

# ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## The Relationship Between Corporate Governance and Stock Prices of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand Measuring through the Profitability

ประกายดาว ขาวเหลือง<sup>1\*</sup> นวลปรางค์ แจบไรสง<sup>2</sup> และอุษณา แจ็งคล้อย<sup>2</sup>

Prakaidoaw Krowhlueng<sup>1\*</sup> Nualprang Chaepthaisong<sup>2</sup> and Usana Jangkloy<sup>2</sup>

Received: November 20, 2024; Revised: March 10, 2025; Accepted: March 11, 2025

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรอิสระ ความสามารถในการทำกำไรเป็นตัวแปรต้นกลางที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ ทั้งนี้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET 100 ยกเว้นข้อมูลของกลุ่มบริษัทธุรกิจสถาบันการเงิน และกลุ่มธุรกิจประกันภัย เนื่องจากมีวิธีการปฏิบัติทางบัญชีรวมถึงโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างจากกลุ่มธุรกิจอื่น โดยทำการเก็บข้อมูลรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 - 2565 เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 3 ปี ขนาดของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลจำนวนทั้งสิ้น 182 ข้อมูล สถิติที่ใช้ในการวิจัยคือ สถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ เพื่อเป็นการทดสอบสมมติฐาน ผลการวิจัยพบว่าการกำกับดูแลกิจการที่วัดจากขนาดคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์ ผ่านความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.10 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าความสามารถในการทำกำไรมีบทบาทเป็นตัวแปรต้นกลางบางส่วนของ การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มดัชนี 100

**คำสำคัญ :** การกำกับดูแลกิจการ; ความสามารถในการทำกำไร; ราคาหลักทรัพย์

<sup>1</sup> กรมบังคับคดี

<sup>2</sup> คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน

<sup>1</sup> Legal Execution Department

<sup>2</sup> Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan

\* Corresponding Author, Tel. 08 1006 2576, E - mail: prakaidoaw.kr@rmuti.ac.th

## Abstract

This research aims to examine the relationship between corporate governance and stock prices of listed companies in the Stock Exchange of Thailand measuring through the profitability. Corporate governance acts as the independent variable, while profitability acts as the mediating variable affecting stock prices. Data were collected from companies listed in the SET 100 index on the Stock Exchange of Thailand, excluding financial institutions and insurance groups due to differing accounting practices and financial structures. The data were collected 3 years from 2020 to 2022, with a sample size 182 data for data analysis. The statistics used for the research include descriptive statistics and multiple regression analysis to test the hypotheses. The study found that corporate governance measured by the size of the board of directors has a significant relationship affecting stock prices through profitability, specifically the return on equity, at a statistical significance level of 0.10. Therefore, the conclusion of the study is profitability serves as a partial mediating variable in the relationship between corporate governance and stock prices of the listed companies in the SET 100.

**Keywords:** Corporate Governance; Profitability; Stock Prices

## บทนำ

การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนธุรกิจที่มีผู้มีส่วนได้เสียหลายฝ่าย ทั้งผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ นักลงทุน และสังคมโดยรวม เนื่องจากปัจจุบันธุรกิจมีการแข่งขันสูง และมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว การกำกับดูแลกิจการจึงถือเป็นกลไกที่สำคัญในการกำหนดทิศทางของวัตถุประสงค์ของกิจการในการบริหารหรือการสร้างผลการดำเนินงานที่เป็นระบบ การกำกับดูแลกิจการไม่ได้เป็นเพียงแค่การปฏิบัติตามกฎระเบียบ แต่ยังเป็นการสร้างเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้น พนักงาน ลูกค้า คู่ค้า หรือสังคมโดยรวม การกำกับดูแลกิจการจึงกลายเป็นส่วนหนึ่งของความยั่งยืนในองค์กร (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566)

เมื่อมีการระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (กรมควบคุมโรค, 2566) ในประเทศไทยก็ได้รับผลกระทบทั้งต่อการเป็นอยู่ของประชาชน และระบบเศรษฐกิจซึ่งมีหลายอุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบเป็นอย่างมาก เป็นผลทำให้ธุรกิจบางรายไม่สามารถรักษาผลประโยชน์ประกอบการและผลกำไรไว้ได้ ส่งผลให้ผลการดำเนินงานลดลงอย่างรวดเร็วและมีผลกระทบต่อธุรกิจอื่น ๆ ในลักษณะลูกโซ่ แต่อย่างไรก็ตาม กิจการหรือบริษัทต่าง ๆ ที่ใช้หลักการกำกับดูแลกิจการในการตอบสนองต่อปัญหาวิกฤตโควิด-19 ส่วนใหญ่แล้วจะมีการตอบสนองต่อการแก้ปัญหาได้อย่างดี ส่งผลให้ยังคงสามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้ ตัวอย่างเช่น งานวิจัยที่ศึกษาเรื่องการเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานของธุรกิจและคุณภาพการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย ช่วงที่มีการแพร่ระบาดของโควิด 2019 พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 8 กลุ่ม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค ธุรกิจการเงิน สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี มีการเปลี่ยนแปลงในระดับคุณภาพคะแนนการกำกับดูแลกิจการในภาพรวมยังคงสามารถรักษาคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในระดับเดิมได้ โดยมีจำนวนเพิ่มขึ้นทุกปีจากปี พ.ศ. 2562 - 2564 ในขณะที่ความสามารถในการทำกำไรซึ่งพิจารณาจากอัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในกลุ่มอุตสาหกรรม 8 กลุ่ม พบว่ามีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากปี พ.ศ. 2562 - 2563 ซึ่งเป็นช่วงสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด 19 ที่มีความเข้มข้น และเมื่อสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด 19 เริ่มเบาบางลงในปี พ.ศ. 2564 ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนจึงเริ่มปรับตัวสูงขึ้นในปี พ.ศ. 2564

อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนได้ว่าบริษัทที่ใช้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้บริษัทเหล่านี้ประสบความสำเร็จ ทำให้สามารถปรับตัวเข้ากับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไปและมีส่วนร่วมในการช่วยเหลือสังคม นอกจากนี้การนำหลักการกำกับดูแลกิจการไปประยุกต์ใช้ในธุรกิจจะช่วยให้บริษัทมีความพร้อมในการรับมือกับวิกฤตต่าง ๆ ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต (ริญญาภัทร์ กองพล, 2565)

