คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษาธุรกิจกลุ่มบริการและกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

Characteristics of a Chief Executive Officers and Business Value of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand: Case Studies of Service Businesses and Industrial Products

ภัทรา เตชะธนเศรษฐ์[1], ประเวศ เพ็ญวุฒิกุล[2] และ กัลยาภรณ์ ปานมะเริง[3]

Pattra Techatanaset[1], Pravas Penvutikul[2] and Kalyaporn Panmarerng[3]

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

School of Accountancy, Sripatum University

Email: patta_tae@hotmail.com

Received April 8, 2022; **Revised** April 27, 2022; **Accepted** May 20, 2022

Abstract

The objective of this study was to analyze the characteristics of the Chief Executive Officer (CEO) that influenced the business value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand on service businesses and industrial products. This research uses secondary data sources from the years 2015 to 2019. The data were analyzed by structural equations. The results showed that the service business and the industry group had empirical data and the theoretical model after adjusting the variable error was harmoniously consistent. The characteristics of the chief executive officer has a positive influence on business value. The results show that there are three characteristics of the CEO: having a postgraduate education; having expertise in finance; previously serving as CEO; can cooperatively explain and forecast business value as measured by Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), and firm value (Tobin's Q). It was also found that the most weighted element of a chief executive officer's characteristic was financial expertise. The most weighted element of a business's value is its return on assets (ROA).

Keywords: Characteristics of the Chief Executive Officer; Business value; Return on Assets; Return on Equity; Firm Values

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าธุรกิจ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาธุรกิจกลุ่มบริการและกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม โดยใช้แหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ในระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2562 ข้อมูลที่ได้ถูกนำมาวิเคราะห์โดยสมการโครงสร้าง ผลการวิจัยพบว่า ธุรกิจกลุ่มบริการและกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม มีข้อมูลเชิงประจักษ์กับรูปแบบทางทฤษฎีหลังปรับค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปร มีความสอดคล้องกลมกลืนกัน กล่าวคือคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าธุรกิจ ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) มี 3 ลักษณะ ได้แก่ มีการศึกษาสูงกว่าปริญญาตรี มีความเชี่ยวชาญด้านการเงิน เคยดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหาร สามารถร่วมกันอธิบายและพยากรณ์มูลค่าธุรกิจ ที่วัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ได้ นอกจากนี้ยังพบว่า องค์ประกอบที่มีน้ำหนักมากที่สุดของคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร คือความเชี่ยวชาญด้านการเงิน องค์ประกอบที่มีน้ำหนักมากที่สุด ของมูลค่าธุรกิจ คือผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

คำสำคัญ: คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร; มูลค่าธุรกิจ; ผลตอบแทนจากสินทรัพย์; ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น; มูลค่ากิจการ

บทนำ

การวิจัยนี้มุ่งเน้นศึกษา "ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร" หรือเรียกย่อว่า "ซีอีโอ" (Chief Executive Officer : CEO) ซึ่งเป็นบุคคลที่ทำหน้าที่เป็นเจ้าหน้าที่ระดับสูงขององค์กร เป็นผู้บริหารหรือผู้ดูแลระบบ ดูแลองค์กรและรับผิดชอบการดำเนินงานโดยรวม (Peterson et al., 2003) ริเริ่มและดำเนินการตามเป้าหมาย แผนกลยุทธ์ และนโยบายของบริษัท (Aygün & İç, 2010) ขับเคลื่อนการเติบโตและจัดการความซับซ้อนในขณะที่ควบคุมต้นทุน (Ghardallou, Borgi & Alkhalifah, 2020) เพิ่มผลตอบแทนให้แก่บริษัท (Hassonn, Tran & Quach, 2016) ซีอีโอเป็นสมาชิกฝ่ายบริหารของบริษัท เป็นบุคคลที่มีประสบการณ์ระยะยาว มีการศึกษาระดับสูง และมีอำนาจภายในบริษัท (Peni, 2014) ซีอีโอขององค์กรมักมีปฏิสัมพันธ์กับคณะกรรมการบริษัท (Hassonn, Tran & Quach, 2016) หนึ่งในบทบาทหลักของคณะกรรมการบริษัทคือการจ้างประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) ที่มีความสามารถที่เหนือกว่า ความสามารถของซีอีโอคือองค์ประกอบของคุณลักษณะที่สังเกตได้และวัดได้ เช่น การศึกษาและประสบการณ์การทำงาน เป็นต้น ตลอดจนลักษณะเฉพาะที่ไม่สามารถสังเกตได้และไม่สามารถวัดปริมาณได้ เช่น ความเป็นผู้นำและทักษะการสร้างทีม เป็นต้น การระบุและการวัดความสามารถของซีอีโอนั้นเป็นกระบวนการที่ยาก ไม่ชัดเจน และมีค่าใช้จ่ายสูง ซึ่งเห็นได้จากวิจัยเชิงบริหารที่กำลังเติบโตและทรัพยากรจำนวนมากที่ใช้ในกระบวนการค้นหาซีอีโอ (Bhagat, Bolton & Subramanian, 2010) ระยะเวลาในดำรงตำแหน่ง ประสบการณ์ของซีอีโอและความสัมพันธ์ทางการเมืองของซีอีโอนั้นเชื่อมโยงกับผลการดำเนินการของบริษัท แสดงให้เห็นว่าซีอีโอสามารถดึงดูดทรัพยากรภายนอก เพื่อสร้างความมั่งคั่งเพิ่มเติมให้กับบริษัท (Saleh et al., 2020) สำหรับการพิจารณาเลือกบุคคลมาดำรงตำแหน่งซีอีโอ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ให้แนวปฏิบัติอยู่ในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี กล่าวคือ "คณะกรรมการควรติดตามดูแลให้กรรมการผู้จัดการใหญ่ดูแลให้มีผู้บริหารระดับสูงที่เหมาะสม ควร

