

Research Article

ผลกระทบของสถานการณ์ COVID-19 ที่มีต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

THE IMPACT OF THE COVID-19 SITUATION ON CORPORATE GOVERNANCE MECHANISMS AND OPERATING PERFORMANCE OF THE LISTED COMPANIES IN THE SERVICE INDUSTRY

วนิดา ชูติมากุล¹ บรรจงรัตน์ พรหมสุวรรณศิริ^{2*} และ สุรินทร์ พรหมนุรักษ์กิจ³
^{1, 2, 3}คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลตะวันออก

Wanida Chutimagul¹, Bunjongrut Phomsuwansiri^{2*} and Surin Promnurakkij³

^{1, 2, 3}Faculty of Business Administration and Information Technology,
Rajamangala University of Technology Tawan-ok

*E-mail: bunjongrut_ph@rmutto.ac.th

Received: 2022-05-18

Revised: 2022-05-26

Accepted: 2022-05-26

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน และผลกระทบของสถานการณ์ COVID-19 ที่มีต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ เป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณเก็บรวบรวมข้อมูล 4 ปี ระหว่างปี 2561-2564 จำนวน 404 ตัวอย่าง โดยผลการดำเนินงานวัดจากอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม และอัตรากำไรสุทธิ สถิติที่ใช้ คือ การวิเคราะห์เชิงพรรณนา การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ และวิเคราะห์ความแตกต่างด้วยวิธี Chow test ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05

ผลการศึกษาพบว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการร่วมกับตัวแปรควบคุมทุกตัวแปรสามารถอธิบายผลการดำเนินงานของกิจการได้โดยจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามและจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ในขณะที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

กับอัตรากำไรสุทธิ ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างช่วงก่อนและระหว่างสถานการณ์ COVID-19 ไม่มีความแตกต่างกันยกเว้นอัตรากำไรสุทธิ และผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของแบบจำลองจำแนกตามตัวแปรที่วัดผลการดำเนินงานแต่ละช่วงเวลาด้วยวิธี Chow test ในระหว่าง 2 ช่วงเวลาทุกแบบจำลองแตกต่างกัน โดยอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับกลไกการกำกับดูแลกิจการเพิ่มสูงขึ้นในช่วงเวลาที่เกิดสถานการณ์ COVID-19

คำสำคัญ: กลไกการกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน อุตสาหกรรมบริการ สถานการณ์ COVID-19

ABSTRACT

The purpose of this study was to study the relationship between the mechanisms of corporate governance and performance and the impact of the COVID-19 situation on corporate governance mechanisms and the performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand in the service industry. This is a quantitative analysis, collecting 4 years of data from 2018-2021 with 404 samples. The performance is measured by the return on equity, return on assets, and net profit margin. The statistics used were descriptive analysis, multiple regression analysis, and the Chow test at a statistical significance level of 0.05.

The results of the study found that the corporate governance mechanism with all controlled variables can explain the performance. The number of meetings of the Board of Directors is inversely related to the return on assets. Whereas the number of meetings of the Audit Committee is related to the return on assets in the same direction. In addition, the major shareholder is inversely related to the net profit margin. The results of the difference analysis before and during the COVID-19 situation were not different except for the net profit margin. The results of the different analyses of the models are classified by variables that measure performance for each period by the Chow test method. The return on equity is correlated with higher corporate governance mechanisms during the COVID-19 situation.

Keywords: Corporate Governance, Firm Performance, Service Industry, COVID-19

บทนำ

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นเครื่องมือสำคัญที่ช่วยยกระดับคุณภาพการบริหารกิจการให้บรรลุเป้าหมาย มีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น และสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน ส่งผลให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้องผลักดันให้กิจการมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย โดยมีรายงานทางการเงินที่มีมาตรฐานและการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสตรวจสอบได้ ทำให้เกิดคุณค่าแก่ผู้ถือหุ้นและกิจการ Phannarong (2010) ตลอดจนสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน (Khanthong & Keerati-angkoon, 2017) โดยแบ่งกลไกการกำกับดูแลกิจการออกเป็นกลไกภายนอก เช่น การเข้าครอบงำกิจการโดยปรปักษ์ การแข่งขันในตลาด และกลไกภายใน เช่น โครงสร้างคณะกรรมการ คุณสมบัติของคณะกรรมการ คำตอบแทนผู้บริหาร (Farinha, 2003) โดยคณะกรรมการบริษัทมีบทบาทที่สำคัญอย่างยิ่งในกลไกการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากคณะกรรมการบริษัทถือเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นโดยทำหน้าที่ในการกำกับและควบคุมให้ผู้บริหารดำเนินงานตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ (Prachuabmoh, Meejaisue, Sakulitsariyaporn & Jarupathirun, 2018) ซึ่งการศึกษาที่ผ่านมาได้มีการศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการพบว่ามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการและช่วยสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุน (Hodgson, Lhaopadchan & Buakes, 2011) จากประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทที่เพิ่มขึ้น

(Gompers, Ishii & Metrick, 2003; Brown & Caylor, 2004) ผ่านกลไกสำคัญของการกำกับดูแล อาทิ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (Rajeevan & Ajward, 2019) จำนวนของคณะกรรมการ (Jensen, 1993) โครงสร้างของผู้ถือหุ้น (Bhagat & Bolton, 2008) เป็นต้น

