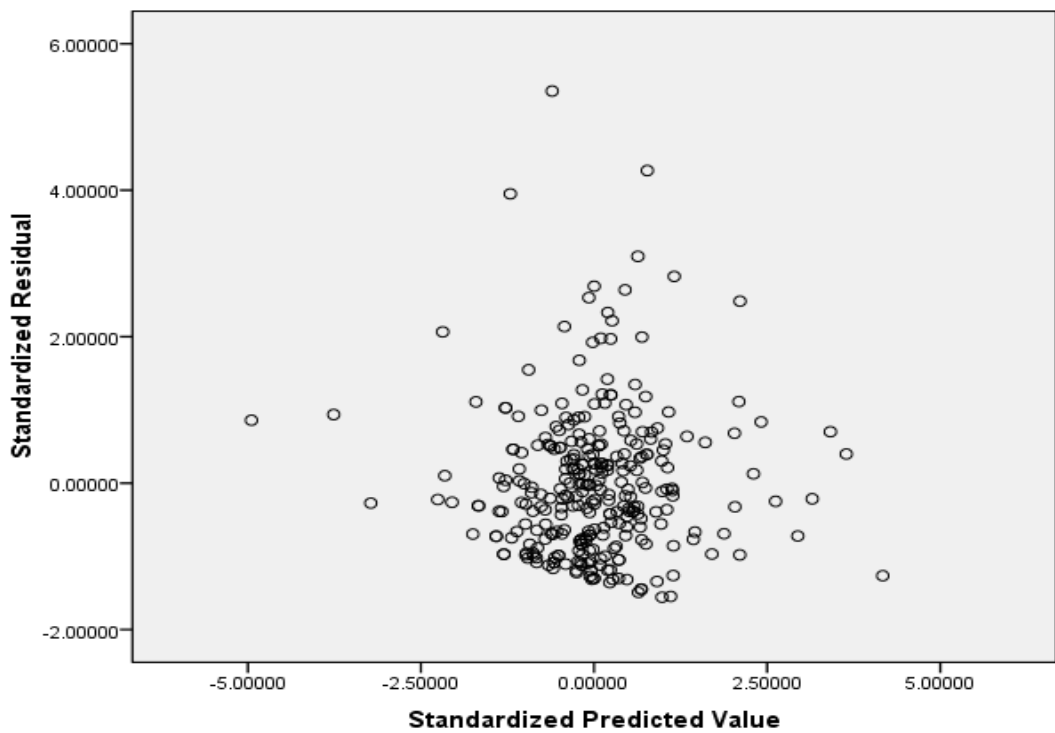
ภาพประกอบที่ 79 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยมูลค่ากิจการ (FMV) เป็นตัวแปรตาม ปี 2560



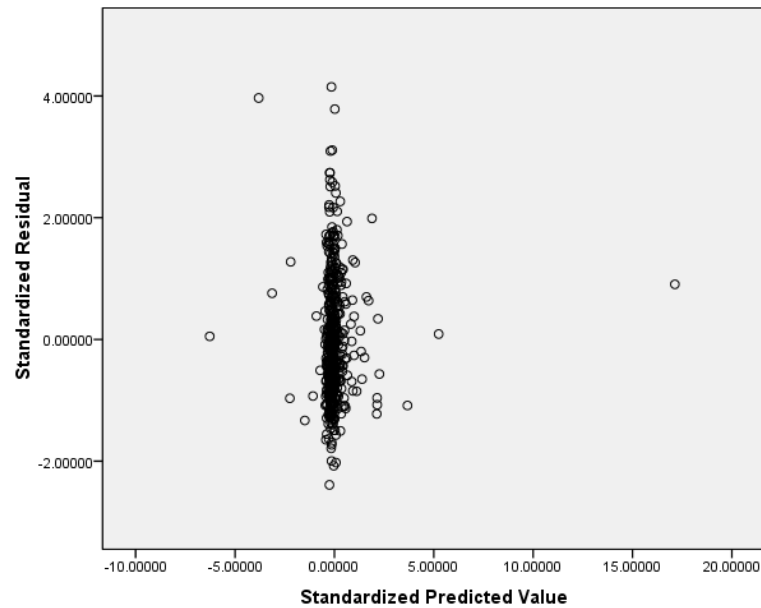
ภาพประกอบที่ 80 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) เป็นตัวแปรตาม ปี 2561