ส่งเสริมและสนับสนุนให้ผู้บริหารระดับสูงได้รับการอบรมและพัฒนา เพื่อเพิ่มพูนความรู้และประสบการณ์ที่เป็นประโยชน์ต่อการปฏิบัติงาน" (The Securities and Exchange Commission, Thailand, 2017) ดังนั้นหลักบรรษัทภิบาลหลายฉบับจึงกล่าวถึง ให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) มีคุณสมบัติและคุณลักษณะเฉพาะเพื่อให้สามารถปฏิบัติหน้าที่ด้วยความกระตือรือร้น ขยันขันแข็ง (Saleh et al., 2020)

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าส่วนใหญ่มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับผลการดำเนินงานที่มุ่งความสนใจไปที่ลักษณะเฉพาะของผู้บริหาร (Peni, 2014) ได้แก่ เพศ อายุ การควบรวมตำแหน่ง สัดส่วนในการเป็นผู้ถือหุ้นในบริษัท เป็นต้น (ตัวอย่างงานวิจัยของ Virtanen, 2010; Dogan et al., 2013, Diks, Rodriguez & Driessen, 2016 เป็นต้น) หรือมีการศึกษาซีอีโอในฐานะสมาชิกคนหนึ่งในคณะกรรมการ (ตัวอย่างงานวิจัยของ Bathula, 2008; Adams & Ferreira, 2009; Campbell & Minguez-Vera, 2010) คุณลักษณะซีอีโอสามารถอธิบายความแตกต่างในผลการดำเนินงานของบริษัทได้ (Ghardallou, Borgi & Alkhalifah, 2020; Jaggia & Thosar, 2021) ประสบการณ์ในสถาบันการศึกษาเป็นสิ่งที่สร้างขึ้นและการศึกษานั้นมีบทบาทในหลายมิติ เช่น การพัฒนาทักษะ การสร้างเครือข่าย เป็นต้น อีกทั้งการศึกษามีแนวโน้มที่จะส่งผลต่อความสามารถของแต่ละบุคคลในการทำงานที่ซับซ้อน เช่น การบริหารบริษัท เป็นต้น (Jaggia & Thosar, 2021) ซีอีโอต้องแสดงทักษะของตนต่อผู้ถือหุ้น เนื่องจากอาจถูกแทนที่ในกรณีที่มีการบริหารจัดการที่ผิดพลาด (Baulkaran, 2014) คุณลักษณะซีอีโอที่เปิดเผยต่อสาธารณะอาจมีความสำคัญต่อผู้ถือหุ้น อาจให้ข้อมูลเชิงลึกกับกระบวนการคิดของซีอีโอ (Gottesman & Morey, 2010) สมรรถนะคือคุณลักษณะ แรงจูงใจ หรือทักษะพื้นฐานที่นำไปสู่การปฏิบัติงานที่เหนือกว่าเป็นพื้นฐานในแง่ที่ว่าเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดพฤติกรรมและคนที่มีความสามารถอาจไม่รู้ด้วยซ้ำว่าทำไมถึงมีประสิทธิผลในงาน (Boyatzis, 2008) การศึกษาของซีอีโอเป็นเพียงหนึ่งในปัจจัยกำหนดความสามารถของซีอีโอ ยังไม่ชัดเจนว่าการศึกษาของซีอีโอมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทมากน้อยเพียงใด (Bhagat, Bolton & Subramanian, 2010) ดังนั้นควรมีการตรวจสอบผลกระทบที่ผู้บริหารอาจมีต่อการดำเนินงานที่ดีและควรมีการตรวจสอบประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) ด้วย (Peni, 2014)

จากที่กล่าวข้างต้นผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะทำการศึกษาคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับมูลค่าธุรกิจ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาธุรกิจกลุ่มบริการและกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม สำหรับใช้เป็นแนวทางให้คณะกรรมการบริษัทใช้เป็นหลักเกณฑ์ในการคัดเลือกซีอีโอและให้นักลงทุนนำมาเป็นปัจจัยหนึ่งในการประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อวิเคราะห์คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกธุรกิจเป็นกลุ่มบริการและกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

ขอบเขตการวิจัย

ขอบเขตด้านเนื้อหา ประกอบด้วย

- คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ได้แก่

1) ระดับการศึกษา (Rakhmayil & Yuce, 2008; Bhagat, Bolton & Subramanian, 2010; Ammari, Ayed & Ellouze, 2016; Monastyrenko, 2014; Altuwaijri & Kalyanaraman, 2020) วัดค่าโดย หากซีอีโอสำเร็จการศึกษาสูงกว่าระดับปริญญาตรี ให้เป็น 1, อื่นๆ ให้เป็น 0

2) ความเชี่ยวชาญด้านการเงิน (Bhagat, Bolton & Subramanian, 2010; Monastyrenko, 2014; Elsharkawy, M., Paterson, A.S., & Sherif, 2018) วัดค่าโดยหากประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีวุฒิการศึกษาด้านบัญชี การเงินหรือบริหารธุรกิจ หรือมีประสบการณ์ในตำแหน่งด้านบัญชีและการเงิน ให้เป็น 1, อื่นๆ ให้เป็น 0

3) ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง (Peni, 2014; Bennouri et al., 2018; Emestine & Setyaningrum, 2019, October; Mulyati, 2021) หากระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) มากกว่า 10 ปี ให้เป็น 1, อื่นๆ ให้เป็น 0

– มูลค่าธุรกิจ ได้แก่

1) ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) (Bhagat, Bolton & Subramanian, 2010; Monastyrenko, 2014; Peni, 2014; Ammari, Ayed & Ellouze, 2016; Bennouri et al., 2018; Altuwaijri & Kalyanaraman, 2020) คำนวณจากกำไร(ขาดทุน)สุทธิ หาร สินทรัพย์รวมเฉลี่ย คูณ 100

2) ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) (Monastyrenko, 2014; Ammari, Ayed & Ellouze, 2016; Bennouri et al., 2018; Altuwaijri & Kalyanaraman, 2020) คำนวณจาก กำไร(ขาดทุน)สุทธิ หาร ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย คูณ 100

3) มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) (Rakhmayil & Yuce, 2008; Bhagat, Bolton & Subramanian, 2010; Peni, 2014; Elsharkawy, Paterson & Sherif, 2018; Bennouri et al., 2018; Emestine & Setyaningrum, 2019, October; Mulyati, 2021) คำนวณจาก (ราคาตลาดต่อหุ้น คูณ จำนวนหุ้นสามัญ) บวก มูลค่าหนี้สิน หาร สินทรัพย์รวม

ขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 – 2562 กลุ่มตัวอย่างเป็นธุรกิจกลุ่มบริการ จำนวน 370 ราย ธุรกิจสินค้าอุตสาหกรรม จำนวน 330 ราย

ทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีตัวแทนที่เกิดจากแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารระดับสูงในบริษัท ผู้ถือหุ้นเป็นตัวการ ในขณะที่ผู้บริหารระดับสูงเป็นตัวแทน ทำหน้าที่ในการแสวงหาผลประโยชน์หรือเพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นและผู้มีเสียได้เสียต่าง ๆ ดังนั้นผู้บริหารระดับสูงสามารถใช้อำนาจตามที่ได้รับมอบหมายในการควบคุมการปฏิบัติงาน เพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัทและเพื่อให้บรรลุเป้าหมายของผู้ถือหุ้น ความสำเร็จหรือความล้มเหลวของบริษัทมักเกิดจากผู้บริหาร (Ghardallou, Borgi & Alkhalifah, 2020) ซึ่งประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) เป็นบุคคลหนึ่งในตำแหน่งระดับสูงอยู่ในทีมผู้บริหารของบริษัท โดยการถูกคัดเลือกจากคณะกรรมการของบริษัท (Bhagat, Bolton & Subramanian, 2010) คณะกรรมการบริษัทมีหน้าที่รับผิดชอบในการดำเนินกิจกรรมของบริษัทในลักษณะที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นอย่างต่อเนื่องในระยะยาว ความรับผิดชอบที่สำคัญอย่างหนึ่งของคณะกรรมการคือการตรวจสอบกิจกรรมการบริหารในปัจจุบันหรืออนาคตของบุคคลที่ทำหน้าที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) เนื่องจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานคณะกรรมการบริหารควรดำเนินกิจกรรมการ

ตรวจสอบและติดตามผลที่สำคัญ จึงแนะนำว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) และประธานคณะกรรมการไม่ควรเป็นบุคคลเดียวกัน (ไม่ควบรวมตำแหน่ง) (Aygün & İç, 2010)

สำหรับการศึกษาในอดีตพบวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องสรุปโดยสังเขปดังนี้

Rakhmayil and Yuce (2008) ได้ศึกษาบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า 1) ยิ่งสัดส่วนของผู้บริหารระดับสูงในทีมผู้บริหารที่มีปริญญาโทบริหารธุรกิจสูงขึ้น มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) จะยิ่งสูงขึ้น 2) จำนวนผู้สำเร็จการศึกษาในทีมผู้บริหารระดับสูงจากโรงเรียนชั้นนำ 20 อันดับแรกมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น

Bhagat, Bolton and Subramanian (2010) ได้ศึกษาบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าซีอีโอที่มีวุฒิการศึกษาด้านกฎหมายหรือปริญญาโทบริหารธุรกิจจากสถาบันการศึกษาชั้นนำ 20 แห่งมีอิทธิพลกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

Monastyrenko (2014) ได้ศึกษาข้อมูลของ Bureau van Dijk Amadeus (ผู้นำด้านการให้บริการข้อมูลบริษัทต่าง ๆ) กลุ่มตัวอย่างซีอีโอ 6,080 ราย พบว่าปริญญาโทสาขาบริหารธุรกิจเกี่ยวข้องกับการปรับปรุงประสิทธิภาพของบริษัท มีอิทธิพลกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผู้ถือหุ้นควรนำผลลัพธ์ดังกล่าวไปปฏิบัติโดยจ้างผู้สมัครตำแหน่งซีอีโอที่มีวุฒิการศึกษาปริญญาโทด้านบริหารธุรกิจ

Peni (2014) ได้ศึกษาบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา พบค่าสัมประสิทธิ์สำหรับตัวแปรประสบการณ์ในตำแหน่งของผู้บริหารเป็นค่าบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานวัดจากมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ผลลัพธ์จึงสนับสนุนว่าผู้บริหารที่มีประสบการณ์ยาวนานมักจะมีผลงานดีกว่าผู้บริหารที่มีประสบการณ์น้อย

Ammari, Ayed and Ellouze (2016) ได้ศึกษาบริษัทในประเทศซาอุดีอาระเบีย พบว่าซีอีโอระดับบัณฑิตศึกษามีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดโดยผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ชี้ให้เห็นว่าบริษัทต่าง ๆ จะได้รับประโยชน์จากนโยบายการจ้างซีอีโอที่เน้นคุณสมบัติขั้นต่ำที่กำหนดไว้เมื่อสำเร็จการศึกษาหรือสูงกว่าปริญญาตรี

Bennouri et al. (2018) ได้ศึกษาบริษัทในประเทศฝรั่งเศส พบว่าระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) มีอิทธิพลเชิงบวกกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีอิทธิพลเชิงบวกกับผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลเชิงลบกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

Elsharkawy, Paterson and Sherif (2018) ได้ศึกษาธนาคารในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าวุฒิการศึกษาของซีอีโอส่งอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของธนาคารอย่างมีนัยสำคัญและในเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

Emestine and Setyaningrum, (2019) ได้ศึกษาบริษัทประเทศต่าง ๆ ในอาเซียน พบว่าระยะเวลาในดำรงตำแหน่งของซีอีโอส่งผลในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดจากมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ซีอีโอที่ดำรงตำแหน่งอีกต่อไปมีโน้มน้าวนักลงทุนมองว่าบริษัทมีโอกาสที่จะบรรลุผลการดำเนินงานของบริษัทที่สูงขึ้น