จากสถานการณ์แพร่ระบาดของ COVID-19 ในขณะนี้ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงและส่งผลกระทบต่อความสำคัญอย่างยิ่งต่อความสามารถในการดำเนินงานต่อเนื่องของกิจการ (Pansamut & Boonyanet, 2021) ซึ่งหลายภาคส่วนล้วนได้รับผลกระทบจากสถานการณ์นี้ โดยเฉพาะธุรกิจภาคบริการ อาทิ ธุรกิจโรงแรม ธุรกิจท่องเที่ยว ธุรกิจสายการบิน เนื่องจากหลายประเทศมีการออกมาตรการควบคุมการแพร่ระบาดของ COVID 19 ทำให้ประชาชนต้องลดกิจกรรมทางสังคม การเดินทางไปยังสถานที่ต่าง ๆ ลดลง ส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของโลก รวมถึงประเทศไทยเองก็ได้รับผลกระทบนี้เช่นกัน

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้เกิดจากคำถามสำคัญของผู้วิจัยว่า “ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของธุรกิจบริการ มีความแตกต่างและมีผลกระทบจากสถานการณ์ COVID-19 หรือไม่อย่างไร” ซึ่งจากการทบทวนงานวิจัยที่มีผู้ศึกษายังค่อนข้างจำกัดเฉพาะในต่างประเทศ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงทำการศึกษาผลกระทบของสถานการณ์ COVID-19 ที่มีผลต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ในช่วงระยะเวลา 4 ปี ตั้งแต่ปี 2561 – 2564 เพื่อให้ครอบคลุมช่วงระยะเวลาก่อนและระหว่างการเกิดสถานการณ์ COVID-19 เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้

วัตถุประสงค์

1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

2) เพื่อศึกษาผลกระทบของสถานการณ์ COVID-19 ที่มีต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

ทบทวนแนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ทฤษฎีตัวแทน

Jensen & Meckling (1976) ได้อธิบายทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) จากมุมมองที่ว่ามนุษย์ทุกคนมีแรงผลักดันที่มักจะกระทำการเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง โดยสมมติฐานเบื้องหลังคือ ความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและเจ้าของกิจการ โดยเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นที่เป็นตัวการ (Principal) ต้องการให้บริษัทมีกำไร และได้ผลประโยชน์สูงสุด เพื่อให้บริษัทมีผลตอบแทนสูงสุดคุ้มค่างบประมาณ ส่วนผู้บริหารมักตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดให้กับตนเองมากกว่ากิจการ ดังนั้น บริษัทมหาชนซึ่งมีผู้ถือหุ้นจำนวนมาก

จึงอาศัยความสัมพันธ์ของทฤษฎีนี้ในการกำหนดระบบและกลไกการดำเนินงาน เนื่องจากผู้ถือหุ้นเป็นตัวการและฝ่ายบริหารเป็นตัวแทนต่างมีความพึงพอใจในวัตถุประสงค์ร่วมกันเพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการและผลตอบแทนที่จะสูงขึ้น (Prachuabmoh et al., 2018)

กลไกการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) เป็นระบบที่มีการจัดการกระบวนการและโครงสร้างของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการบริษัทและผู้ถือหุ้นเพื่อสร้างศักยภาพในการแข่งขัน รวมทั้งการควบคุมกิจการให้มีการบริหารงานตามหน้าที่ที่รับผิดชอบอย่างโปร่งใส ภายใต้กรอบจริยธรรมที่ดี อันจะนำไปสู่การสร้างคุณค่าให้กับกิจการ และเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงสังคมโดยรวมและผู้มีส่วนได้เสียอื่น (Phannarong, 2010) กลไกการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วยโครงสร้างของกรรมการ ได้แก่ จำนวนคณะกรรมการ สัดส่วนความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหารมีใช้คนเดียวกัน และโครงสร้างของผู้ถือหุ้น (Pongpanpattana, 2015)

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

การกำกับดูแลกิจการที่ดีต้องคำนึงถึงความสำคัญต่อสิทธิและประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (Pongpanpattana, 2015) โครงสร้างผู้ถือหุ้นสามารถสะท้อนปัญหาหรือความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร อาจแบ่งเป็น 1) โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว ผู้ลงทุนจะถือหุ้นไม่มากเพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุน

มักพบในประเทศที่พัฒนาแล้ว และ 2) โครงสร้าง การถือหุ้นแบบกระจุกตัว ที่ผู้ถือหุ้นมีสัดส่วน ในการถือหุ้นที่สูงและผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์หรือ เกี่ยวข้องกัน ซึ่งมักพบในกิจการแถบเอเชียและยุโรป บางประเทศ โดยรูปแบบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น มีผลต่ออำนาจในการควบคุมและแทรกแซง การบริหารงานของกิจการได้ (Prachuabmoh et al., 2018)

โครงสร้างคณะกรรมการ

บทบาทคณะกรรมการเป็นตัวแทน ของผู้ถือหุ้นแต่งตั้งจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นใหญ่ มีหน้าที่ในการกำกับดูแลกิจการให้เป็นไปตาม วัตถุประสงค์และเป้าหมายที่กำหนด (Wongsathap & Chancharat, 2021) เพื่อให้เกิดประโยชน์ สูงสุดแก่กิจการและผู้ถือหุ้น ซึ่งประสิทธิภาพ ของคณะกรรมการบริษัทพิจารณาได้จาก ผลการดำเนินงานของบริษัท Chaleampong, Petchchedchoo & Kumauprom (2019) พบว่า จำนวนของคณะกรรมการที่มีจำนวนมาก จะทำให้มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ในขณะที่ Prongwittayagorn, Hensawang & Siri Wattanakul (2019) พบว่า กิจการที่มี คณะกรรมการขนาดใหญ่อาจพบปัญหาการทำงาน ร่วมกันส่งผลกระทบต่อการทำงานและมูลค่าหุ้น นอกจากนั้นสัดส่วนของกรรมการอิสระมีความ สัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญ (Kruerattikarn, 2014)

กระบวนการของคณะกรรมการ

การประชุมเป็นกระบวนการสำคัญ ของการกำกับดูแลกิจการเพื่อร่วมระดมความคิด และหาข้อสรุปร่วมกันเพื่อวางแผนและแนวทาง