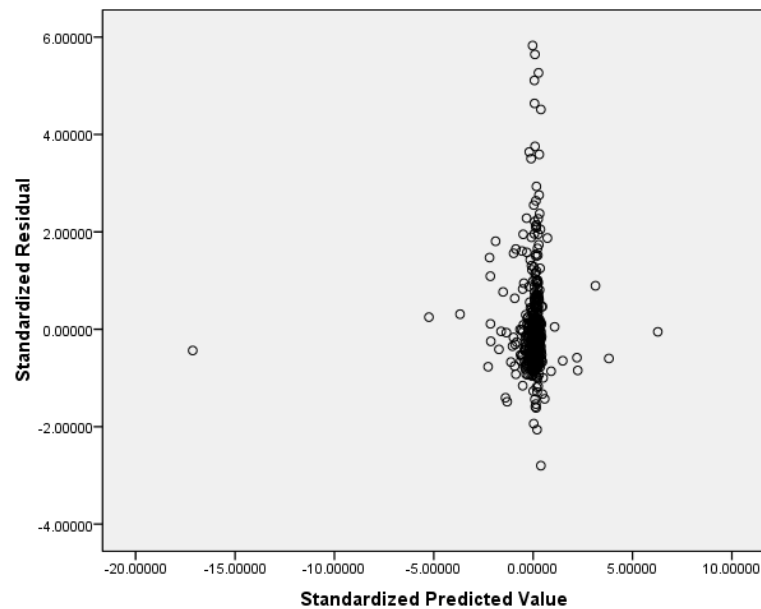
ภาพประกอบที่ 81 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยการจัดการกำไร (EAR) เป็นตัวแปรตาม ปี 2561



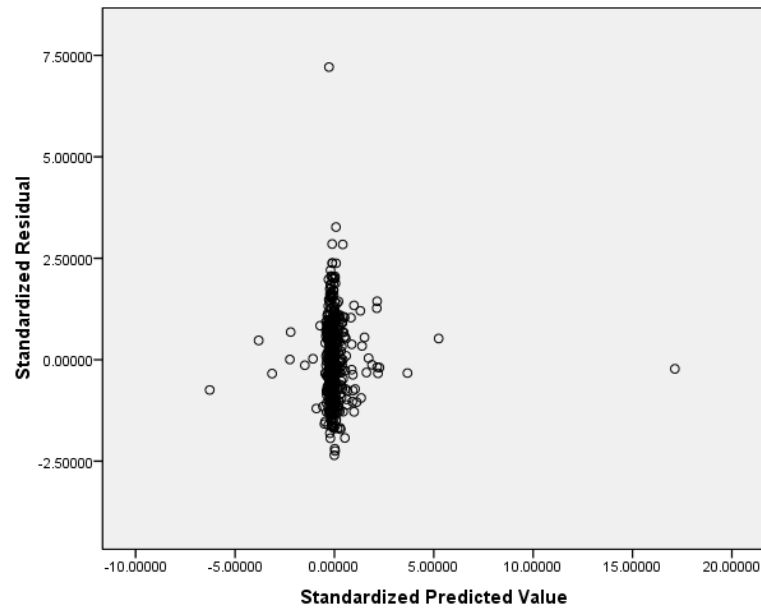
ภาพประกอบที่ 82 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยมูลค่ากิจการ (FMV) เป็นตัวแปรตาม ปี 2561