Altuwaijri and Kalyanaraman (2020) ได้ศึกษาบริษัทในประเทศซาอุดีอาระเบีย พบว่าซีอีโอที่มีการศึกษาสูงกว่าปริญญาตรีช่วยเพิ่มประสิทธิภาพทางการเงินวัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ควรกำหนดคุณสมบัติของซีอีโอขั้นต่ำต้องสำเร็จการศึกษาในระดับสูง

Mulyati (2021) ได้ศึกษาบริษัทในประเทศอินโดนีเซียพบว่าระยะเวลาในดำรงตำแหน่งของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

จากการทบทวนวรรณกรรมผู้วิจัยได้สังเคราะห์องค์ประกอบตัวแปรคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ประกอบด้วย 1) ระดับการศึกษา 2) ความเชี่ยวชาญด้านการเงิน และ 3) ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง สำหรับตัวแปรมูลค่าธุรกิจ ประกอบ 1) ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) 2) ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ 3) มูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวันสิ้นงวดบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม และมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่เป็นบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนในช่วง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 – 2562 เพื่อให้ได้ข้อมูลในการวัดตัวแปรต่าง ๆ อย่างครบถ้วน ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างเป็นธุรกิจกลุ่มบริการ มีจำนวน 370 ราย ธุรกิจสินค้าอุตสาหกรรม มีจำนวน 330 ราย

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยได้ศึกษาข้อมูลจากเอกสารงานวิจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องและสร้างแบบบันทึกข้อมูล ที่นำข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56–1) และแบบรายงานประจำปี (56–2) ระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2562 ในระบบฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวิเคราะห์ข้อมูล

การตรวจสอบความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเหตุผลโดยใช้โปรแกรม AMOS for Window ในการประเมินความสอดคล้องของตัวแบบ (Evaluation the Data–Model Fit) สถิติที่ใช้ในการตรวจสอบค่าความน่าจะเป็นของความพอเหมาะพอดี และสอดคล้องกลมกลืนของข้อมูลเชิงประจักษ์กับรูปแบบเส้นทางตามทฤษฎีที่ใช้ ได้แก่ 1) ค่าสถิติที่ใช้ในการตรวจสอบความพอเหมาะพอดีของโมเดลเส้นทางตามทฤษฎีกับข้อมูลจริง (p–value) 2) ดัชนีที่ใช้ในการเปรียบเทียบความกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (CMIN/DF : Relative Chi–square 3) ดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ (CFI : Comparative Fit Index) และ4) ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนโดยประมาณ (RMSEA : Root Mean Square Error of Approximation) (Vanichbuncha, 2013; Silpjaru, 2018)

ผลการวิจัย

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับมูลค่าธุรกิจ มีประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) ปรากฏในตารางที่ 1 และตารางที่ 2

ตารางที่ 1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการวิจัยของธุรกิจกลุ่มบริการ

ตัวแปร	ระดับการศึกษา	ความเชี่ยวชาญด้านการเงิน	ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง	ผลตอบแทนจากสินทรัพย์	ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น	มูลค่ากิจการ
ระดับการศึกษา	1.000					
ความเชี่ยวชาญด้านการเงิน	.152**	1.000				
ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง	.178**	.169**	1.000			
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์	.345**	.657**	.342**	1.000		
ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น	.391**	.350**	.290**	.772**	1.000	
มูลค่ากิจการ	-.163**	.154**	.121*	.218**	.243**	1.000

**=P<0.01, *=P<0.05

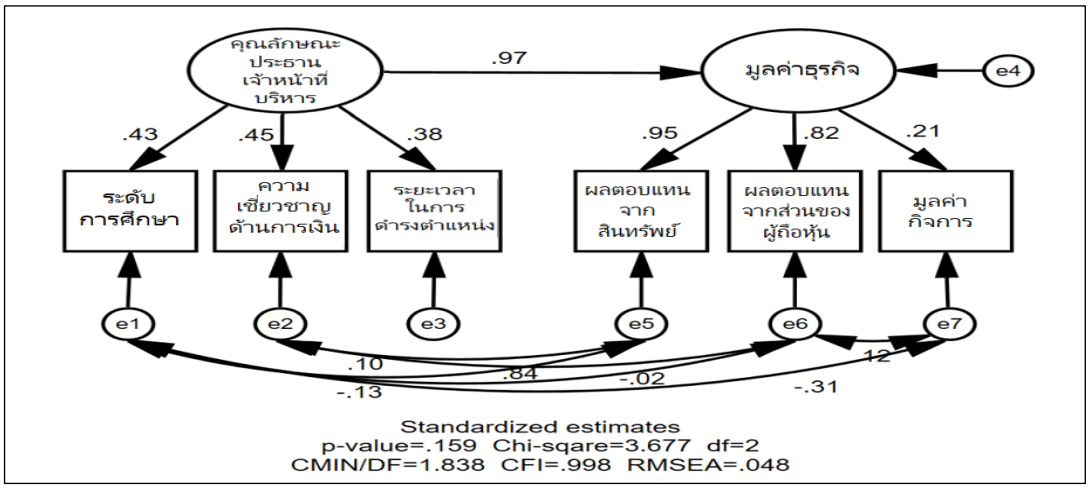
ตารางที่ 2 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการวิจัยของธุรกิจกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

ตัวแปร	ระดับการศึกษา	ความเชี่ยวชาญด้านการเงิน	ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง	ผลตอบแทนจากสินทรัพย์	ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น	มูลค่ากิจการ
ระดับการศึกษา	1.000					
ความเชี่ยวชาญด้านการเงิน	.319**	1.000				
ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง	.196**	.494**	1.000			
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์	.288**	.713**	.342**	1.000		
ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น	.247**	.595**	.261**	.793**	1.000	
มูลค่ากิจการ	-.278**	.038	.107**	.209**	.211**	1.000