ปฏิบัติให้แก่ฝ่ายบริหาร การประชุมที่ดีและบ่อยครั้ง จะช่วยให้คณะกรรมการมีความเข้าใจในกิจการ มากขึ้นทำให้การปฏิบัติงานคำนึงถึงผู้ลงทุนมากขึ้น และสามารถนำมาใช้ในการกำหนดกลยุทธ์ ของกิจการได้ (Chaleampong et al., 2019) ขณะที่ Kruerattikarn (2014) และ Sabsombat et al. (2020) จำนวนครั้งของการจัดประชุม มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทน ของสินทรัพย์ เนื่องจากการประชุมบ่อยครั้งจะมีผล ต่อประสิทธิภาพการตัดสินใจของคณะกรรมการ ที่มีผลต่อการดำเนินงานและทำให้มูลค่ากิจการ ลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Wongsathap & Chancharat (2021) จำนวนครั้งของการประชุม มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตรา ผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น อาจเป็นเพราะ การประชุมบ่อยเป็นผลจากกิจการมีปัญหาเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับ Sangaunkanawin (2017) จำนวนครั้ง ของการประชุมที่เพิ่มขึ้นมาจากผลการดำเนินงาน ที่ไม่ดีและความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับอัตรา ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Khatib & Nour (2021) ศึกษาผลกระทบ ของสถานการณ์ COVID-19 ที่มีผลต่อการกำกับ ดูแลกิจการและความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศมาเลเซีย ระหว่าง ปี 2562-2563 แตกต่างอย่างไม่มีนัยสำคัญระหว่าง สองช่วงเวลาที่ศึกษา โดยขนาดของคณะกรรมการ ไม่ได้มีผลต่อผลการดำเนินงาน ในขณะที่ ความหลากหลาย (เพศ) ของคณะกรรมการมีผลต่อ การเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานอย่างมี นัยสำคัญ เมื่อเทียบกับก่อนเกิดสถานการณ์

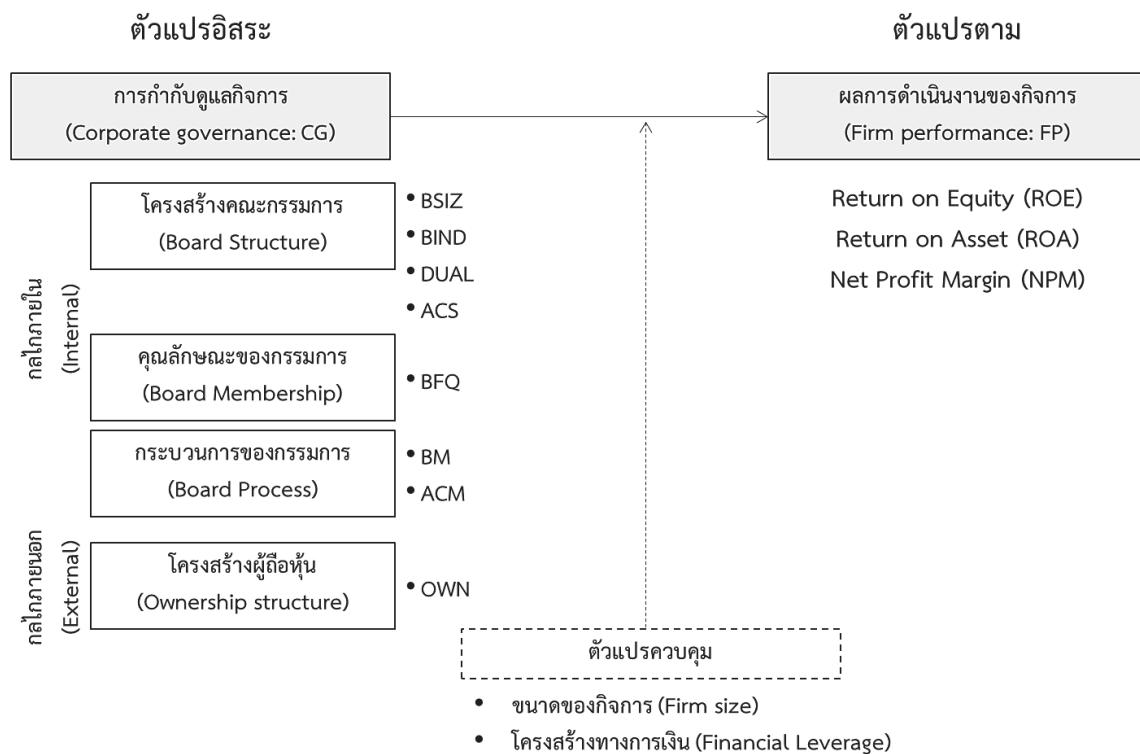
Pimkeeree et al., (2019) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 โดยมีตัวแปรประกอบด้วยความยั่งยืน สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ อายุของประธานฝ่ายบริหาร อัตราการเจริญเติบโตของกิจการ สัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบัน ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ พบว่า มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นสะท้อนกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เป็นผลจากการบริหารงานของฝ่ายบริหาร

Saengarvut (2019) ศึกษาความสัมพันธ์ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคาตลาด

กับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน MAI ด้วยแบบจำลองโครงสร้างพบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุโดยขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบ ค่าตอบแทนกรรมการและค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวก ในขณะที่โครงสร้างของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์

Sabsombat et al. (2020) ได้ศึกษาความสัมพันธ์การกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 พบว่า กลไกภายในการกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทมีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วย (Tobin's Q)

กรอบแนวคิดของการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดของการวิจัย

ตารางที่ 1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ชื่อตัวแปร	คำอธิบาย
ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)		
กลไกภายใน (Internal) :		
โครงสร้างคณะกรรมการ (Board structure)		
BSIZ	Board size	จำนวนของคณะกรรมการบริษัท (คน)
BIND	Board Independent	ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท
		$= \frac{\text{จำนวนกรรมการอิสระ (คน)}}{\text{จำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด (คน)}}$
DUAL	CEO-Chairman Duality Roles	การควบรวมตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหาร เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดย
		0 แทน ไม่ควบตำแหน่ง
		1 แทน ควบตำแหน่ง
ACS	Audit Committee size	จำนวนของคณะกรรมการตรวจสอบ (คน)
คุณลักษณะของกรรมการ (Board Membership)		
BFQ	Board financial qualification	จำนวนกรรมการที่มีวุฒิการศึกษาด้านการเงิน บัญชี และเศรษฐศาสตร์ (คน)
กระบวนการของกรรมการ (Board Process)		
BM	Board meeting	จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท (ครั้ง)
ACM	Audit Committee meeting	จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบ (ครั้ง)
กลไกภายนอก (External)		
OWN	Ownership Structure	ร้อยละการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ตัวแปร	ชื่อตัวแปร	คำอธิบาย
ตัวแปรตาม (Dependent Variable)		
ผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm Performance)		
ROE	Return on Equity	อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น
		$= \frac{\text{กำไรสุทธิ (บาท)}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (บาท)}}$
ROA	Return on Asset	อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม
		$= \frac{\text{กำไรสุทธิ (บาท)}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย (บาท)}}$
NPM	Net Profit Margin	อัตรากำไรสุทธิ
		$= \frac{\text{กำไรสุทธิ (บาท)}}{\text{ยอดขายรวม (บาท)}}$
ตัวแปรควบคุม (Controlled Variable)		
ASSET	ASSET	ขนาดของกิจการ ใช้ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
LEV	LEVERAGE	โครงสร้างทางการเงินวัดระดับความเสี่ยงวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์
		$= \frac{\text{หนี้สินรวม (บาท)}}{\text{สินทรัพย์รวม (บาท)}}$

ระเบียบวิธีวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) เพื่อทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์และเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างช่วงก่อนและในสถานการณ์ COVID-19 ของตัวแปรที่ใช้วัดกลไกการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานตามตารางที่ 1 โดยมีวิธีดำเนินการวิจัย ดังนี้

การเก็บรวบรวมและแหล่งข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) เก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) และข้อมูลเผยแพร่สำหรับนักลงทุนในเว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการระยะเวลา 4 ปี ตั้งแต่ปี 2561-2564 โดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนสมบูรณ์ ทำให้ได้บริษัทที่นำมาใช้วิเคราะห์รวมจำนวนทั้งสิ้น 404 บริษัท-ปี (Firm-Year) ดังนี้

สถิติที่ใช้วิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย

- 1) สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ใช้วิเคราะห์ลักษณะข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร ได้แก่ ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
- 2) สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) วิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) พิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

ด้วยวิธีการนำตัวแปรเข้าทั้งหมด (Enter Method) เพื่อพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์เชิงพหุการตัดสินใจ (Adjusted R²) สำหรับการอธิบายความสัมพันธ์กลไกการกำกับดูแลกับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดด้วย 1) อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) 2) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) และ 3) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) โดยมีแบบจำลองการวิเคราะห์ ดังนี้

$$FP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZ_{i,t} + \beta_2 BIND_{i,t} + \beta_3 DUAL_{i,t} + \beta_4 ACS_{i,t} + \beta_5 BFQ_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 ACM_{i,t} + \beta_8 OWN_{i,t} + \beta_9 ASSET_{i,t} + \beta_{10} LEV_{i,t} + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$$

โดย $FP_{i,t}$ คือ ผลการดำเนินงานของกิจการ (FP) บริษัท i ปี t ที่วัดด้วย อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) และ อัตรากำไรสุทธิ (NPM)

- 3) การวิเคราะห์ความแตกต่างของกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานโดยใช้ค่าสถิติ t-test เปรียบเทียบช่วงก่อนกับในช่วงสถานการณ์ COVID-19 กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ให้ค่า 0 แทนช่วงก่อนสถานการณ์ (ปี 2561-2562) และค่า 1 แทนช่วงระหว่างเกิดสถานการณ์ (ปี 2563-2564) และนำมาวิเคราะห์ด้วยวิธี Chow test เพื่อทดสอบความแตกต่างของแบบจำลองสมการถดถอยเชิงพหุจำแนกตามตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงานที่แบ่งข้อมูลออกเป็น 2 ช่วงเวลา ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05

สรุปผลการวิจัย

การวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐาน

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานผลการดำเนินงาน (Firm Performance) และกลไกการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) แสดงดังตารางที่ 2 ดังนี้

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานผลการ

ดำเนินงาน (Firm Performance) ตามตารางที่ 2 อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ย 0.026 (SD 0.623) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าเฉลี่ย 0.062 (SD 0.121) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีค่าเฉลี่ย 0.659 (SD 44.217)

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานผลการดำเนินงานและกลไกการกำกับดูแลกิจการ ปี 2560 - 2564

	n	Min.	Max.	Mean	SD
Firm Performance					
- ROE	404	-11.229	1.746	0.026	0.623
- ROA	404	-0.451	0.642	0.062	0.121
- NPM	404	-267.060	338.930	0.659	44.217
Corporate Governance					
CG Internal factors					
- Board structure					
BSIZ	404	5	18	10.426	2.565
BIND	404	0	1	0.411	0.088
DUAL	404	0	6	0.329	0.544
ACS	404	2	5	3.126	0.368
- Board Membership					
BFQ	404	1	19	4.842	2.411
- Board Process					
BM	404	3	29	7.817	3.642
ACM	404	2	22	5.770	2.530
CG External factors					
OWN	404	13	99	62.169	17.334

สำหรับกลไกการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ตามตารางที่ 2 แบ่งเป็น กลไกภายในและกลไกภายนอก ดังนี้

1) กลไกภายใน

โครงสร้างคณะกรรมการ (Board Structure) ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีค่าเฉลี่ย 10.426 (SD 2.565) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทมีค่าเฉลี่ย 0.411 (SD 0.088) การควมตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหารมีค่าเฉลี่ย 0.329 (SD 0.544) และจำนวนคณะกรรมการตรวจสอบมีค่าเฉลี่ย 3.126 (SD 0.368)

คุณลักษณะของกรรมการ (Board Membership) จำนวนกรรมการที่มีวุฒิการศึกษา ด้านการเงินมีค่าเฉลี่ย 4.842 (SD 2.411)

กระบวนการของกรรมการ (Board Process) จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีค่าเฉลี่ย 7.817 (SD 3.642) และจำนวนครั้ง การประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบมีค่าเฉลี่ย 5.770 (SD 2.530)

2) กลไกภายนอก

โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่มีค่าเฉลี่ย 62.169 (SD 17.334)

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlations Coefficient) ระหว่างตัวแปร จากข้อมูลในปี 2560 - 2564

	ROE	ROA	NPM	BSIZ	BIND	DUAL	ACS	BFQ	BM	ACM	OWN	ASSET	LEV
ROE	1												
ROA	.415**	1											
NPM	.299**	.570**	1										
BSIZ	-.019	-.034	.033	1									
BIND	-.012	-.017	.001	-.190**	1								
DUAL	-.049	.010	-.006	.010	.013	1							
ACS	.021	-.008	.038	.211**	-.011	.003	1						
BFQ	-.010	-.026	-.019	.372**	.014	-.110*	.067	1					
BM	.004	-.092	-.046	.196**	.009	.069	-.053	.104*	1				
ACM	.017	.075	.068	.283**	.087	-.118*	-.035	.309**	.360**	1			
OWN	.001	-.072	-.121*	.007	.001	.076	-.006	.024	.001	-.040	1		
ASSET	.080	.055	.054	.566**	-.046	-.045	.049	.332**	.180**	.305**	-.002	1	
LEV	-.233**	-.195**	-.219**	.215**	-.106*	-.025	.037	.282**	-.008	.045	-.047	.317**	1
VIF				1.773	1.082	1.048	1.071	1.324	1.189	1.365	1.013	1.652	1.189

** ระดับนัยสำคัญ .01 (2-tailed) * ระดับนัยสำคัญ .05 (2-tailed)

วิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

จากตารางที่ 3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlations Coefficient) เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแบ่งตามตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงานพบว่า

อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบ จำนวนครั้งประชุมคณะกรรมการบริษัท จำนวนครั้งประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่ ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท และการควมตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหาร จำนวนกรรมการที่มีวุฒิการศึกษาด้านการเงิน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ การควมตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหาร จำนวนครั้งประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ ในขณะที่ตัวแปรอื่น ๆ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบ จำนวนครั้งประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ ในขณะที่ตัวแปรอื่น ๆ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรกลไกการกำกับดูแลกิจการซึ่งเป็นตัวแปรอิสระ

พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงสุดอยู่ที่ 0.566 เป็นความสัมพันธ์ระดับปานกลาง เมื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ร่วมเชิงเส้น (Multicollinearity) โดยการวิเคราะห์ Variance Inflation Factor (VIF) มีค่าอยู่ระหว่าง 1.013 – 1.773 ไม่เกิน 10 ถือว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ร่วมเชิงเส้นระหว่างตัวแปรอิสระกันเอง (Bepari, 2015)

การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ

ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุจำแนกตามแบบจำลองของการวัดผลการดำเนินงานตามตารางที่ 4 พบว่า

1. แบบจำลองที่ 1 วัดผลการดำเนินงานด้วยอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R²) เท่ากับ 0.069 หรือตัวแปรกลไกการกำกับดูแลกิจการทุกตัวมีความสัมพันธ์ที่ใช้อธิบายผลการดำเนินงานร้อยละ 6.90

2. แบบจำลองที่ 2 วัดผลการดำเนินงานด้วยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R²) เท่ากับ 0.069 หรือร้อยละ 6.90 โดยจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย -0.005 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากบริษัทมีการประชุมบ่อยครั้งจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมลดลง ในขณะที่จำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย 0.006 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05 แสดงว่าหากมีการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบบ่อยครั้ง

จะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น ซึ่งทั้งสองตัวแปรเป็นกลไกภายในของการกำกับดูแลกิจการที่เป็นด้านกระบวนการ

3. แบบจำลองที่ 3 วัดผลการดำเนินงานด้วยอัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R^2) เท่ากับ 0.071 หรือร้อยละ 7.10 โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่ซึ่งเป็นกลไกภายนอกของการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย -0.337 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01 หรือ

อาจกล่าวได้ว่าหากร้อยละของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพิ่มขึ้นมีผลต่ออัตรากำไรสุทธิที่ลดลง

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R^2) พบว่า ตัวแปรของกลไกการกำกับดูแลกิจการทุกตัวร่วมกันสามารถอธิบายผลการดำเนินงานของกิจการได้ค่อนข้างใกล้เคียงกัน โดยสามารถอธิบายอัตรากำไรสุทธิได้ดีที่สุด ทั้งนี้ อาจต้องคำนึงถึงความคลาดเคลื่อนมาตรฐานจากการประมาณค่า (Standard Error of Estimate) ของแต่ละแบบจำลองประกอบด้วย