ภาพประกอบที่ 83 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) เป็นตัวแปรตามรวม



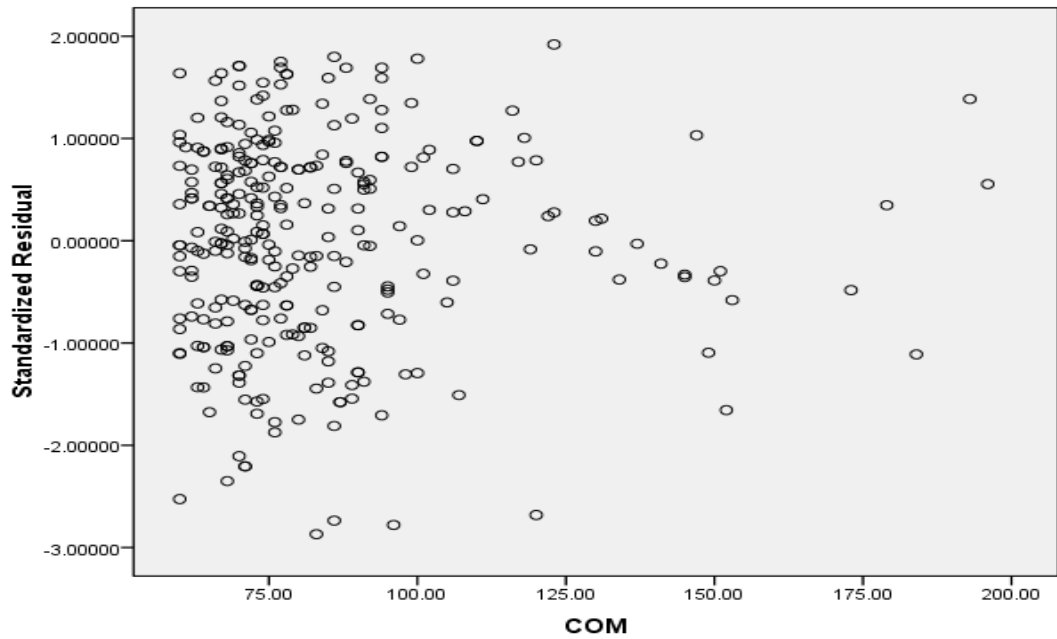
ภาพประกอบที่ 84 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยการจัดการกำไร (EAR) เป็นตัวแปรรวม



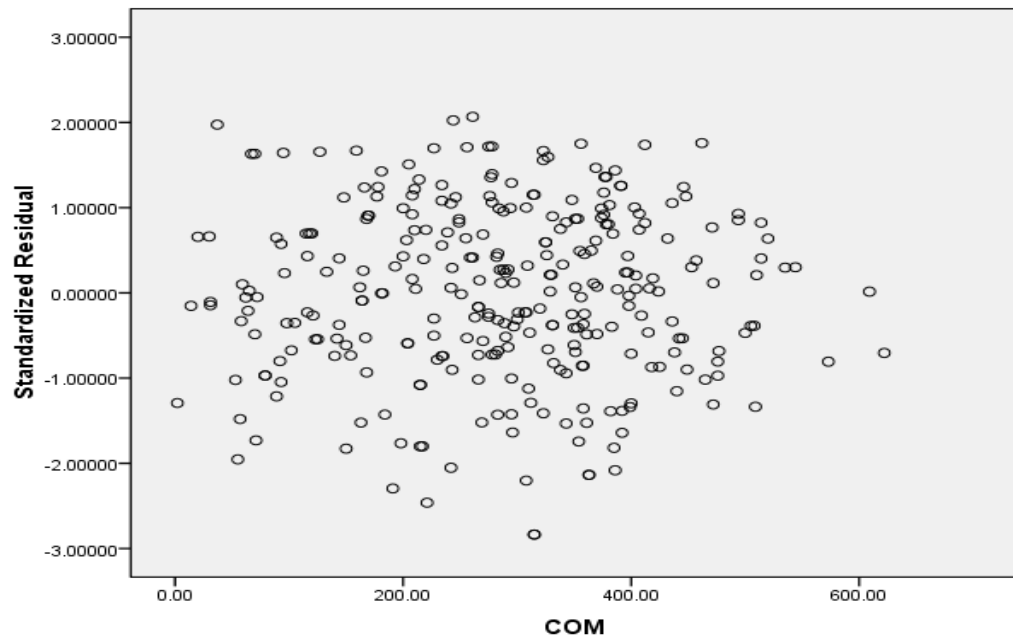
ภาพประกอบที่ 85 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับค่าพยากรณ์มาตรฐาน (Standardized Predicted Value) โดยมูลค่ากิจการ (FMV) เป็นตัวแปรตามรวม