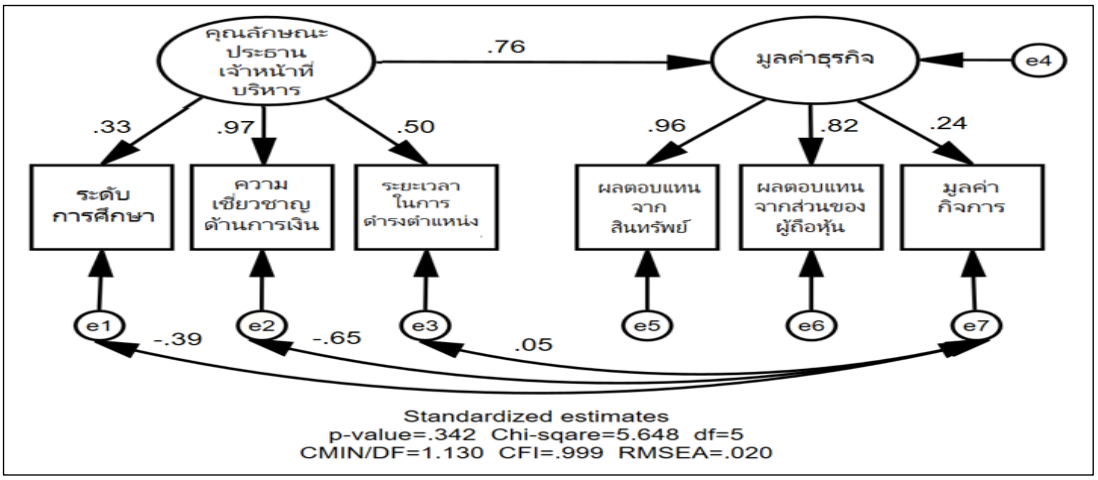
**=P<0.01

จากตารางที่ 1 และ ตารางที่ 2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้ง 6 ตัวแปร พบว่าตัวแปรทั้งหมดมีค่าความสัมพันธ์ที่ไม่เกิน 0.80 (Silpjaru, 2018) ทำให้ไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างกันสูงเกินไป ไม่ส่งผลให้การวิเคราะห์คลาดเคลื่อน สรุปได้ว่าตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์จึงเหมาะสมที่จะนำไปวิเคราะห์เส้นความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ

การศึกษาวิเคราะห์คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรากฏดังภาพที่ 1 และภาพที่ 2



ภาพที่ 1 แสดงผลข้อมูลเชิงประจักษ์กับรูปแบบทางทฤษฎีหลังปรับค่าความคลาดเคลื่อนของธุรกิจกลุ่มบริการ



ภาพที่ 2 แสดงผลข้อมูลเชิงประจักษ์กับรูปแบบทางทฤษฎีหลังปรับค่าความคลาดเคลื่อน
ของธุรกิจกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

ตารางที่ 3 ผลการศึกษาและเกณฑ์ตรวจสอบความสอดคล้องของรูปแบบหลังปรับค่าความคลาดเคลื่อนของธุรกิจกลุ่มบริการ

สัญลักษณ์	ค่าสถิติ	เกณฑ์	ผลการศึกษา	ผลการพิจารณา
p-value	ค่าสถิติที่ใช้ในการตรวจสอบความพอเหมาะพอดีของโมเดลเส้นทางตามทฤษฎีกับข้อมูลจริง	>0.050	0.159	สอดคล้อง
CMIN/DF	ดัชนีที่ใช้ในการเปรียบเทียบความกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์	<3.000	1.838	สอดคล้อง
CFI	ดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพันธ์	>0.900	0.998	สอดคล้อง
RMSEA	ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนโดยประมาณ	<0.080	0.048	สอดคล้อง

จากภาพที่ 1 และตารางที่ 3 พบว่า ข้อมูลเชิงประจักษ์กับรูปแบบทางทฤษฎีหลังปรับค่าความคลาดเคลื่อน (e) ของธุรกิจกลุ่มธุรกิจบริการ มีความสอดคล้องกลมกลืนกัน ตรงตามหลักเกณฑ์

ตารางที่ 4 ผลการศึกษาและเกณฑ์ตรวจสอบความสอดคล้องของรูปแบบหลังปรับค่าความคลาดเคลื่อนของธุรกิจกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

สัญลักษณ์	ค่าสถิติ	เกณฑ์	ผลการศึกษา	ผลการพิจารณา
p–value	ค่าสถิติที่ใช้ในการตรวจสอบความพอเหมาะพอดีของโมเดลเส้นทางตามทฤษฎีกับข้อมูลจริง	>0.050	0.342	สอดคล้อง
CMIN/DF	ดัชนีที่ใช้ในการเปรียบเทียบความกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์	<3.000	1.130	สอดคล้อง
CFI	ดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพันธ์	>0.900	0.999	สอดคล้อง
RMSEA	ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนโดยประมาณ	<0.080	0.020	สอดคล้อง

จากภาพที่ 2 และตารางที่ 4 พบว่า ข้อมูลเชิงประจักษ์กับรูปแบบทางทฤษฎีหลังปรับค่าความคลาดเคลื่อน (e) ของธุรกิจกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม มีความสอดคล้องกลมกลืนกัน ตรงตามหลักเกณฑ์

ตารางที่ 5 แสดงผลการประมาณค่าของตัวแปรของธุรกิจกลุ่มบริการ

คู่ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร			Beta	b	S.E.	C.R.	p	R^2
มูลค่าธุรกิจ	**<---**	**คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร**	0.969	0.964	0.286	3.373	***	0.939
ระดับการศึกษา	<---	คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร	0.429	1.593	0.602	2.647	0.008**	0.184
ความเชี่ยวชาญด้านการเงิน	<---	คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร	0.449	1.000				0.202
ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง	<---	คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร	0.377	1.129	0.333	3.394	***	0.142
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์	<---	มูลค่าธุรกิจ	0.946	0.597	0.067	8.929	***	0.895
ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น	<---	มูลค่าธุรกิจ	0.815	1.000				0.664
มูลค่ากิจการ	<---	มูลค่าธุรกิจ	0.214	0.754	0.184	4.094	***	0.046