ถึงแม้ว่าการกำกับดูแลกิจการจะเป็นรากฐานที่สำคัญสำหรับความสำเร็จและความยั่งยืนของธุรกิจแต่ก็มีบางธุรกิจที่นำหลักการกำกับดูแลกิจการไปประยุกต์ใช้แต่ผลประกอบการกลับไม่ดีหรือมีการทุจริตเกิดขึ้น ซึ่งมีสาเหตุได้หลายประการ เช่น มีนโยบายและโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ แต่ในทางปฏิบัติกลับไม่สามารถนำไปใช้ได้ อย่างมีประสิทธิภาพ มีการละเลยไม่ปฏิบัติตามนโยบายที่กำหนดไว้ มีการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ถูกต้อง ครบถ้วน หรือทันเวลา ทำให้ผู้มีส่วนได้เสียไม่สามารถประเมินสถานะและผลการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างถูกต้อง หรือมีการบริหารจัดการที่เอื้อประโยชน์ต่อผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นบางราย ทำให้เกิดความขัดแย้งของผลประโยชน์กับผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือ ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ ดังตัวอย่างของบริษัท สตาร์ค คอร์เปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (STARK) ที่เกิดขึ้นในช่วง ปี พ.ศ. 2566 เป็นกรณีศึกษาที่สำคัญเกี่ยวกับความล้มเหลวในการกำกับดูแลกิจการ กรณีเหล่านี้แสดงให้เห็นว่า การมีหลักการกำกับดูแลกิจการเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอต่อการป้องกันปัญหาต่าง ๆ ที่อาจเกิดขึ้น บริษัทจะต้องให้ความสำคัญกับการนำหลักการกำกับดูแลกิจการไปปฏิบัติอย่างเคร่งครัด ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ นัฏพร มโนรณพานิช (2564) ที่ศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าขนาดของคณะกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน เนื่องจากขนาดของคณะกรรมการจะมีขนาดเล็กหรือขนาดใหญ่ การแสดงประสิทธิภาพในการทำงานหรือความสามารถในการตัดสินใจย่อมอาศัยประสบการณ์ที่หลากหลายของแต่ละบุคคล

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถือเป็นแหล่งระดมทุนของนักลงทุนระหว่างภาคธุรกิจที่ต้องการเพิ่มทุนและนักลงทุนที่ต้องการออมเงิน ข้อมูลทางบัญชีที่แสดงรายการในงบการเงินจึงเป็นเครื่องมือที่ใช้สื่อสารระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนเพื่อแสดงผลการดำเนินงานและเสถียรภาพทางการเงิน นอกจากนี้ยังช่วยในเรื่องของการวางแผนและควบคุมการดำเนินงานตลอดจนใช้ในการประเมินความสามารถในการทำกำไรของกิจการได้ ซึ่งตัวเลขทางการบัญชีมักจะถูกนำมาเปรียบเทียบกับกัน ลักษณะของอัตราส่วนทางการเงินนั้นจะช่วยให้ผู้วิเคราะห์สามารถประเมินสถานการณ์ได้เพื่อประกอบในการตัดสินใจลงทุน ตัวอย่างเช่น งานวิจัยที่ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (สวรส สรกล และกนกศักดิ์ สุขวัฒนสินธิ์, 2563) พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ แต่ในส่วนของความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Oguzhan et al. (2012) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในตุรกีโดยผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนแสดงสภาพคล่อง และอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรส่งผลในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ แต่อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงานไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรมและเหตุการณ์ที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่าผลการศึกษาด้านการกำกับดูแลกิจการนั้น มีช่องว่างที่ต้องทำการศึกษาเพิ่มเติม ผู้วิจัยจึงสนใจตรวจสอบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่อย่างไร เพื่อนำผลการวิจัยใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจของนักลงทุน และผู้มีส่วนได้เสียอื่น รวมถึงหน่วยงานกำกับดูแลนั้น จะได้นำผลการวิจัยที่ได้ไปพัฒนา ปรับปรุงด้านการกำกับดูแลกิจการ

#### **วัตถุประสงค์ของงานวิจัย**

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## การทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดียังคงเป็นเรื่องสำคัญสำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากวิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ผ่านมาพบกรณีของบริษัทต่าง ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประสบปัญหาความไม่โปร่งใสในการบริหารงาน เช่น หุ่นบริษัทพลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน) หรือ EA จนเป็นผลทำให้ผู้มีส่วนได้เสียโดยเฉพาะผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่ต่างได้รับผลกระทบในทางลบ ดังนั้นหากบริษัทมีการบริหารงานและการกำกับดูแลที่ไม่มีประสิทธิภาพอาจส่งผลทำให้ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนไม่สามารถที่จะประเมินความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นได้อย่างถูกต้อง การกำกับดูแลกิจการจึงเป็นเครื่องมือที่แสดงให้เห็นถึงการมีระบบการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ อีกทั้งในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนหรือผู้ที่สนใจลงทุนมีหลายปัจจัยที่เกี่ยวข้อง โดยปัจจัยที่สำคัญที่นักลงทุนมุ่งหวังคือผลตอบแทนที่จะได้รับ

ดังนั้นนักลงทุนจึงเลือกที่จะลงทุนไปยังธุรกิจที่ให้ผลตอบแทนที่สูงโดยพิจารณาและตัดสินใจเลือกลงทุนในธุรกิจที่มีหลักการและโครงสร้างการดำเนินธุรกิจที่ส่งเสริมการตัดสินใจและการดำเนินงานอย่างมีจริยธรรม มีความโปร่งใส และมีความรับผิดชอบ ซึ่งมีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในหลาย ๆ ด้าน (บริษัท มติชน จำกัด (มหาชน), 2567) อย่างไรก็ตามผลการดำเนินงานนั้นย่อมมาจากกลยุทธ์การนำองค์กรของฝ่ายบริหารซึ่งได้รับความไว้วางใจจากผู้ถือหุ้นให้มาทำหน้าที่แทน เพื่อสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นผ่านผลตอบแทนจากการลงทุน และมูลค่าที่เพิ่มขึ้นจากราคาของหลักทรัพย์ ผู้วิจัยจึงได้ทำการทบทวนแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

**ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)** อธิบายโดย (Jensen and Meckling, 1976) ไว้ดังนี้ ทฤษฎีตัวแทนเป็นความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสองกลุ่มโดยกลุ่มบุคคลหนึ่งเรียกว่า ตัวการหรือผู้จ้างในที่นี้หมายถึง ผู้ถือหุ้นเป็นผู้ยินยอมมอบทรัพยากรและสิทธิในการจัดการทรัพยากรที่มีให้กับกลุ่มบุคคลอีกกลุ่มที่เรียกว่า ผู้ถูกจ้างหรือผู้บริหาร ซึ่งจะเห็นได้ว่าตัวแทนและตัวการอาจมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์กันได้ เนื่องจากตัวแทนอาจแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าผลประโยชน์ของบริษัท

เมื่อพิจารณาถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระตามกลไกของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งเป็นกรรมการจากภายนอกที่ทำหน้าที่เป็นตัวแทน จึงเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ช่วยสะท้อนให้เห็นว่าจำนวนกรรมการอิสระมากขึ้นย่อมจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นได้โดยให้เหตุผลว่ากรรมการอิสระมีหน้าที่ตรวจสอบการปฏิบัติงานของทุกฝ่ายได้ดีกว่ากรรมการที่มาจากภายในบริษัท เนื่องจากกรรมการอิสระโดยส่วนใหญ่จะเป็นผู้ที่มีความชำนาญและมีประสบการณ์ค่อนข้างมาก ดังนั้นจำนวนกรรมการอิสระที่มีจำนวนมากและหลากหลายอาจมีส่วนช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นของผู้บริหารระดับสูง (John and Senbet, 1998)