ภาคผนวก จ

การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรต้นกับตัวแปรตาม

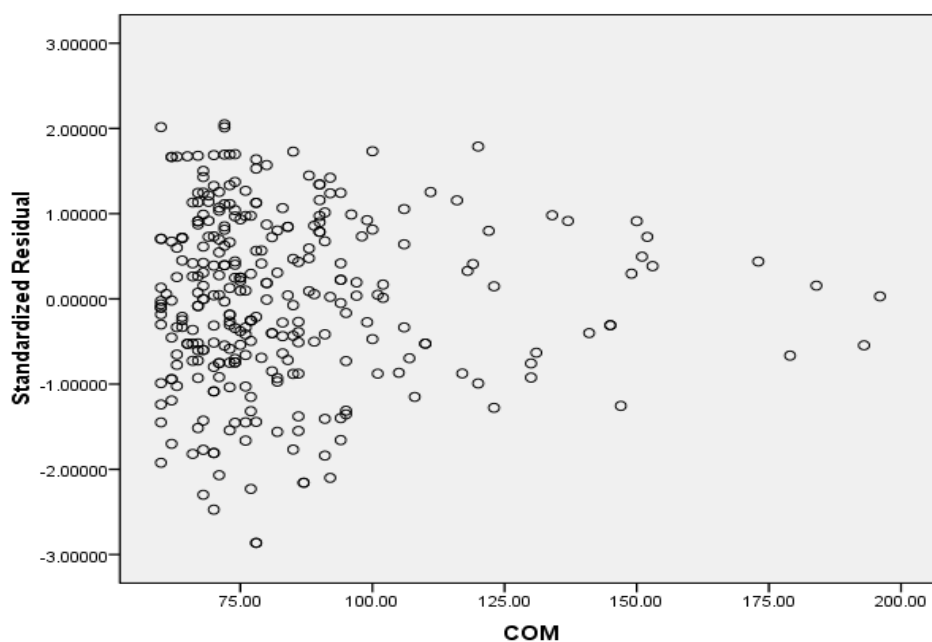


ภาพประกอบที่ 86 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) เป็นตัวแปรตามปี 2560