*** หมายถึง P < 0.001, **=P<0.01

จากภาพที่ 1 และตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย (b) ของธุรกิจกลุ่มบริการ พบว่า คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าธุรกิจ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 กล่าวคือ ถ้าคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มูลค่าธุรกิจจะเพิ่มขึ้น 0.969 หน่วย

เมื่อพิจารณาคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารองค์ประกอบย่อย (ตัวแปรสังเกตได้) ทั้ง 3 ตัวแปร มีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐาน (Beta) เรียงลำดับความสำคัญจากมากไปน้อย คือ ความเชี่ยวชาญด้านการเงินมีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเท่ากับ 0.449 รองลงมา ระดับการศึกษา มีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเท่ากับ 0.429 และระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งมีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเท่ากับ 0.377

เมื่อพิจารณามูลค่าธุรกิจ องค์ประกอบย่อย (ตัวแปรสังเกตได้) ทั้ง 3 ตัวแปร มีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐาน (Beta) เรียงลำดับความสำคัญจากมากไปน้อย คือ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐาน 0.946 รองลงมาผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเท่ากับ 0.815 และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) มีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐาน 0.214

ตารางที่ 6 แสดงผลการประมาณค่าของตัวแปรของธุรกิจกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

คู่ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร			**Beta**	**b**	**S.E.**	**C.R.**	**p**	**R^2**
มูลค่าธุรกิจ	**<---**	**คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร**	0.757	0.197	0.020	9.769	***	0.573
ระดับการศึกษา	<---	คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร	0.333	0.338	0.059	5.705	***	0.111
ความเชี่ยวชาญด้านการเงิน	<---	คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร	0.974	1.000				0.949
ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง	<---	คุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร	0.505	0.498	0.060	8.301	***	0.255
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์	<---	มูลค่าธุรกิจ	0.965	0.692	0.037	18.829	***	0.931
ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น	<---	มูลค่าธุรกิจ	0.822	1.000				0.676
มูลค่ากิจการ	<---	มูลค่าธุรกิจ	0.241	1.019	0.230	4.427	***	0.058

*** หมายถึง P < 0.001

จากภาพที่ 2 และตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย (b) ของธุรกิจกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม พบว่าคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าธุรกิจ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 กล่าวคือ ถ้าคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มูลค่าธุรกิจ จะเพิ่มขึ้น 0.757 หน่วย

เมื่อพิจารณาคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารองค์ประกอบย่อย (ตัวแปรสังเกตได้) ทั้ง 3 ตัวแปร มีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐาน (Beta) เรียงลำดับความสำคัญจากมากไปน้อย คือ ความเชี่ยวชาญด้านการเงินมีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเท่ากับ 0.974 รองลงมา ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งมีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเท่ากับ 0.505 และระดับการศึกษา มีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเท่ากับ 0.333

เมื่อพิจารณามูลค่าธุรกิจ องค์ประกอบย่อย (ตัวแปรสังเกตได้) ทั้ง 3 ตัวแปร มีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐาน (Beta) เรียงลำดับความสำคัญจากมากไปน้อย คือ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐาน 0.965 รองลงมาผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเท่ากับ 0.822 และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) มีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐาน 0.241

อภิปรายผล

การศึกษาคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารกับมูลค่าธุรกิจของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าธุรกิจกลุ่มบริการและกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีข้อมูลเชิงประจักษ์กับรูปแบบทางทฤษฎีหลังปรับค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปรมีความสอดคล้องกลมกลืนกัน กล่าวคือคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001

การพิจารณาองค์ประกอบทั้งธุรกิจกลุ่มบริการและกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม พบว่าคุณลักษณะของซีอีโอควรประกอบด้วย 1) มีระดับการศึกษาสูงกว่าปริญญาตรี 2) มีความเชี่ยวชาญด้านการเงิน และ 3) เคยดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ซึ่งทำให้มูลค่าธุรกิจสูงขึ้น ทั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Rakhmayil and Yuce (2008), Bhagat, Bolton and Subramanian (2010), Monastyrenko (2014), Peni (2014), Ammari, Ayed and Ellouze (2016), Elsharkawy, Paterson and Sherif (2018), Bennouri et al. (2018), Emestine and Setyaningrum (2019), Altuwaijri and Kalyanaraman (2020) กล่าวสรุปบริษัทต่าง ๆ จะได้รับประโยชน์จากนโยบายการจ้างซีอีโอที่เน้นคุณสมบัติขั้นต่ำที่กำหนดไว้ เมื่อสำเร็จการศึกษาหรือสูงกว่าปริญญาตรี (Ammari, Ayed & Ellouze. 2016) ซีอีโอที่จบปริญญาโทสาขาบริหารธุรกิจเกี่ยวข้องกับการปรับปรุงประสิทธิภาพของบริษัท (Monastyrenko, 2014) ผู้บริหารที่มีประสบการณ์ยาวนานมักจะปฏิบัติงานได้ดีกว่าผู้บริหารที่มีประสบการณ์น้อย การดำรงตำแหน่งที่ยาวนานอาจทำให้ผู้บริหารมีความรู้ที่ครอบคลุมและสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมทั้งมีความเข้าใจที่ดีขึ้นเกี่ยวกับบริษัท ซึ่งจะเป็นการเพิ่มความเชี่ยวชาญของผู้บริหาร (Peni, 2014) ซีอีโอคนใหม่อาจขาดความรู้เกี่ยวกับบริษัทและมีอำนาจในระดับต่ำ (Ammari, Ayed & Ellouze, 2016) ซีอีโอที่ดำรงตำแหน่งอีกต่อไป (หลายวาระ) มีโน้มน้าวที่นักลงทุนคิดว่าบริษัทมีโอกาสที่จะบรรลุผลการดำเนินงานที่สูงขึ้น เนื่องจากซีอีโอที่เป็นผู้นำบริษัทได้รับรู้กระบวนการทางธุรกิจของบริษัทอย่างลึกซึ้งมากขึ้น เพื่อดูแลและกำหนดกลยุทธ์ที่เหมาะสมยิ่งขึ้นสำหรับบริษัท (Emestine & Setyaningrum, 2019)