จากการทบทวนวรรณกรรมแล้วพบว่าสอดคล้องกับงานวิจัยของ พิษยดา นามเที่ยง (2561) ได้ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและตัวชี้วัดผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิเคราะห์ของการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

**ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)** ได้ถูกอธิบายโดย (Spence, 1973) ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณชี้ให้เห็นว่านักลงทุนจะใช้ข้อมูลที่ตนเองมีเพื่อใช้ประกอบในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งนักลงทุนแต่ละคนนั้นจะมีข้อมูลที่ไม่เท่ากัน โดยผู้บริหารของแต่ละบริษัทย่อมมีข้อมูลข่าวสารที่มากกว่านักลงทุนภายนอกอีกทั้งยังทราบอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่เป็นตัวชี้วัดสำคัญที่บ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรและการเจริญเติบโตในระยะยาวของธุรกิจ ผู้บริหารจึงสร้างความเชื่อมั่นในกิจการโดยทำการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะชนซึ่งหนึ่งในเครื่องมือที่ผู้บริหารใช้เพื่อส่งสัญญาณให้กับนักลงทุน ได้แก่ การจ่ายเงินปันผล โดยนักลงทุนจะตอบสนองต่อสัญญาณข้อมูลเหล่านี้ หากบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลและมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มักจะได้รับความสนใจจากนักลงทุนและอาจส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทสูงขึ้น (ธกานต์ ชาตวิวงศ์, 2560)

ทฤษฎีส่งสัญญาณ เป็นหลักการที่ใช้ในงานวิจัยการกำกับดูแลกิจการ เพื่ออธิบายพฤติกรรมของผู้ประกอบการที่สื่อสารกับนักลงทุนเกี่ยวกับสภาพคล่องและความเป็นไปได้ของบริษัท โดยการส่งสัญญาณที่ถูกต้องและมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส จากการที่ได้ทบทวนวรรณกรรมแล้วพบว่าสอดคล้องกับงานวิจัยของ ชุติพร เบนญานันธุ์กุล (2563)

ที่ได้ศึกษาทฤษฎีการส่งสัญญาณระหว่างผู้ประกอบการและนักลงทุน พบว่าทฤษฎีการส่งสัญญาณได้ถูกนำไปปรับใช้เพื่อเป็นเครื่องมือในการสื่อสารระหว่างผู้ประกอบการและนักลงทุนให้เข้าใจในสิ่งที่ผู้ประกอบการต้องสื่อสาร

**การกำกับดูแลกิจการ** เป็นหลักการและโครงสร้างการดำเนินธุรกิจที่ส่งเสริมการตัดสินใจและการดำเนินงานอย่างมีจริยธรรม โปร่งใส และมีความรับผิดชอบ ซึ่งมีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในหลาย ๆ ด้าน ซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะทำให้ผู้ลงทุนมีความมั่นใจในบริษัท และทำให้บริษัทสามารถระดมทุนได้ง่ายขึ้น หากมีการบริหารจัดการที่ดีก็จะช่วยลดความเสี่ยงจากความผิดพลาดหรือการละเมิดข้อกฎหมาย โดยมีการตรวจสอบและควบคุมกระบวนการทำงานอย่างเป็นระบบ ช่วยให้การดำเนินงานมีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งส่งผลดีต่อความสัมพันธ์ในระบบธุรกิจ การกำกับดูแลกิจการจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยเสริมสร้างความยั่งยืนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้ในระยะยาว

**ขนาดคณะกรรมการบริษัท** เป็นกลไกของการกำกับดูแลที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ โดยคณะกรรมการบริษัทควรมีขนาดและปริมาณที่เหมาะสมเพื่อให้สอดคล้องกับประเภทและความซับซ้อนของธุรกิจ สอดคล้องกับงานวิจัยของ สุกัญญา วงษ์ลคร และพิธาน แสนภักดี (2566) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์และผลกระทบของโครงสร้างคณะกรรมการที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ดังนั้นขนาดของคณะกรรมการที่มากขึ้นจะส่งผลทำให้มีการระดมความคิดที่มีผลต่อการดำเนินงาน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ทรายูทธ์ ทัดศรี และคณะ (2563) พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากหากบริษัทที่มีขนาดคณะกรรมการที่ใหญ่จะมีแลกเปลี่ยนความคิดเห็นซึ่งกันและกันซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท แต่อย่างไรก็ตามงานวิจัยบางส่วนพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างขนาดคณะกรรมการอิสระซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ปฐมพงศ์ กุ๊กแก้ว และพิธาน แสนภักดี (2567) พบว่า มีอิทธิพลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น อาจเป็นเพราะแต่ละบริษัทมีความแตกต่างในเรื่องของขนาดของคณะกรรมการบริษัท การแก้ไขปัญหาหรือการตัดสินใจจึงแตกต่างกันออกไป ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นลดน้อยลง

**จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัท** เป็นกลไกของการกำกับดูแลที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากหากมีการประชุมบ่อยครั้งจะแสดงให้เห็นถึงความใส่ใจในการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน ซึ่งจะนำไปสู่ผลประกอบการที่ดีขึ้นในระยะยาวส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ กนกวรรณ พิศพันธ์ และพรรณเพ็ญ สิทธิพัฒนา (2566) พบว่าจำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัทมีผลกระทบต่อผลประกอบการ ซึ่งเป็นการวัดประสิทธิผลของคณะกรรมการ หากจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีจำนวนที่บ่อยครั้ง แนวโน้มของผลการดำเนินงานก็จะมีประสิทธิภาพมากขึ้น และยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ จักรพันธ์ วงษาเทพ และณรงค์นิตย์ จันทร์จรัส (2564) ที่พบว่าหากคณะกรรมการมีการประชุมอย่างต่อเนื่องและสม่ำเสมอจะส่งผลทำให้คนในองค์กรเกิดความเข้าใจไปในทิศทางเดียวกันมากยิ่งขึ้นจึงจะมีผลต่อราคาหลักทรัพย์

**สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ** เป็นกลไกสำคัญในการกำกับดูแลกิจการและส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนมองว่าคณะกรรมการอิสระจะมีส่วนช่วยตรวจสอบและถ่วงดุลการทำงานของผู้บริหาร สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tarus et al. (2019) พบว่าจำนวนบริษัทที่มีคณะกรรมการอิสระดำรงตำแหน่งในการบริหารมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตามงานวิจัยบางส่วนพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างสัดส่วนคณะกรรมการอิสระซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ จิตอุษา ชันทอง และกัลยภักดี กิริติงกูร (2560) ที่พบว่าหากบริษัทนั้นจะแต่งตั้งคณะกรรมการอิสระภายนอกเพื่อเข้าบริหารจัดการให้มีประสิทธิภาพดีขึ้นหรือไม่เช่นนั้นไม่ได้ขึ้นอยู่กับคณะกรรมการอิสระ ถึงแม้ว่าการมีกรรมการอิสระที่เป็นบุคคลภายนอกจะช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในธุรกิจก็ตาม แต่อำนาจในการตัดสินใจ การบริหาร การจัดการก็ยังคงขึ้นอยู่กับคณะกรรมการบริษัท