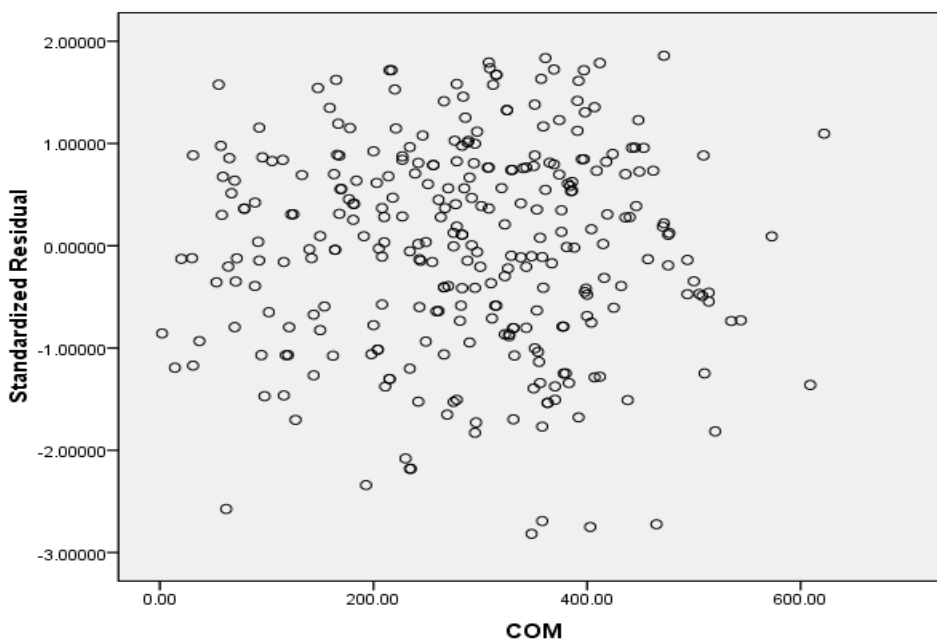


ภาพประกอบที่ 87 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระคุณลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่การจัดการกำไร (EAR) เป็นตัวแปรตามปี 2560