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุของการดำเนินงานของกิจการ

Variable	Model 1 (FP = ROE)			Model 2 (FP = ROA)			Model 3 (FP = NPM)			
	Coefficient		t	Coefficient		t	Coefficient		t	
	B	Beta		B	Beta		B	Beta		
Content	-0.084		-0.029	0.811	0.125	1.834	0.067	8.026	0.322	0.748
BSIZ	-0.026	-0.107	-1.675	0.095	-0.005	-0.104	0.104	0.030	0.002	0.978
BIND	-0.369	-0.052	-1.042	0.298	-0.089	-0.065	-1.302	-13.932	-0.028	0.579
DUAL	-0.046	-0.041	-0.824	0.410	-0.010	0.045	-0.923	0.357	0.019	0.694
ACS	0.067	0.040	0.797	0.426	0.003	0.008	0.166	0.868	0.037	0.454
BFQ	0.010	0.040	0.716	0.474	0.000	0.009	0.168	0.867	0.103	0.919
BM	-0.002	-0.011	-0.211	0.833	-0.005	-0.152	-2.908	0.004**	-1.200	-1.888
ACM	-0.004	-0.015	-0.269	-0.269	0.006	0.121	2.153	0.032*	1.303	0.185
OWN	0.000	-0.010	-0.201	-0.201	0.000	-0.081	-1.668	0.096	-0.337	-2.732
ASSET	0.081	0.223	3.612	0.000**	0.013	0.179	2.904	0.004**	3.386	0.034**
LEV	-0.871	-0.300	-5.717	0.000**	-0.140	-0.249	-4.745	0.000**	-57.041	-5.285
F = 4.003 p-value = 0.000**			F = 3.990 p-value = 0.000**			F = 4.098 p-value = 0.000**				
SE _{est} = ±0.601342			SE _{est} = ±0.116491			SE _{est} = ±42.609621				
R = 0.304 R ² = 0.092 Adjusted R ² = 0.069			R = 0.304 R ² = 0.092 Adjusted R ² = 0.069			R = 0.307 R ² = 0.094 Adjusted R ² = 0.071				

** ระดับนัยสำคัญ .01, * ระดับนัยสำคัญ .05

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ t-test

Variables	n	Prior COVID-19		Between COVID-19		Mean Diff.	t-test	p-value
		Mean	SD	Mean	SD			
ROE	202	0.079	0.213	-0.027	0.853	0.107	1.723	0.086
ROA	202	0.071	0.094	0.053	0.142	0.019	1.544	0.123
NPM	202	7.757	21.777	-6.438	57.832	14.195	3.265	0.001*
BSIZ	202	10.436	2.519	10.416	2.616	0.020	0.077	0.938
BIND	202	0.408	0.086	0.414	0.090	-0.006	-0.743	0.458
DUAL	202	0.312	0.464	0.347	0.614	-0.035	-0.640	0.523
ACS	202	3.149	0.421	3.104	0.306	0.045	1.218	0.224
BFQ	202	4.683	2.292	5.000	2.520	-0.317	-1.322	0.187
BM	202	7.530	3.747	8.104	3.519	-0.574	-1.588	0.113
ACM	202	5.847	2.775	5.693	2.263	0.153	0.609	0.543
OWN	202	61.921	17.304	62.416	17.404	-0.495	-0.287	0.775
ASSET	202	8.680	1.810	8.779	1.608	-0.099	-0.583	0.560
LEV	202	0.396	0.196	0.436	0.230	-0.040	-1.874	0.062

** ระดับนัยสำคัญ .01, * ระดับนัยสำคัญ .05

จากตารางที่ 5 เป็นผลการวิเคราะห์
ความแตกต่างของตัวแปรที่ใช้วัดกลไกการกำกับ
ดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการ
ตามช่วงเวลาของสถานการณ์ COVID-19 พบว่า
กลไกการกำกับดูแลกิจการทั้งสองช่วงเวลาดังกล่าว
ไม่มีความแตกต่างกันเช่นเดียวกับอัตราผลตอบแทน
ของสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนของส่วน
ของผู้ถือหุ้นที่ใช้เป็นตัวแปรในการวัดผลการดำเนินงาน
ของกิจการ ยกเว้น อัตรากำไรสุทธิมีความแตกต่างกัน
ระหว่างสองช่วงเวลา ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .01

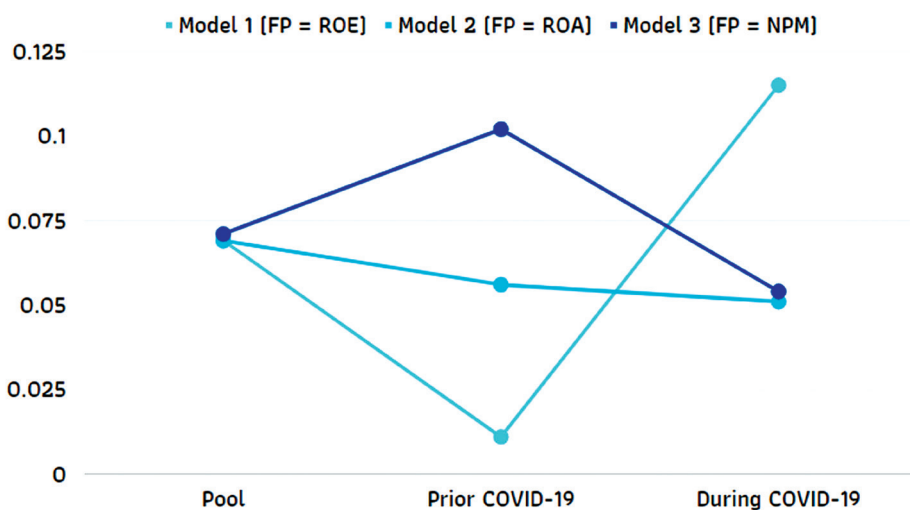
ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างด้วยวิธี Chow test