**การคว่ำตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด** เป็นกลไกที่มีความซับซ้อนและมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ได้ทั้งทางบวกและทางลบซึ่งขึ้นอยู่กับบริบทและปัจจัยหลายประการ เช่น ความคล่องตัวในการตัดสินใจ ซึ่งการคว่ำตำแหน่งอาจส่งผลทำให้การตัดสินใจเป็นไปอย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ การมีผู้นำที่มีความแข็งแกร่งและมีวิสัยทัศน์ชัดเจนจะสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ สุกัญญา วงษ์ลคร และสุรัช

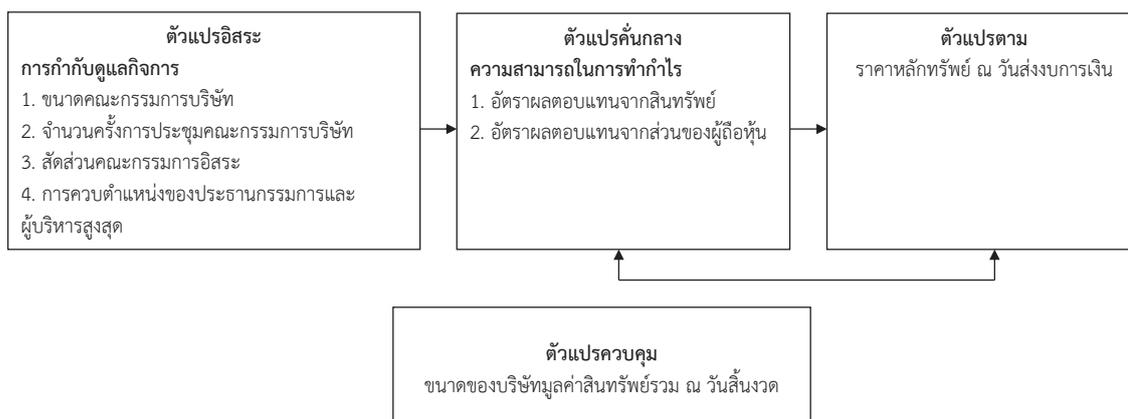
เอมอักษร (2566) พบว่าความหลากหลายในคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ ในขณะที่การคว่ำตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าของกิจการ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ เอกภาพ เอกวิกรัย (2562) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเนื่องจากหากมีการคว่ำตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการบริหาร จะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี เพราะผู้บริหารสามารถตัดสินใจเรื่องต่าง ๆ ได้อย่างรวดเร็ว

**ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)** เป็นการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้บริหาร นักวิเคราะห์ นักลงทุน สถาบันการเงินและผู้สนใจรายอื่นที่มีความจำเป็นต้องอาศัยข้อมูลที่ได้จากงบการเงิน เนื่องจากเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจเนื่องจากเป็นข้อมูลที่เป็นตัวเงินของกิจการที่จัดทำขึ้นตามมาตรฐานการบัญชี และหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป แสดงให้เห็นถึงฐานะการเงิน ผลการดำเนินงานและการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินของกิจการ (ทินัดดา ส่องแสง และคณะ, 2563) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios) เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนให้เห็นถึงผลกำไรที่สามารถวัดจากอัตราผลตอบแทนในงบการเงิน และนับว่าเป็นตัวชี้วัดที่มีความสำคัญต่อความสามารถของกิจการในการทำกำไรหรือเป็นการวัดความสำเร็จของกิจการในการดำเนินงานธุรกิจในช่วงระยะเวลาหนึ่ง (ชญาดา จวงสังข์ และพรทิศา แสงเขียว, 2564) นอกจากนี้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพของการบริหารในการควบคุมค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของกิจการ หากกิจการมีการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพมีการควบคุมความเสี่ยงที่ดี จะส่งผลให้เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัท (ธกานต์ ชาตวิวงศ์, 2560) กลุ่มของอัตราส่วนที่แสดงความสามารถในการทำกำไรนั้นจะประกอบไปด้วยอัตราส่วนที่สำคัญ ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นการวัดความสามารถในการทำกำไรจากเงินทุนของผู้ถือหุ้น หากค่าที่ได้จากการคำนวณสูงแสดงว่าผู้ถือหุ้นมีโอกาสได้รับผลตอบแทนสูงจากการทบทบวรรณกรรมพบว่าสอดคล้องกับงานวิจัยของ ดารานาถ พรหมอินทร์ และกฤษณา ดาพิทักษ์ (2561) ที่ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีพบว่าอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับราคาตลาดของหลักทรัพย์

**ราคาหลักทรัพย์** เป็นราคาตลาดของหุ้นหรือเป็นราคาที่ตกลงซื้อขายหุ้นกัน หากความต้องการเสนอซื้อหุ้นมีมากกว่าการเสนอขายหุ้น เช่น มีการคาดการณ์ว่าแนวโน้มการดำเนินงานของบริษัทจะดีและสามารถก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ ราคาตลาดของหุ้นก็จะสูง แต่ถ้าความต้องการเสนอขายมีมากกว่าความต้องการเสนอซื้อหุ้นก็จะส่งผลให้ราคาตลาดของหุ้นนั้นลดลง สรุปได้ว่าเป็นราคาปิดของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ สิ้นวัน ซึ่งเป็นราคาที่สะท้อนถึงความต้องการซื้อและความต้องการขายของผู้ลงทุนโดยรวมในขณะนั้น ราคาตลาดอาจสูงหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการ เช่น ผลการดำเนินงานของกิจการ เงินปันผล เป็นต้น ราคาหลักทรัพย์จึงถือเป็นตัวสะท้อนข้อมูลต่าง ๆ ของบริษัททั้งข้อมูลด้านผลประกอบการ ข้อมูลด้านการกำกับดูแลกิจการ และด้านความคาดหวังของนักลงทุนที่มีต่ออนาคตของบริษัท (พิมพ์ศุภา สามภักดิ์, 2560)

จากแนวคิด ทฤษฎีที่ได้อภิปรายข้างต้นสามารถสรุปได้ว่าทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีการส่งสัญญาณการกำกับดูแลกิจการความสามารถในการทำกำไร และราคาหลักทรัพย์ มีความสอดคล้องและเชื่อมโยงกันอย่างเป็นระบบ โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดปัญหาตัวแทน และลดความเสี่ยงของกิจการได้ ส่งผลให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี โดยกิจการจะทำการส่งสัญญาณข้อมูลที่มีให้กับนักลงทุนหรือผู้สนใจ ซึ่งจะส่งผลทำให้กิจการสามารถสร้าง ความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น ๆ (นิตยา ทัดเทียม และพิมพ์ศุภา พรหมมา, 2563)