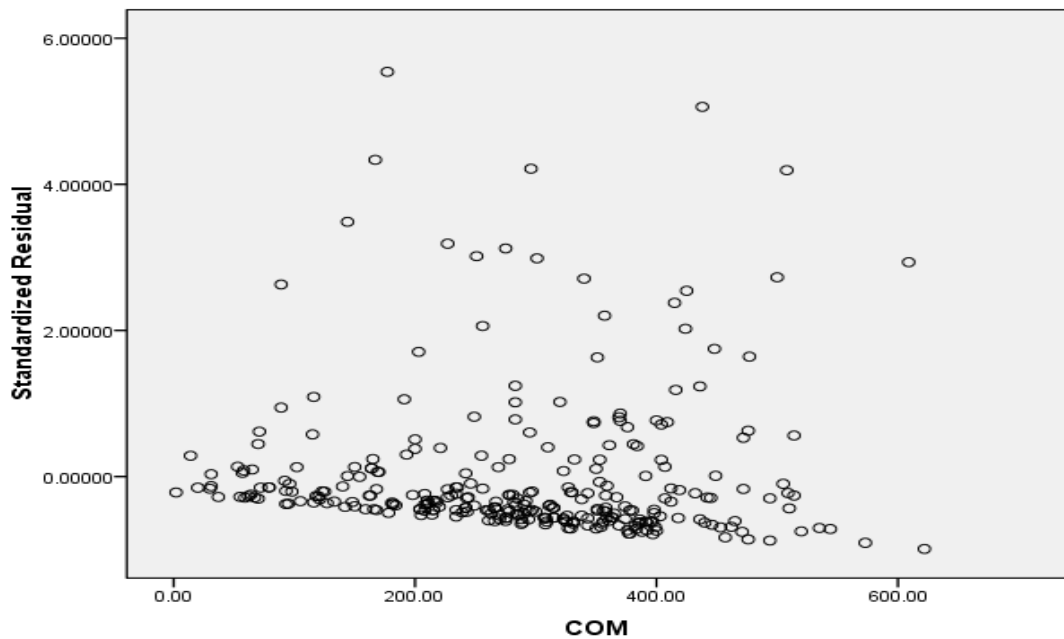




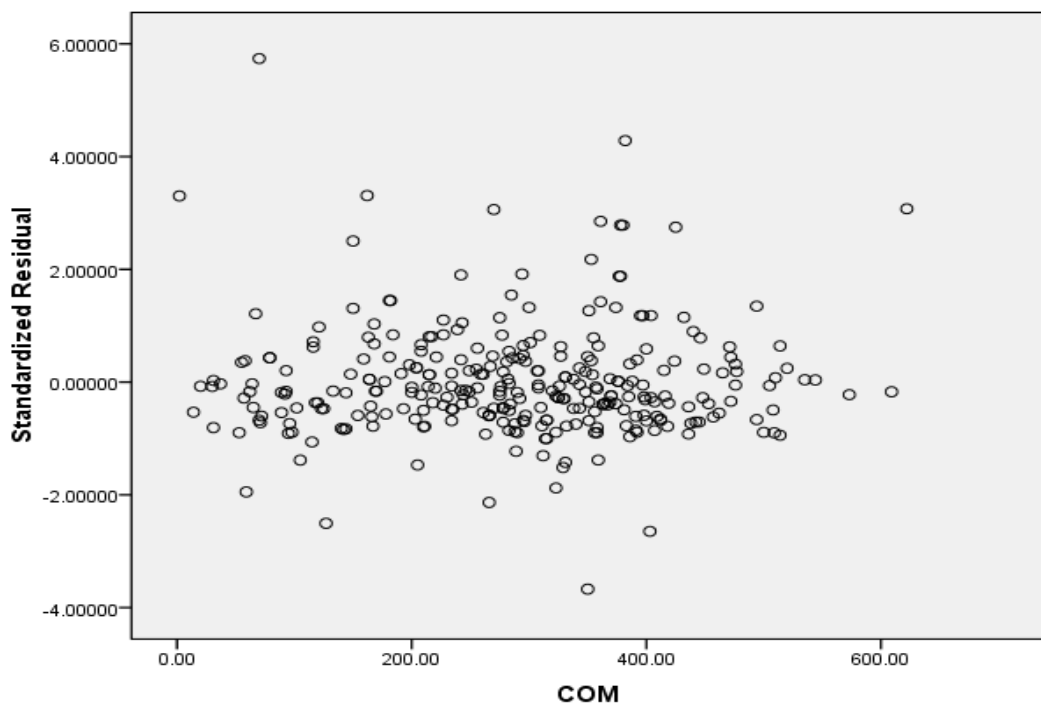
ภาพประกอบที่ 88 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระคุณลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่มูลค่ากิจการ (FMV) เป็นตัวแปรตามปี 2560



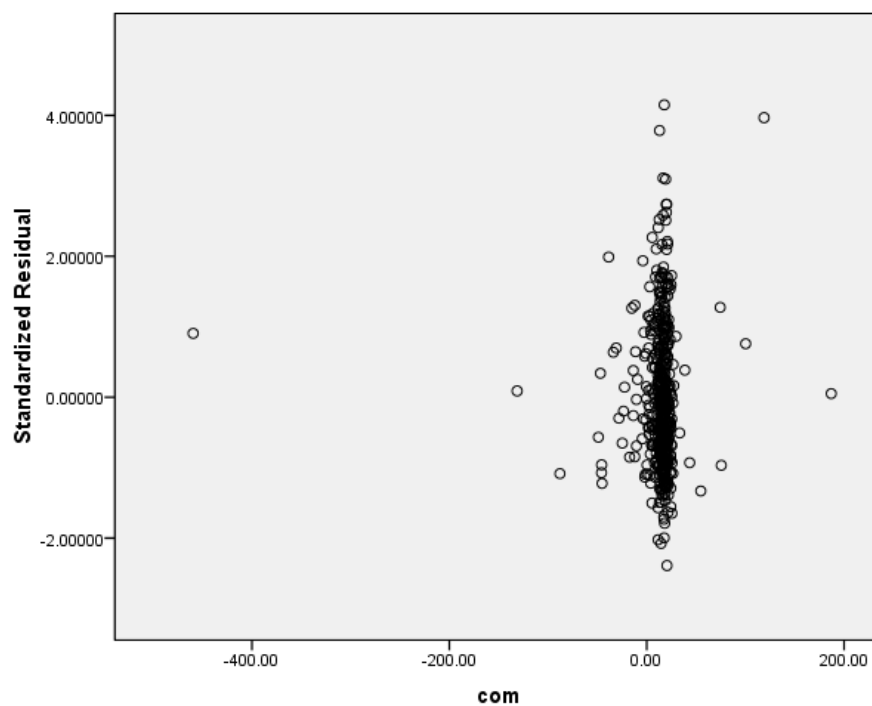
ภาพประกอบที่ 89 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) เป็นตัวแปรตามปี 2561