Model	Adjusted R ²			Chow test	
	Pool	Prior COVID-19	During COVID-19	F	p-value
Model 1 (FP = ROE)	0.069	0.011	0.115	16.026	0.002*
Model 2 (FP = ROA)	0.069	0.056	0.051	2.799	0.002*
Model 3 (FP = NPM)	0.071	0.102	0.054	8.142	0.000*

* ระดับนัยสำคัญ .05

จากตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของแต่ละแบบจำลองที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์ของการดำเนินงานกับกลไกการกำกับดูแลกิจการด้วยวิธี Chow test โดยแบ่งข้อมูลออกเป็น 2 กลุ่มตามช่วงระยะเวลาของการเกิดสถานการณ์ COVID-19 พบว่า ความสัมพันธ์

ของการดำเนินงานกับกลไกการกำกับดูแลกิจการก่อนสถานการณ์ (Prior COVID-19) และระหว่างสถานการณ์ (During COVID-19) มีความแตกต่างกันทั้ง 3 แบบจำลอง ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05

ภาพที่ 2 ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R²) อธิบายผลการดำเนินงานของกิจการ

นอกจากนั้น เมื่อเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R^2) ในแต่ละช่วงเวลาของสถานการณ์ตามตารางที่ 6 และภาพที่ 2 พบว่าช่วงระหว่างสถานการณ์ COVID-19 กลไกการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมและอัตรากำไรสุทธิที่ลดลง ในขณะที่กลไกการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น แต่อย่างไรก็ตามค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจของทุกแบบจำลองค่อนข้างต่ำแสดงให้เห็นว่าอาจมีตัวแปรหรือปัจจัยอื่นนอกเหนือจากตัวแปรกลไกการกำกับดูแลกิจการ

อภิปรายผลการวิจัย

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน พบว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการร่วมกับตัวแปรควบคุมรวมทุกตัวแปรสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ โดยจำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการบริษัท ซึ่งเป็นกลไกภายในของการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม สอดคล้องกับงานวิจัยของ Sabsombat et al (2020) Kruerattikarn (2014) และ Vafes (1999) ที่การประชุมมีจำนวนครั้งมากจะมีผลตรงกันข้ามกับประสิทธิภาพการตัดสินใจของคณะกรรมการที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานที่ทำให้มูลค่ากิจการลดลง แต่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Evans and Weir (1995) การประชุมเพิ่มขึ้นจะทำให้คณะกรรมการเข้าใจการดำเนินงานและคำนึงถึงผู้ลงทุนมากขึ้น ซึ่งส่งผลดีต่อผลการดำเนินงาน ในขณะที่จำนวนครั้ง

การประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมสอดคล้องกับ Songjarearn (2019) แสดงให้เห็นว่าการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบที่บ่อยครั้งจะส่งผลดีต่อการดำเนินงานของบริษัท อาจเนื่องด้วยบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการตรวจสอบมีหน้าที่ทวนสอบรายงานทางการเงินเพื่อให้ความเห็นที่สำคัญและจำเป็นต่อการบริหารงาน ตลอดจนตรวจสอบระบบควบคุมภายในให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น ดังนั้น การประชุมที่ดีและบ่อยครั้งจะทำให้ฝ่ายบริหารได้รับข้อเสนอแนะไปใช้ในการดำเนินงานได้อย่างทันท่วงที สำหรับกลไกภายนอกของการกำกับดูแลกิจการ พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับอัตรากำไรสุทธิ อาจกล่าวได้ว่าหากร้อยละของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพิ่มขึ้นมีผลต่ออัตรากำไรสุทธิที่ลดลง ซึ่งไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Laoworapong, Supattarakul and Fredric (2015) และ Han & Suk (1998) ที่พบว่า การถือหุ้นของผู้ลงทุนรายใหญ่ที่มีสัดส่วนเพิ่มขึ้นส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้น

ผลการศึกษาผลกระทบของสถานการณ์ COVID-19 ที่มีต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน โดยเปรียบเทียบช่วงก่อนและระหว่างช่วงเกิดสถานการณ์ COVID-19 เพื่อพิจารณาว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการช่วงระหว่างที่เกิดสถานการณ์จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานแตกต่างไปจากเดิมหรือไม่ โดยเมื่อทำการวิเคราะห์ตัวแปรแต่ละตัวแปรแล้วพบว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน

ทั้ง 2 ช่วงเวลาดังกล่าวไม่มีความแตกต่างกันยกเว้น อัตรากำไรสุทธิ ในขณะที่การวิเคราะห์ความแตกต่างของแต่ละแบบจำลองที่ใช้กลไกการกำกับดูแลกิจการในการอธิบายความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานพบว่าแตกต่างกันในระหว่าง 2 ช่วงเวลา ทุกแบบจำลอง โดยค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจของแบบจำลองที่วัดผลการดำเนินงานด้วยอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเพิ่มสูงขึ้นในช่วงสถานการณ์ COVID-19 ซึ่งอาจกล่าวโดยสรุปได้ว่า การที่กิจการมีระบบและกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถปรับเปลี่ยนให้สอดคล้องกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงจะส่งผลต่อการดำเนินงานของกิจการได้

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะเพื่อการนำไปใช้ นักลงทุนควรตระหนักถึงความสำคัญของข้อมูลที่มีการเปิดเผยเกี่ยวกับระบบและกลไกการกำกับดูแล

กิจการ สำหรับใช้ในการประเมินประสิทธิภาพการบริหารและดำเนินงาน การบริหารความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น ประกอบการพิจารณาตัดสินใจร่วมกับข้อมูลทางการเงิน

2. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย หน่วยงานกำกับที่เกี่ยวข้องนำผลการศึกษาใช้เป็นแนวทางในการพิจารณากำหนดหลักเกณฑ์ ระเบียบ ข้อบังคับ และแนวปฏิบัติเกี่ยวกับบทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทให้สามารถปรับตัวได้ภายใต้ปัจจัยการเปลี่ยนแปลง (Corporate resilience) ได้อย่างเหมาะสม

3. ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป ควรเก็บรวบรวมข้อมูลเพิ่มเติมหลังช่วงการเกิดสถานการณ์ COVID-19 เพื่อวิเคราะห์และติดตามผลกระทบของสถานการณ์ดังกล่าว รวมถึงศึกษาเปรียบเทียบข้อมูลในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น และวัดผลการดำเนินงานด้วยมูลค่ากิจการทางการตลาด นอกเหนือจากมูลค่าทางบัญชี

REFERENCES

- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Brown, Lawrence & Caylor, Marcus. (2004). Corporate Governance and Firm Operating Performance. *SSRN Electronic Journal*, 32, 129-144.
- Chaleampong, P., Petchchedchoo, P., & Kumauprom, S. (2019). Board of Director and Innovation with Performance of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. *Suthiparithat (Journal of Business and Innovation: SJBI)*, 33(108), 106-120.
- Evans, J. & Weir, C. (1995). Decision processes, monitoring, incentives and large firm performance in the UK. *Management Decision*, 33(6), 32-38.

- Farinha, J. (2003). Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis. **Journal of Business Finance and Accounting**, **30**(9&10), 1173-1209.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. **The quarterly Journal of Economics**, **118**(1), 107-156.
- Han, K.C. and Suk, D.Y. (1998). The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Additional Evidence. **Review of Financial Economics**, **7**, 143-155.
- Hodgson, A., Lhaopadchan, S., Buakes, S. (2011). How informative is the Thai corporate governance index? A financial approach. **International Journal of Accounting and Information Management**, **19**(1), 53-79.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal Sontrol Systems. **The Journal of Finance**, **48**(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, **3**(4), 305-360.
- Khanthong, J. & Keerati-angkoon, K. (2017). Corporate governance and firm performance of listed companies in the stock exchange of Thailand. **Srinakharinwirot Business Journal**, **8**(2), 42-54.
- Khatib, S. F. & Nour, A. N. I. (2021). The impact of corporate governance on firm performance during the COVID-19 pandemic: evidence from Malaysia. **Journal of Asian Finance, Economics and Business**, **8**(2), 0943-0952.
- Kruerattikarn, Y. (2014). Relationship Between Corporation Governance Mechanism and Index of Profitability of Listed Companies in Market for Alternative Investment. **Sripatum Chonburi Journal**, **11**(1), 41-50.
- Laoworapong M., Supattarakul S., & Fredric W. S. (2015). Corporate Governance, Board Effectiveness, and Performance of Thai Listed Firms. **AU Journal of Management**, **13**(1), 25-40.
- Pansamut, S., & Boonyanet, W. (2021). Tailor-Made Audit Programs of Going Concern in the COVID-19 Pandemic. **Journal of Federation of Accounting Professions**, **3**(8), 22-44.
- Phannarong, S. (2010). Corporate Governance: The Application Tool to Prediction the Business Failures. **RMUTP Research Journal**, **4**(2), 118-129.

- Pimkeeree, P., Tilokkul, J., Phalom, N., Piyatassanakul, P., Niamtham, Y., Ritpool, A., Brahmasakha Na Sakolnagara, W., Watcharanukul, K., Pasopa, P., & Tarasena, K. (2019). The Determinants of Corporate Governance on Firm Value of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand SET100. **Journal of Liberal Arts and Management Science Kasetsart University**, 6(2), 27-40.
- Pongpanpattana, J. (2015). Mechanism of Good Corporate Governance and Firm Performance: An Empirical Evidence from Thai-Listed Firms. **Journal of Modern Management Science**. 8(1), 67-77.
- Prachuabmoh, A., Meejaisue, P., Sakulitsariyaporn, C., & Jarupathirun, S. (2018). The Relationship between Structure of the Board of Directors and the Performance of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand. **Bundit Journal, (Special Edition)**, 124-141.
- Prongwittayagorn, P., Hensawang, S., & Siriwattanukul, D. (2019). The Impact of Committees on Financial Performance of The Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. **Rajapark Journal**, 11(23), 87-102.
- Rajeevan, S. & Ajward, R. (2019). Board characteristics and earnings management in Sri Lanka. **Journal of Asian Business and Economic Studies**, 27(1), 2-18.
- Sabsombat, N., Sangthong, K., Yasaboo, N., Laddee, N., Chukaew, N., & Pongsri, S. (2020). The Relationship between Corporate Governance and Firm Value of Listed Companies on The Stock Exchange of Thailand in SET100 Index. **WMS Journal of Management**, 9(4), 1-14.
- Saengarvut, P. (2019). **Corporate Governance, Firm Performance and Market Value: Listed Firms in Thailand (MAI)**. Thesis of the Degree of Doctor Philosophy Program in Accountancy, Dhurakij Pundit University.
- Saengkanawin, C. (2017). **The Relationship between Board Structure and Return on Equity of Thai listed Companies in MAI**. Independent Study of the Degree of Master of Accountancy Program College of Innovative Business and Accountancy. Dhurakij Pundit University.
- Vafes, N. (1999). Board Meeting Frequency and Firm Performance. **Journal of Financial Economics**. 53, 113-142.

Wongsathep, J. & Chancharat, N. (2021). Board Structure and the Performance of Listed Companies in Service Sectors of the Stock Exchange of Thailand. **Journal of Modern Learning Development**, 6(1), 174–184.

.....