## กรอบแนวคิดในการวิจัย



รูปที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

### สมมติฐานการวิจัย

- สมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) การกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์
- สมมติฐานที่ 2 ( $H_2$ ) ความสามารถในการทำกำไรส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์
- สมมติฐานที่ 3 ( $H_3$ ) การกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร
- สมมติฐานที่ 4 ( $H_4$ ) การกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไร

### วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดัชนี SET100 โดยมี 17 หมวดธุรกิจ การเลือกกลุ่มประชากรนี้เนื่องจากมีข้อดีหลายประการ ทั้งในด้านความเป็นตัวแทนของตลาด ความน่าเชื่อถือของข้อมูล ความสนใจของนักลงทุน โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลออนไลน์ SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการเก็บข้อมูลรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 - 2565 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) (ตารางที่ 1) รวมทั้งสิ้น 182 ข้อมูลที่มีข้อมูลครบถ้วนตามจำนวนปีที่ศึกษา และนำมาวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา จากนั้นทำการหาความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยสถิติการวิเคราะห์สหสัมพันธ์พหุคูณและทำการทดสอบสมมติฐานด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณ

ตารางที่ 1 ข้อมูลบริษัทที่ใช้ในการศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 - 2565

รายละเอียด	จำนวนบริษัท	จำนวนข้อมูล ปี พ.ศ. 2563 - 2565
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100)	100	300
หัก หมวดธุรกิจสถาบันการเงิน	11	33
หัก หมวดธุรกิจประกันภัย	5	15
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	-	70
กลุ่มตัวอย่างข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้	-	182

การวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยการนำข้อมูลที่ได้จากการเก็บรวบรวมข้อมูล ทุติยภูมิมาวิเคราะห์โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติมาทำการประมวลผลและวิเคราะห์ผล

สถิติที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ การวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ซึ่งประกอบไปด้วย ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรและใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์และสมมติฐานการวิจัย

ตารางที่ 2 การวัดค่าของตัวแปร

ชื่อตัวแปร	ชื่อย่อตัวแปร	วิธีการวัดค่าตัวแปร
<b>ตัวแปรอิสระ คือ การกำกับดูแลกิจการ ได้แก่</b>		
ขนาดคณะกรรมการบริษัท	(BSIZE)	จำนวนของคณะกรรมการบริษัท
จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัท	(BM)	จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท
สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ	(BINDE)	จำนวนคณะกรรมการอิสระ
การคว่ำตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด	(DuelCEO)	มีการคว่ำอำนาจในการบริหารของประธานกรรมการ มีค่าเป็น 0
		ไม่มีการคว่ำอำนาจในการบริหารของประธานกรรมการ มีค่าเป็น 1
<b>ตัวแปรคั่นกลาง คือ ความสามารถในการทำกำไร ได้แก่</b>		
อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น	(ROE)	$\frac{\text{กำไรสุทธิ} \times 100}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$
<b>ตัวแปรตาม คือ ราคาหลักทรัพย์ ได้แก่</b>		
ราคาหลักทรัพย์	(STOCK PRICE)	ราคาหลักทรัพย์ ณ วันส่งงบการเงิน
<b>ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท ได้แก่</b>		
ขนาดของบริษัท	(SIZE)	มูลค่าสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นงวด

จากข้อมูลตามตารางที่ 2 มีการวัดค่าตัวแปรของข้อมูลแต่ละหน่วยที่แตกต่างกันออกไป จากข้อมูลข้างต้นพบว่า ในส่วนของตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท มีขนาดของข้อมูลที่แตกต่างกันมาก ผู้วิจัยจึงได้ทำการ Transform ข้อมูลซึ่งสามารถเขียนสมการได้ดังนี้

การใช้สมการถดถอยในการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อทดสอบสมมติฐาน โดยใช้สมการต่อไปนี้

เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 1 ( $H_1$ ) การกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ สามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\text{Stock Price} = \beta_0 + \beta_1 \text{BSIZE}_{it} + \beta_2 \text{BM}_{it} + \beta_3 \text{BINDE}_{it} + \beta_4 \text{DuelCEO}_{it} + \beta_5 \text{LNSIZE}_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2 ( $H_2$ ) ความสามารถในการทำกำไรส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ สามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\text{Stock Price} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_{it} + \beta_2 \text{LNSIZE}_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 3 ( $H_3$ ) การกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\text{ROE} = \beta_0 + \beta_1 \text{BSIZE}_{it} + \beta_2 \text{BM}_{it} + \beta_3 \text{BINDE}_{it} + \beta_4 \text{DuelCEO}_{it} + \beta_5 \text{LNSIZE}_{it} + \varepsilon \quad (3)$$

เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 4 (H<sub>4</sub>) การกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไร ใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) เป็นวิธีการของ Baron and Kenny (1986) และ (Judd and Kenny, 1981) โดยแบ่งออกเป็น 4 ขั้นตอน ดังนี้

- 1) ประมาณค่าความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ (สมการที่ (1))
- 2) ประมาณค่าความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ (สมการที่ (2))
- 3) ประมาณค่าความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร (สมการที่ (3))
- 4) เส้นทางความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์ต้องมีค่าเป็นศูนย์จึงจะแสดงว่าความสามารถส่งผลอย่างสมบูรณ์ต่อตัวแปรตาม (Complete Mediation)

## ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปรในการวิจัย ได้แก่ ราคาหลักทรัพย์ ขนาดคณะกรรมการบริษัท จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ การควมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของบริษัท ผู้วิจัยสามารถจำแนกผลการวิจัยได้ ดังนี้

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรตามในปี พ.ศ. 2563 - 2565

ตัวแปร	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
STOCK PRICE (บาท)	26.2579	21.9176	0.5900	104.2200
BFSIZE (คน)	11.0000	2.0000	6.0000	17.0000
BM (ครั้ง)	10.0000	4.0000	2.0000	45.0000
BINDE (ร้อยละ)	0.4565	0.1247	0.2727	0.8571
ROE (ร้อยละ)	11.7787	14.8661	-38.5700	72.5300
SIZE (ล้านบาท)	11.1718	1.2841	8.1500	15.0400

ตัวแปร	การควบอำนาจในการบริหาร	การไม่ควบอำนาจในการบริหาร
DuelCEO (ร้อยละ)	66.8508	33.1492

จากตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ซึ่งประกอบด้วย ราคาหลักทรัพย์ (STOCK PRICE) โดยค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 26.2579 บาท การกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถจำแนกผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้ ขนาดคณะกรรมการบริษัท (BFSIZE) โดยค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 11 คน จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัท (BM) โดยค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 10 ครั้ง สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (BINDE) โดยค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.4565 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ร้อยละ 0.1247 โดยการควมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (DuelCEO) โดยการควมรวมอำนาจในการบริหารคิดเป็นร้อยละ 66.8508 และการไม่ควมรวมอำนาจในการบริหารคิดเป็นร้อยละ 33.1492 อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 11.7787 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ร้อยละ 14.8661 ขนาดของบริษัท (SIZE) วัดค่าจากมูลค่าสินทรัพย์ ณ วันสิ้นงวด โดยค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 11.1718

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรในการวิจัยหาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยสามารถจำแนกผลการวิจัยได้ ดังนี้

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรในปี พ.ศ. 2563 - 2565

ตัวแปร	STOCK PRICE	BSize	BM	BINDE	DuelCEO	ROE	SIZE	VIF
STOCK PRICE	1.000	0.243**	-0.005	0.120	0.141*	0.086	0.373**	
BSize		1.000	0.167*	0.059	0.184**	-0.076	0.441	1.369
BM			1.000	0.231**	-0.130	-0.031	0.287**	1.144
BINDE				1.000	-0.267**	-0.131	0.169*	1.207
DuelCEO					1.000	0.072	0.203	1.161
ROE						1.000	-0.308	1.206
SIZE							1.000	1.640

จากตารางที่ 4 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้งหมด เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ในช่วงระหว่าง -0.308 ถึง 0.441 และเมื่อพิจารณาจากค่า VIF (Variance Inflation Factor) พบว่าค่า VIF ของตัวแปรอิสระมีค่าระหว่าง 1.144 - 1.640 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 10 แสดงให้เห็นถึงตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเองสูงเกินไป ทำให้ไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเอง (Multicollinearity) ดังนั้นจึงสามารถนำตัวแปรอิสระทั้งหมดเข้าสมการถดถอยเชิงพหุคูณได้ (ฐาปกรณ์ เจริญนันทพิสุทธิ์ และเบญจพร โมกชะเวส, 2564)

ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณของตัวแปรในการวิจัยหาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยสามารถจำแนกผลการวิจัยได้ ดังตารางที่ 5 - 7

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณของการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์

ตัวแปร	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	P-Value
		Std. Error	$\beta$		
(Constant)	-135.611	35.719		-3.797	0.000
BSize	3.309	1.924	0.152	1.720	0.088*
BM	-0.782	1.163	-0.056	-0.672	0.503
BINDE	31.099	35.667	0.073	0.872	0.385
DuelCEO	3.396	8.677	0.031	0.391	0.696
SIZE	11.386	3.853	0.278	2.955	0.004
F=5.117		R <sup>2</sup> =0.147		AdjR <sup>2</sup> =0.119	

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 , \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ ตัวแปรอิสระ คือ ขนาดคณะกรรมการบริษัท (BSize) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับราคาหลักทรัพย์ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 0.10 หรือ 90 % โดยมีค่า P-Value = 0.088 ส่วนจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัท (BM) สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (BINDE) และการควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (DuelCEO) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับราคาหลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์การถดถอยพบว่าค่า Adjusted R-squared เท่ากับ 0.119 และค่า R-squared เท่ากับ 0.147 ซึ่งหมายความว่า การกำกับดูแลกิจการที่วัดจากขนาดคณะกรรมการบริษัทสามารถอธิบายความผันแปรของราคาหลักทรัพย์ได้ 14.70 % ซึ่งค่า R-square นี้ถือว่าอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำ แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรอิสระอื่นหรือปัจจัยอื่นอาจมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณของความสามารถในการทำกำไรส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์

ตัวแปร	Unstandardized Coefficients		Standardized	t	P-Value
		Std. Error	Coefficients $\beta$		
(Constant)	-120.577	29.977		-4.022	0.000
ROE	0.612	0.232	0.186	2.631	0.009**
SIZE	13.228	2.587	0.361	5.114	0.000
F=13.881		R <sup>2</sup> =0.127	AdjR <sup>2</sup> =0.118		

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 , \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับราคาหลักทรัพย์ (STOCK PRICE) ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 0.05 หรือ 95 % โดยมีค่า P-Value = 0.009

ผลการวิเคราะห์การถดถอยพบว่าค่า Adjusted R-squared เท่ากับ 0.118 และค่า R-square เท่ากับ 0.127 ซึ่งหมายความว่าความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถอธิบายความผันแปรของราคาหลักทรัพย์ได้ 12.70 % ซึ่งค่า R-square นี้ถือว่าอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำ

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณของการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร

ตัวแปร	Unstandardized Coefficients		standardized	t	P-Value
		Std. Error	Coefficients $\beta$		
(Constant)	42.108	9.038		4.659	0.000
BSIZE	0.797	0.480	0.162	1.661	0.099*
BM	0.275	0.318	0.081	0.866	0.388
BINDE	-7.271	8.871	-0.077	-0.820	0.414
DuelCEO	3.802	2.196	0.154	1.732	0.086*
SIZE	3.457	0.949	-0.377	-3.644	0.000
F=3.837		R <sup>2</sup> =0.138	AdjR <sup>2</sup> =0.102		

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 , \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ ตัวแปรอิสระคือ ขนาดคณะกรรมการบริษัท (BSIZE) และการคว่ำตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (DuelCEO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 0.10 หรือ 90 % โดยมีค่า P-Value = 0.099

และ 0.086 ส่วนจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัท (BM) และสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (BINDE) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ผลการวิเคราะห์การถดถอยพบว่าค่า Adjusted R-squared เท่ากับ 0.102 และค่า R-square เท่ากับ 0.138 ซึ่งหมายความว่า การกำกับดูแลกิจการที่วัดจากขนาดคณะกรรมการบริษัท และวัดจากการควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดสามารถอธิบายความผันแปรความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นได้ 13.80 % ซึ่งค่า R-square นี้ถือว่าอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำ

จากผลการศึกษางานวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถอภิปรายได้ดังนี้

จากการทดสอบสมมติฐานที่ 1 - 3 โดยทดสอบบทบาทของตัวแปรคั่นกลางตามสมมติฐานที่ 4 ( $H_4$ ) การกำกับดูแลกิจการส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไร ดังนี้

1) ประมาณค่าความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (ตารางที่ 5) พบว่าขนาดคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

2) ประมาณค่าความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (ตารางที่ 6) พบว่า อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

3) ประมาณค่าความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการส่งต่อความสามารถในการทำกำไร (ตารางที่ 7) พบว่า ขนาดคณะกรรมการบริษัทและการควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ดังนั้นจึงสรุปสมมติฐานที่ 4 ได้ว่า จากการทดสอบตามสมมติฐานที่ 1 - 3 โดยทดสอบบทบาทของตัวแปรคั่นกลางตามสมมติฐานที่ 4 ( $H_4$ ) การกำกับดูแลกิจการส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไรนั้น ผลการวิจัยพบว่าการกำกับดูแลกิจการที่วัดจากขนาดคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 0.10 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าความสามารถในการทำกำไรมีบทบาทเป็นตัวแปรคั่นกลางบางส่วนของ การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มดัชนี 100

## อภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษางานวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถอภิปรายได้ดังนี้

การกำกับดูแลกิจการที่วัดค่าจากขนาดคณะกรรมการบริษัท และการควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ การบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพโดยการเพิ่มขึ้นของขนาดกรรมการบริษัทที่มีความรู้ ความสามารถจะส่งผลทำให้ธุรกิจนั้น ๆ มีการระดมความคิด และเสนอแนะแนวคิดต่าง ๆ ซึ่งจะช่วยให้ธุรกิจสามารถวางแผนและบริหารจัดการทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ สุกัญญา วงษ์ลคร และพิธาน แสนภักดี (2566) พบว่าตลาดหลักทรัพย์ MAI ขนาดของคณะกรรมการบริษัทส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสำคัญของคณะกรรมการของ บริษัท และสอดคล้องกับงานวิจัยของ เอกภาพ เอกวิกรัย (2562) ที่พบว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ถ้ามีการควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานคณะกรรมการบริหาร จะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี เนื่องจากสามารถตัดสินใจเรื่องต่าง ๆ ได้อย่างรวดเร็ว

การกำกับดูแลกิจการที่วัดค่าจากตัวแปรอื่น ได้แก่ จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัท และสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระนั้น จากการศึกษางานวิจัยในครั้งนี้พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ สอดคล้องกับการศึกษาในอดีตของนักวิจัยบางท่านที่ไม่พบความสัมพันธ์และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ekadah and Mboya (2012) ซึ่งพบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระไม่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท แต่อย่างไรก็ตามงานวิจัยบางส่วน

พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างจำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัทต่อผลการดำเนินงาน (ประภัสสร โปรงวิทยากร และคณะ, 2560)

งานวิจัยนี้การกำกับดูแลกิจการที่วัดค่าจากขนาดของคณะกรรมการบริษัทเป็นตัวแปรที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไรที่วัดค่าจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีผลกระทบต่อเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ ดารานาถ พรหมอินทร์ และกุสุมา ดาพิทักษ์ (2561) พบว่าอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดบัญชี (EBITDA) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับราคาตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นในงานวิจัยชี้ให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไรของกิจการเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพของการบริหารในการควบคุมค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของกิจการ

การกำกับดูแลกิจการที่วัดค่าจากขนาดคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรที่วัดค่าจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น หากขนาดคณะกรรมการบริษัทมีขนาดใหญ่อาจส่งผลให้เกิดความหลากหลายในมุมมองและความเชี่ยวชาญที่มากขึ้น ทำให้สามารถตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ ได้ดีขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ammari et al. (2014) พบว่าขนาดคณะกรรมการบริษัทและการแบ่งแยกหน้าที่ของผู้บริหารระดับสูงมีผลกระทบในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

การกำกับดูแลกิจการที่วัดค่าจากตัวแปรอื่น ได้แก่ จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ จากการศึกษางานวิจัยในครั้งนี้พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรที่วัดค่าจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับการศึกษาในอดีตของนักวิจัยบางท่านที่ไม่พบความสัมพันธ์และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Bebeji et al. (2015) ซึ่งพบความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างขนาดคณะกรรมการบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัทวัดค่าจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เนื่องจากประสิทธิภาพในการทำงานของคณะกรรมการเป็นสิ่งสำคัญ หากคณะกรรมการสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ มีการแบ่งหน้าที่ชัดเจน และมีการสื่อสารที่ดี จะไม่ส่งผลเสียต่อความสามารถในการทำกำไร

ซึ่งสามารถสรุปได้ว่าขนาดคณะกรรมการบริษัทหากมีความเหมาะสม มีความเป็นอิสระ และมีความหลากหลาย จะส่งผลดีต่อการกำกับดูแลกิจการของบริษัท ซึ่งจะช่วยลดการเกิดปัญหาตัวตน อีกทั้งยังเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน และส่งผลดีต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยมีอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวกลางในการส่งผ่านไปยังราคาหลักทรัพย์ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวตนและทฤษฎีการส่งสัญญาณ

## บทสรุปและข้อเสนอแนะ

การวิจัยความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่าการกำกับดูแลกิจการที่วัดค่าจากขนาดคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ ผ่านความสามารถในการทำกำไรที่วัดค่าจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 0.10 หรือ 90 %

โดยข้อเสนอแนะที่ได้จากการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ คือ ความสามารถในการทำกำไรที่ดีจะส่งผลทำให้ผลตอบแทนของกิจการเพิ่มสูงขึ้นและราคาหลักทรัพย์ก็ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นภายใต้การบริหารจัดการที่ดี มีการบริหารจัดการที่โปร่งใส ตรวจสอบได้ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเพียงการกำกับดูแลกิจการและความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์เท่านั้น หากในการศึกษาครั้งต่อไปอาจจะมีการเลือกใช้ในการศึกษาในปัจจัยด้านอื่น ๆ ที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์ เช่น ด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคมที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน เป็นต้น

## References

- กนกวรรณ พิศพันธ์ และพรรณเพ็ญ สิทธิพัฒนา. (2566). การกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงาน: กรณีศึกษา กลุ่มธุรกิจโรงพยาบาลที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิจัยมหาวิทยาลัยเวสเทิร์นมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 9(3), 1-14. <https://so04.tci-thaijo.org/index.php/WTURJ/article/view/268920/182011>
- กรมควบคุมโรค. (2566). *รายงานวิเคราะห์สถานการณ์โรคติดเชื้อโควิด*. เข้าถึงเมื่อ (12 พฤศจิกายน 2566). <https://ddc.moph.go.th/>
- จิตอุษา ชันทอง และกัลยทิติ กิรติอังกูร. (2560). การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจศรีนครินทรวิโรฒ*, 8(2), 42-50. <https://ejournals.swu.ac.th/index.php/MBASBJ/article/view/9407/8053>
- จักรพันธ์ วงษาเทพ และณรงค์นิตย์ จันทร์จรัส. (2564). โครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัทและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Modern Learning Development*, 6(1), 174-184. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/jomld/article/view/247062/167842>
- ชญาดา จวงสังข์ และพรทิวา แสงเขียว. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับคุณภาพกำไรของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยการจัดการและเทคโนโลยีอีสเทิร์น*, 18(2), 72-81. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/umt-poly/article/view/249423/170951>
- ชูลีพร เบญญาณัฐกุล. (2563). *การศึกษาทฤษฎีการส่งสัญญาณระหว่างผู้ประกอบการและนักลงทุน* [การศึกษาค้นคว้าอิสระหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ]. มหาวิทยาลัยศรีปทุม. <https://www.spu.ac.th/fac/account/9460>
- ฐาปกรณ์ เจียรนนทพิสุทธ์ และเบญจพร โมกขเวส. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรกับการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมหาจุฬานาครธรรมศาสตร์*, 8(11), 341-359. <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/JMND/article/view/256980/171138>
- ดารานาถ พรหมอินทร์ และกุสุมา ดาพิทักษ์. (2561). ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี. *วารสารวิทยาลัยบัณฑิตศึกษาด้านการจัดการ มช.*, 11(2), 37-59. <https://so04.tci-thaijo.org/index.php/mbakkujournal/article/view/161247/116251>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566). *ข้อมูลรายบริษัท/หลักทรัพย์ออนไลน์*. เข้าถึงเมื่อ (12 พฤศจิกายน 2566). <https://www.set.or.th/th/market/index/set100/overview>
- ทินัดดา ส่องแสง, นฤนาถ ศรภักย์วานิช และเอื้อบุญ เอกะสิงห์. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารบริหารธุรกิจเศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร*, 15(2), 87-98. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/BECJournal/article/view/223221/165741>
- ธกานต์ ชาติวงศ์. (2560). ทฤษฎีที่ใช้อธิบายงานวิจัยทางบัญชี: จากอดีตถึงอนาคต. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจสมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทยในพระราชูปถัมภ์ สมเด็จพระเทพรัตนราชสุดาฯ สยามบรมราชกุมารี*, 6(2), 203-212. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/apheitvu/article/view/111339/86981>
- นิตยา ทัดเทียม และพิมพ์ิศา พรหมมา. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100). *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 34(109), 150-161. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/DPUStuthiparithatJournal/article/view/242301/164718>