องค์ประกอบที่มีน้ำหนักมากที่สุดของคุณลักษณะของประธานเจ้าหน้าที่บริหารคือความเชี่ยวชาญด้านการเงิน กล่าวคือทักษะและความเชี่ยวชาญด้านการเงินและความรู้ของผู้บริหารมีบทบาทสำคัญในการกำหนดกลยุทธ์ทางการเงินของธุรกิจและความมุ่งมั่นที่จะหาแนวทางแก้ไขเพื่อให้บรรลุผลทางการเงินในระดับสูง (Hussain et al., 2020) ผู้บริหารที่มีความรู้ด้านบัญชีจะพัฒนากลยุทธ์ทางธุรกิจให้สอดคล้องกับนโยบายและกฎระเบียบของตลาดซึ่งส่งผลให้มีข้อมูลเชิงลึกที่มีประสิทธิภาพเพื่อรับมือกับสภาพแวดล้อมและนำไปสู่ประสิทธิภาพทางการเงินที่มีประสิทธิผล (Scafarto & Dimitropoulos, 2018) ระดับความรู้ทางการเงินของผู้บริหารส่งผลให้เกิดการตัดสินใจลงทุนที่ได้ผล เนื่องจากความรู้นี้ช่วยให้สามารถประเมินและทำความเข้าใจที่สำคัญของการลงทุน ทางเลือก ผลประโยชน์และความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง ดังนั้นแนวทางผลประโยชน์และความเสี่ยงที่คำนวณได้จะนำไปสู่ผลกำไรสูงของบริษัท (Khan, Khan & Saeed, 2019)

สรุป

การวิจัยนี้ทำให้ทราบว่าคุณลักษณะที่สามารถสังเกตได้ของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) ได้แก่ ประวัติการศึกษาและประสบการณ์การทำงานมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ โดยประสบการณ์หรือการศึกษาด้านบริหารธุรกิจมีแนวโน้มที่จะช่วยผู้บริหารในอนาคต ให้เรียนรู้เครื่องมือการจัดการที่จำเป็นในการขับเคลื่อนบริษัทไปสู่ความสำเร็จได้ เนื่องจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) เป็น

ตัวแปรด้านมูลค่าธุรกิจที่รวบรวมจากผลการดำเนินงานของบริษัท ผู้บริหารอาจให้ความสำคัญและนำมาใช้เป็นตัวชี้วัดประสิทธิผลหลักได้

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากการทำวิจัย

– ประธานเจ้าหน้าที่บริหารควรเป็นผู้ที่มีการศึกษาระดับสูง (สูงกว่าปริญญาตรี) มีความรู้หรือความเชี่ยวชาญด้านการเงินและทักษะทางวิชาชีพมากขึ้นในการเติมเต็มความรับผิดชอบของตน ดังนั้นกิจการควรพิจารณาระดับการศึกษา ประสบการณ์ในด้านบัญชีหรือการเงิน และการเคยดำรงตำแหน่งนั่น ๆ เป็นปัจจัยสำคัญในการคัดเลือกผู้บริหาร หรือกรรมการและหัวหน้างาน

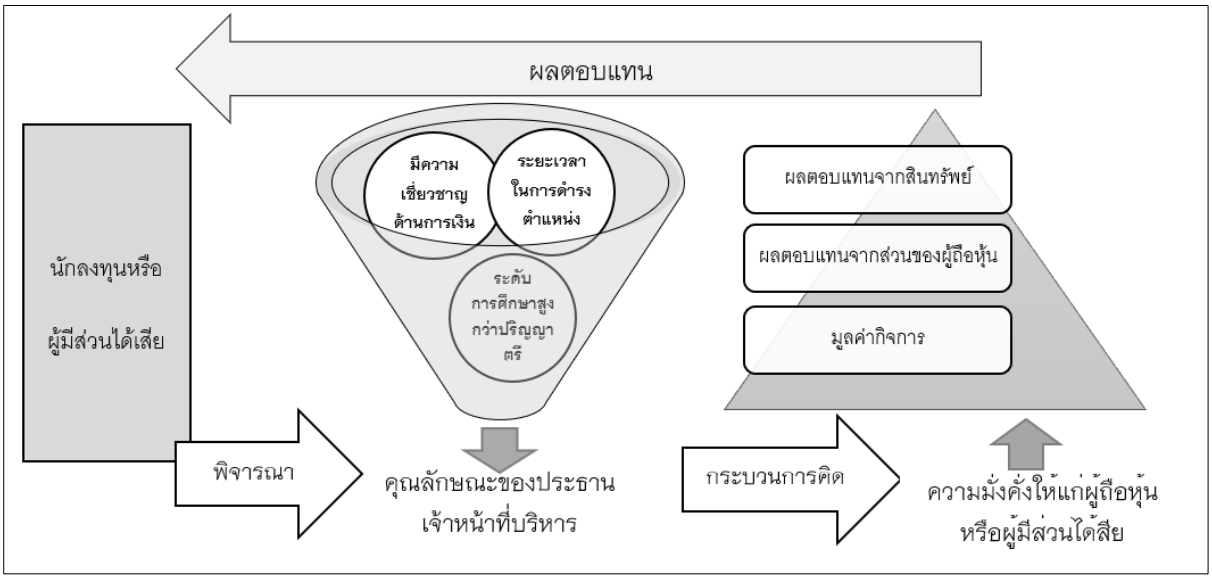
– ประธานเจ้าหน้าที่บริหารควรมีการพัฒนาความรู้อย่างต่อเนื่องในด้านการบัญชีหรือการเงินหรือการจัดการองค์กร เพื่อให้ทราบถึงแนวคิดและนามธรรมของเทคนิคต่าง ๆ ในการจัดการด้านบัญชีหรือการเงินเพิ่มขึ้นและทันสมัย

ข้อเสนอแนะการวิจัยครั้งต่อไป

– สามารถนำไปใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูงคนอื่น ๆ หรือกรรมการของบริษัทกับมูลค่าธุรกิจของบริษัท

– ควรศึกษาเพิ่มเติมภูมิหลังทางการศึกษาที่ส่งผลต่อค่าตอบแทนของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัท

องค์ความรู้ใหม่



References

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, *94*(2), 291–309.