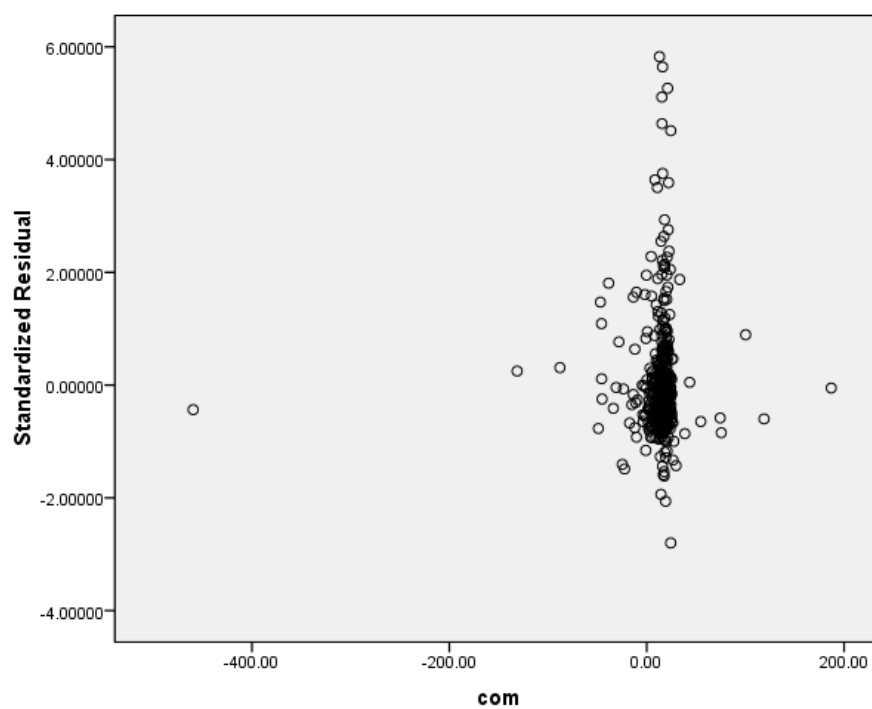
ภาพประกอบที่ 90 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่การจัดการกำไร (EAR) เป็นตัวแปรตาม ปี 2561



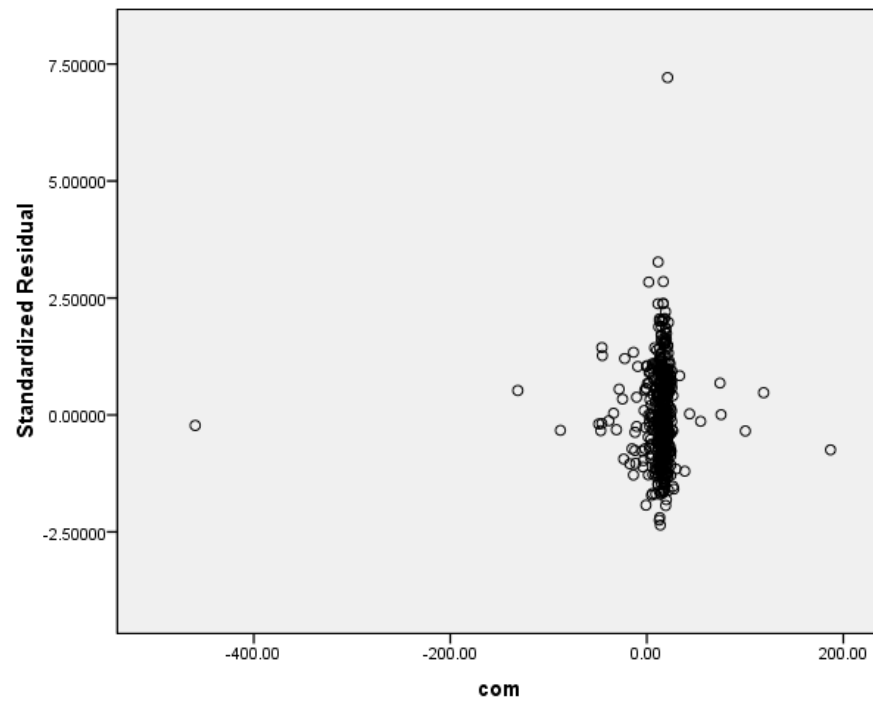
ภาพประกอบที่ 91 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่มูลค่ากิจการ (FMV) เป็นตัวแปรตาม ปี 2561