- นัฐพร มโนรพพานิช. (2564). การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมหาจุฬานาครธรรมศาสตร์*, 8(12), 279-291. <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/JMND/article/view/257663/172100>
- บริษัท มติชน จำกัด (มหาชน). (2567). *วิกฤต EA ชั่วรอย STARK ทบความเชื่อมั่นตลาดทุนไทยดิ่งเหว กมธ.การเงินสภาฯ ดึงจัดการล่าช้า*. เข้าถึงเมื่อ (15 สิงหาคม 2567). มติชนออนไลน์. [https://www.matichon.co.th/economy/news\\_4692519](https://www.matichon.co.th/economy/news_4692519)
- ปฐมพงศ์ กุ๊กแก้ว และพิชาน แสนภักดี. (2567). ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสาร มทร.อีสาน ฉบับมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 11(2), 64-76. [https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RMUTI\\_SS/article/view/274447/184163](https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RMUTI_SS/article/view/274447/184163)
- ประภัสสร โปรงวิทย์กร, สุรางค์ เห็นสว่าง และธนาวัฒน์ สิริวัฒน์ธนกุล. (2560). บทบาทของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารรัชต์ภาคย์*, 11(23), 87-102.
- พิชดา นามเที่ยง. (2561). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและตัวชี้วัดผลการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* [การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาโท]. มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย. <https://searchlib.utcc.ac.th/library/onlinethesis/305285.pdf>
- พิมพ์ศุภา สามภักดี. (2560). *การศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์และปัจจัยที่มีผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศซื้อหุ้นคืน กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* [การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาโท]. มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย. <https://searchlib.utcc.ac.th/library/onlinethesis/302483.pdf>
- ปริญญาภัทร์ กองพล. (2565). *การเปลี่ยนแปลงในผลการดำเนินงานของธุรกิจและคุณภาพการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย ช่วงที่มีการแพร่ระบาดโควิด 2019* [วิทยานิพนธ์ปริญญาโท]. มหาวิทยาลัยรังสิต. <https://rsuir-library.rsu.ac.th/bitstream/123456789/2108/1/RINYAPATH%20KONGPOL.pdf>
- ศรายุทธ์ ทัดศรี, ภาวัต อุปลัมภ์เชื้อ และตรีทิพ บุญแย้ม. (2563). ปัจจัยของการกำกับกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานของธุรกิจดนตรีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในหมวดธุรกิจสื่อและสิ่งพิมพ์. *วารสารเศรษฐศาสตร์และกลยุทธ์การจัดการ*, 7(1), 145-157. <https://kuojs.lib.ku.ac.th/index.php/jems/article/view/2408/1768>
- สวรส สรกล และกนกศักดิ์ สุขวัฒนาสินธิ์. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยการจัดการและเทคโนโลยีอีสเทิร์น*, 17(1), 482-492. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/umt-poly/article/view/243060/165138>
- สุกัญญา วงษ์ลคร และสุรัชย์ เอมอักษร. (2566). ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการและความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่าของกิจการในสถานการณ์โควิด 19: กรณีศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสภาวิชาชีพบัญชี*, 5(13), 20-41. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JFAC/article/view/260422/175803>
- สุกัญญา วงษ์ลคร และพิชาน แสนภักดี. (2566). ผลกระทบของโครงสร้างคณะกรรมการที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI. *วารสารการบริหารนิติบุคคลและนวัตกรรมท้องถิ่น*, 9(4), 1-13. <https://so04.tci-thaijo.org/index.php/jsa-journal/article/view/263168/179734>
- เอกภาพ เอกภักชัย. (2562). ผลของการกำกับดูแลกิจการและการเปลี่ยนผู้บริหารสูงสุดต่อผลการดำเนินงานและความเสี่ยงของบริษัท. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 15(46), 27-44. <http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap46/Full/JAP46Eakkaphap.pdf>

- Ammari, A., Kadria, M. and Ellouze, A. (2014). Board Structure and Firm Performance: Evidence from French Firms Listed in SBF 120. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(3), 580-590. <https://www.proquest.com/docview/1550962534?sourcetype=Scholarly%20Journals>
- Baron, R.M. and Kenny, D.A. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.51.6.1173>
- Bebeji, A., Mohammed, A. and Tanko, M. (2015). The Effect of Board Size and Composition on the Financial Performance of Banks in Nigeria. *African Journal of Business Management*, 9(16), 590-598. <https://doi.org/10.5897/AJBM2015.7797>
- Ekadah, J.W. and Mboya, J. (2012). Effect of Board Gender Diversity on the Performance of Commercial Banks in Kenya. *European Scientific Journal*, 8(7), 128-148. <https://core.ac.uk/reader/328023390>
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- John, K. and Senbet, L.W. (1998). Corporate Governance and Board Effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22, 371-403. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00005-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00005-3)
- Judd, C.M. and Kenny, D.A. (1981). Process Analysis: Estimating Mediation in Treatment Evaluations. *Evaluation Review*, 5(5), 602-619. <https://doi.org/10.1177/0193841X8100500502>
- Oguzhan, A., Serdar, O. and D.Gokhan. (2012). The Rule of Financial Ratios in Determining The Stock Prices. *Journal of Management & Economics*, 19(2), 277-288.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Tarus, T.K., Tenai, J. and Komen, J. (2019). Effect of Audit Committee Size on Risk Management: Evidence from Selected Listed Firms in Kenya. *International Journal of Research and Innovation in Social Science (IJRISS)*, 3(5), 437-43.