Altuwaijri, B. M., & Kalyanaraman, L. (2020). CEO education–performance relationship: Evidence from Saudi Arabia. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business, 7*(8), 259–268.

Ammari, A., Ayed, N. B., & Ellouze, A. (2016). The interaction between Board Independence and CEO entrenchment on Tobin's Q. *International Journal of Business & Economic Strategy, 4*(1), 1–13.

Aygün, M., & İç, S. (2010). Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi?. *Muhasebe ve Finansman Dergisi,* 47, 192–201.

Bathula, H. (2008). *Board characteristics and firm performance: Evidence from New Zealand*[Doctoral dissertation, Auckland University of Technology].

Baulkaran, V. (2014). Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *54*(1), 70–81.

Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., & Nekhili, M. (2018). Female board directorship and firm performance: What really matters?. *Journal of Banking & Finance,* 88, 267–291.

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance, 14*(3), 257–273.

Bhagat, S., Bolton, B. J., & Subramanian, A. (2010). CEO education, CEO turnover, and firm performance. *Available at SSRN 1670219*.

Boyatzis, R. E. (2008). Competencies in the 21st century. *Journal of Management Development, 27*(1), 5–12

Campbell, K., & Minguez-Vera, A. (2010). Female board appointments and firm valuation: Short and long-term effects. *Journal of Management and Governance, 14*(1), 37–59

Diks, J., Rodriguez, J. C., & Driessen, J. (2016). *The impact of CEO characteristics on firm value.* Unpublished, University of Exeter. UK, 1–108.

Dogan, M., Elitas, B. L., Agca, V., & Ögel, S. (2013). The impact of CEO duality on firm performance: Evidence from Turkey. *International journal of business and social science*, *4*(2). 149–155.

Elsharkawy, M., Paterson, A.S., & Sherif, M. (2018). Now you see me: diversity, CEO education, and bank performance in the UK. *Investment Management and Financial Innovations, 15*(1), 277–291.

Emestine, I., & Setyaningrum, D. (2019, October). CEO Characteristics and Firm Performance; Empirical Studies from ASEAN Countries. *In 2018 International Conference on Islamic Economics and Business* (ICONIES 2018). Atlantis Press. https://doi.org/10.2991/iconies–18.2019.81

Ghardallou, W., Borgi, H., & Alkhalifah, H. (2020). CEO characteristics and firm performance: a study of Saudi Arabia listed firms. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, *7*(11), 291–301.

Gottesman, A. A., & Morey, M. R. (2010). CEO educational background and firm financial performance. *Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education)*, *20*(2).

Hassonn, A., Tran, H., & Quach, H. (2016). The determinants of corporate dividend policy: Evidence from Palestine. *Journal of Finance and Investment Analysis*, *5*(4), 29–41.

Hussain, H. I., Slusarczyk, B., Kamarudin, F., Thaker, H. M. T., & Szczepańska–Woszczyna, K. (2020). An investigation of an adaptive neuro–fuzzy inference system to predict the relationship among energy intensity, globalization, and financial development in major ASEAN economies. *Energies*, *13*(4), 850.

Jaggia, S., & Thosar, S. (2021). CEO management style: does educational background play a role?. *Managerial Finance.* 47(10), 1465–1485.

Khan, I., Khan, I., & Saeed, B. B. (2019). Does board diversity affect quality of corporate social responsibility disclosure? Evidence from Pakistan. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 26*(6), 1371–1381.

Monastyrenko, E. (2014), *Opening the Black Box of Firm Performance: The Role of CEO's Education*[Master's Thesis, Université Panthéon–Sorbonne].

Mulyati, Y. (2021). The Impact of CEO Tenure, Capital Structure, Stock Prices on Firm Value (Empirical Study on the Automotive Industry and Components listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2013–2019 Period). *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT), 12*(8), 939–944.

Peni, E. (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management & Governance, 18*(1), 185–205.

Peterson, R. S., Smith, D. B., Martorana, P. V., & Owens, P. D. (2003). The impact of chief executive officer personality on top management team dynamics: one mechanism by which leadership affects organizational performance. *Journal of applied Psychology*, *88*(5), 795.

Rakhmayil, S., & Yuce, A. (2008). Effects of manager qualification on firm value. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, *6*(7). 129–138.

Saleh, M. W., Shurafa, R., Shukeri, S. N., Nour, A. I., & Maigosh, Z. S. (2020). The effect of board multiple directorships and CEO characteristics on firm performance: evidence from Palestine. *Journal of Accounting in Emerging Economies. 10*(4), 637–654.

Scafarto, V., & Dimitropoulos, P. (2018). Human capital and financial performance in professional football: the role of governance mechanisms. Corporate Governance: *The International Journal of Business in Society, 18*(2), 289–316.

Silpjaru, T. (2018). *Research and analysis of statistical data with SPSS and AMOS* (18th ed.) Business Publishing R & D.

The Securities and Exchange Commission, Thailand. (2017) *Corporate Governance Principles.* https://doi.org/10.1108/CG–05–2017–0096

Vanichbuncha, K. (2013). *Structural Equation Model (SEM) with AMOS.* Chulalongkorn University.

Virtanen, A. (2012). Women on the boards of listed companies: Evidence from Finland. *Journal of Management & Governance*, *16*(4), 571–593.