ภาพประกอบที่ 92 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) แบบรวม



ภาพประกอบที่ 93 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระคุณลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่มูลค่ากิจการ (FMV) เป็นตัวแปรตามแบบรวม



ภาพประกอบที่ 94 ความสัมพันธ์ระหว่างเศษที่เหลือมาตรฐาน (Standardized Residual) กับตัวแปรอิสระคุณลักษณะบริษัท (COM) กรณีที่การจัดการกำไร (EAR) เป็นตัวแปรตามแบบรวม

## ประวัติผู้วิจัย



ชื่อ-สกุล	นางสาวจิติพร พระโพธิ์
วัน เดือน ปีเกิด	8 มกราคม 2527
สถานที่เกิด	จังหวัดกาญจนบุรี
วุฒิการศึกษา	พ.ศ. 2553 บัญชีมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยศรีปทุม พ.ศ. 2549 บัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีมหานคร
ผลงานทางวิชาการที่ได้รับการตีพิมพ์	- การพัฒนาศูนย์การเรียนรู้ด้านระบบบัญชีเพื่อเพิ่มศักยภาพการแข่งขันของผลิตภัณฑ์ชุมชนด้านอาหารของไทยในอาเซียน จังหวัดภาคกลางตอนล่าง - แนวทางการสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันอย่างยั่งยืนของวิสาหกิจชุมชน จังหวัดกาญจนบุรี - ปัจจัยที่ส่งผลต่อแนวทางการบริหารต้นทุนประกอบอาชีพ เพื่อสร้างความเข้มแข็งและยั่งยืนตามหลักปรัชญาเศรษฐกิจพอเพียง - การพัฒนาระบบสารสนเทศทางการบัญชีเพื่อเพิ่มศักยภาพการแข่งขันของผลิตภัณฑ์ชุมชน - External Factors Affecting Sustainable Competitive Advantage of Community Enterprises
รางวัลหรือทุนที่เคยได้รับ	- ทุนสนับสนุนผลงานวิจัยสำนักงานคณะกรรมการอุดมศึกษาแห่งชาติ - ทุนสนับสนุนผลงานวิจัยสำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ

ประสบการณ์ในการทำงาน	อาจารย์ประจำหลักสูตรบัญชีบัณฑิต คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏกาญจนบุรี พ.ศ. 2550-ปัจจุบัน ผู้ช่วยคณบดีฝ่ายพัฒนากุศลกร คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏกาญจนบุรี พ.ศ. 2554-2560
ตำแหน่งหน้าที่ปัจจุบัน	อาจารย์ประจำหลักสูตรบัญชีบัณฑิต คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏกาญจนบุรี
สถานที่อยู่ปัจจุบัน	20 ถนนจีน ตำบลท่ามะขาม อำเภอเมืองกาญจนบุรี จังหวัดกาญจนบุรี 71000