

# โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืน ที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภัทรา เตชะธเนศวร<sup>1</sup> อรวรรณ เชื้อเมืองพาน<sup>2</sup>  
และพรชัย เตชะธเนศวร<sup>3</sup>

## บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน ปี 2556–2558 จำนวน 388 บริษัท โดยใช้แบบบันทึกข้อมูล เพื่อรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) ข้อมูลที่ได้จะถูกนำมาวิเคราะห์โดยวิธีวิเคราะห์ถดถอยแบบพหุคูณ (multiple regression analysis) ผลการวิจัยพบว่า ตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานของรัฐและนักลงทุนต่างชาติ ส่วนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับดี ดีมาก และดีเลิศ และพบว่า ตัวแปรที่มีอิทธิพลต่ออัตรากำไรต่อหุ้น ได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ และขนาดของกิจการซึ่งเป็นตัวแปรควบคุม โดยผลการวิจัยนี้มีประโยชน์ต่อผู้ลงทุนที่สามารถนำไปใช้เป็นองค์ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในอนาคต

คำสำคัญ: 1. โครงสร้างผู้ถือหุ้น 2. ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ 3. ผลการประเมินความยั่งยืน

<sup>1</sup> อาจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าพระนครเหนือ อีเมล : patta\_tae@hotmail.com โทร : 0 2555 2000

<sup>2</sup> อาจารย์ประจำสำนักวิชาบัญชี มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย จังหวัดเชียงราย อีเมล : jerry\_bugs@hotmail.com โทร : 08 1020 0480

<sup>3</sup> ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ประจำสาขาวิชาวิศวกรรมคอมพิวเตอร์ คณะครุศาสตร์อุตสาหกรรม มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร อีเมล : pornchai\_tae@yahoo.com โทร : 09 2803 1789

## **Ownership structures, corporate governance evaluation, sustainability assessments affecting the operations of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand**

**Pattra Techatanaset<sup>4</sup> Orawon Chuamaungphan<sup>5</sup>  
and Pornchai Taechatanasat<sup>6</sup>**

### **Abstract**

The purpose of this paper was to study ownership structures, corporate governance evaluation, sustainability assessments affecting the operations of the 388 listed companies on the Stock Exchange of Thailand between 2013 and 2015. A record review method was used to collect secondary data. The collected data were analysed, using multiple regression analysis. The results show that the variables affecting the operations measured from the return on equity are ownership structures of the government sector and the foreign investor sector. The corporate governance evaluation is rated as good, very good and excellent. In addition, the results also show that the variables affecting earning per share are ownership structure of the foreign investor sector and company size, which is a control variable. The research findings benefit investors who may use them as factors in making decision on investment.

**Keywords:** 1. Ownership structures 2. Corporate governance evaluation  
3. Sustainability assessments

---

<sup>4</sup> Lecturer at Accounting Department, Faculty of Business Administration, King Mongkut's University of Technology North Bangkok, Bangkok, Thailand.

Email address: patta\_tae@hotmail.com Tel: 0 2555 2000

<sup>5</sup> Lecturer at School of Accounting, Chiang Rai Rajabhat University, Chiang Rai, Thailand. Email address: jerry\_bugs@hotmail.com Tel: 08 1020 0480

<sup>6</sup> Assistant Professor at Computer Engineering Department, Faculty of Industrial Education, Rajamangala University of Technology Phra Nakhon, Bangkok, Thailand.

Email address: pornchai\_tae@yahoo.com Tel: 09 2803 1789

## บทนำ

โครงสร้างของผู้ถือหุ้นมีส่วนสำคัญต่อการดำเนินงานของกิจการ โดยผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นอยู่ในจำนวนมากจะมีสิทธิในการควบคุมการบริหารงานด้วยการเป็นตัวแทนหรือบริหารกิจการเองหรือส่งตัวแทนบริหารเอง ส่งผลต่อการกำหนดนโยบายการบริหารงานและผลการดำเนินงานของกิจการ (Phanuphong Mokthaisong et al., 2014) ทั้งนี้ หากมีกลไกรองรับการใช้สิทธิต่างๆ ของผู้ถือหุ้นอย่างมีประสิทธิภาพ เช่น การใช้สิทธิออกเสียงในการตัดสินใจเรื่องสำคัญ การติดตามตรวจสอบการดำเนินงานให้เกิดความมั่นใจในการปฏิบัติงานของผู้บริหารโดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของบริษัท และมีความเป็นธรรม จะช่วยผลักดันให้บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Sillapaporn Srijunpetch, 2009) และยังเป็นการเพิ่มขึ้นในการรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพ (Carcello et al., 2005) พร้อมทั้งการเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมในรูปแบบของรายงานความยั่งยืน ซึ่งในปัจจุบันลำพังรายงานทางการเงินเพียงอย่างเดียวไม่สามารถสะท้อนข้อมูลผลประกอบการโดยรวมให้แก่ผู้ถือหุ้น ลูกค้า ชุมชน และผู้มีส่วนได้เสียอื่นได้อย่างครบถ้วน (Thaipat Institute, Foundation for Rural Restoration of Thailand Under the royal patronage, 2016) ดังนั้น ธุรกิจจึงต้องแสดงให้เห็นถึงความตระหนักว่าความสำเร็จและความยั่งยืนของธุรกิจต้องได้รับการยอมรับจากสังคม ผู้มีส่วนได้เสียและภาพพจน์ของบริษัท (Tontiset, 2013)

จากงานวิจัยในอดีตพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นยังมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน (Pongpanpatana, 2015) โครงสร้างของผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของประธานฝ่ายบริหาร มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งวัดผลการดำเนินงานทางด้านบัญชีโดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Chidambaran et al., 2006) การถือหุ้นของผู้บริหารต่างชาติ มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Nanarong, 2006) กิจการที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นบุคคลทั่วไป ซึ่งโดยปกติจะเป็นครอบครัวมักจะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงาน กิจการก็จะไม่สามารถสร้างกำไรสูงสุดได้ ยังมีผู้ถือหุ้นเป็นบุคคลภายในมากเท่าใด ก็ยิ่งทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการลดลงมากเท่านั้น หรือมีความสัมพันธ์ที่แปรผกผัน (Chivasuthipong, 2010; Refer to La Porta et al., 1999; Barle & Means, 1932; Tanopajai, 2002)

การกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ ค่าตอบแทนกรรมการ มีความสัมพันธ์ต่ออัตรากำไรต่อหุ้น โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม (Kruerattikarn, 2014) การกำกับดูแลกิจการที่ดีของกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีในทุกด้าน ส่งผลกับอัตราผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น (Puangyane et al., 2016; Kaseamsap, 2010) การกำกับดูแลกิจการของ

บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินไม่พบความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Pupara, 2016)

ระดับการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น และมีทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (Sukyoo & Phoprajak, 2015) ความรับผิดชอบต่อสังคมของธุรกิจพลังงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกในระดับปานกลางกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) (Waworuntu et al., 2014)

สำหรับประเทศไทยโครงสร้างการถือหุ้นเป็นแบบกระจุกตัว กล่าวคือ การดำเนินธุรกิจมีลักษณะแบบครอบครัว (Sillapaporn Srijunpetch, 2009) โดยร้อยละ 80 ของธุรกิจในประเทศ และจำนวน 20 บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET50 ซึ่งมีมูลค่าตลาดรวมกว่าร้อยละ 30 ของ SET50 ในขณะที่กว่าร้อยละ 40 ของ 500 อันดับแรกขององค์กรธุรกิจขนาดใหญ่ในสหรัฐอเมริกา คือ ธุรกิจที่มีโครงสร้างแบบครอบครัว ในมุมมองของนักลงทุนจะพิจารณาว่า ธุรกิจครอบครัวอาจจะมีความเสี่ยงจากการบริหารธุรกิจของผู้บริหารโดยไม่คำนึงถึงสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Ministry of Industry, 2015; Urapepattapong, 2015) และจากการทบทวนวรรณกรรมในเรื่องโครงสร้างผู้ถือหุ้น การกำกับดูแลกิจการ และความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานจะมีการศึกษาค่อนข้างมาก แต่สำหรับงานวิจัยที่เกิดขึ้นในประเทศไทยนี้พบว่า ยังคงมีจำนวนจำกัด อีกทั้งผลของงานวิจัยที่เกิดขึ้นยังไม่มี ความชัดเจนในการอธิบายโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานที่วัดจากตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงเป็นที่มาของการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานที่วัดจากตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถนำไปประยุกต์หรือเลือกใช้ข้อมูลต่างๆ ได้อย่างเหมาะสมและเกิดประโยชน์สูงสุดในการตัดสินใจลงทุนในอนาคต

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### สมมติฐานทางการวิจัย

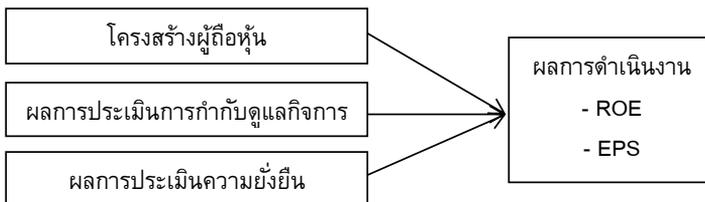
1. โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน โดยวัดจากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานโดยวัดจากอัตรากำไรต่อหุ้น ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### คำถามการวิจัย

โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบใด ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และผลการประเมินความยั่งยืนระดับใด ที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน โดยวัดจากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรต่อหุ้น ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### กรอบแนวคิดในการวิจัย



### ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวการและตัวแทน (agency theory) ซึ่งมาจากแนวคิดของ Jensen & Meckling (1976) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่ใช้อธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการ (Sillaporn Srijunpetch, 2008) สำหรับบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะมีประชาชนจำนวนมากเป็นผู้ถือหุ้นและไม่สามารถเข้าร่วมบริหารจัดการบริษัทได้อย่างใกล้ชิด จึงต้องแต่งตั้งบุคคลที่ไว้วางใจให้เป็นกรรมการ เพื่อเข้าควบคุมดูแลบริหารบริษัท อีกทอดหนึ่ง การที่จะเกิดความมั่นใจและไว้วางใจกันเป็นทอดๆ เช่นนี้ได้ ต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยตำแหน่งกรรมการไม่ใช่ตำแหน่งในการหาประโยชน์หรือฉวยโอกาสจากบริษัท แต่ต้องทำหน้าที่ในการรักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่ ดูแลจัดการและบริหารให้กิจการอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทน

ที่ค้ำค้ำกับเงินที่ได้นำมาลงทุนในบริษัท ในขณะที่เดียวกันก็ต้องตัดสินใจในเรื่องสำคัญ ใช้สิทธิ์ผู้ถือหุ้นรับทราบข้อมูลของบริษัท รวมถึงตรวจสอบการทำงานของกรรมการและผู้บริหาร (The Stock Exchange of Thailand, 2016)

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (stakeholders theory) ซึ่งนำมาจากแนวคิดของ R. Edward Freeman (1984) ที่กล่าวถึงผู้บริหารต้องสร้างความพอใจต่อบุคคลที่มีอิทธิพล ต่อผลลัพธ์ของบริษัท ซึ่งประกอบด้วยลูกค้า พนักงาน ผู้ขายปัจจัยการผลิต องค์กรชุมชนในท้องถิ่น (Tongkachok, 2013) โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับองค์กร ไม่ได้ให้ความสำคัญกับเจ้าของกิจการเท่านั้น (Sillapaporn Srijunpetch, 2017)

## ระเบียบวิธีการวิจัย

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ในการเก็บข้อมูล ผู้วิจัยจะทำการรวบรวมข้อมูลจากบริษัท/หลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีประชากรทั้งสิ้นจำนวน 723 บริษัท (The Stock Exchange of Thailand, 2016) ระหว่างปี 2556–2558 การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยไม่เลือกกลุ่มตัวอย่าง

1. บริษัทที่กำลังอยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน จำนวน 11 บริษัท และบริษัทที่อาจถูกเพิกถอน จำนวน 15 บริษัท เพราะเป็นช่วงที่มีการบริหารงานแตกต่างจากบริษัทปกติ

2. บริษัทที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จำนวน 130 บริษัท เพราะวิธีการปฏิบัติทางภาษีแตกต่างจากบริษัทปกติ

3. ธุรกิจการเงิน จำนวน 53 บริษัท ธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 62 บริษัท กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน จำนวน 5 บริษัท เพราะมีการปฏิบัติทางการบัญชีที่แตกต่างกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

4. บริษัทที่จดทะเบียนเข้าใหม่ในปี 2559 จำนวน 10 บริษัท ในปี 2558 จำนวน 20 บริษัท ในปี 2557 จำนวน 16 บริษัท เพราะได้ข้อมูลไม่ครบในช่วงเวลา 3 ปี และบริษัทที่จดทะเบียนเข้าใหม่ในปี 2556 จำนวน 13 บริษัท เพราะอาจมีรอบระยะเวลาบัญชีไม่ครบ 12 เดือน

ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างจึงมีเท่ากับ จำนวน 388 บริษัท

### เครื่องมือการวิจัยและการรวบรวมข้อมูล

เครื่องมือการวิจัย ได้แก่ แบบบันทึกข้อมูล เพื่อรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) จากแหล่งต่าง ๆ ดังนี้

1. ระบบฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ (SET Market Analysis and Reporting Tool: SETSMART) ผลิตโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากข้อมูลที่ระบุไว้แบบแสดงข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และงบการเงินช่วงปี พ.ศ. 2556–2558 (SETSMART, 2016)

3. ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่มีการเผยแพร่ในปี 2556–2558 สํารวจโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) และได้รับการสนับสนุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) แบ่งเป็น 5 หมวดหลัก ได้แก่ 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น 2) การปฏิบัติที่เท่าเทียมกันต่อผู้ถือหุ้น 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส 5) ความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งมีการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนน 3 กลุ่ม คือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” (Thai Institute of Directors Association, 2016)

3. ผลการประเมินความยั่งยืน ที่มีการเผยแพร่ในปี 2556-2558 ของศูนย์พัฒนาความรับผิดชอบต่อสังคม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกี่ยวกับบริษัทที่มีรายชื่อผ่านเกณฑ์คัดกรองคุณสมบัติเบื้องต้นในการประเมิน ซึ่งได้มีการนำเสนอไว้ในคู่มือการเข้าร่วมการประเมินความยั่งยืน 3 ด้าน ได้แก่ ด้านมิติเศรษฐกิจ มิติสังคม และมิติสิ่งแวดล้อม และ 18 หมวด (Social Responsibility Center, The Stock Exchange of Thailand, 2016)

### ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

#### ตัวแปรต้น

โครงสร้างผู้ถือหุ้น ใช้แนวทางตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 28 (ปรับปรุง 2558) เรื่อง เงินลงทุนในบริษัทร่วมและการร่วมค้า หากกิจการใดมีอำนาจในการออกเสียง ทั้งโดยทางตรงหรือทางอ้อมในผู้ได้รับการลงทุนอย่างน้อยร้อยละ 20 ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่ากิจการมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อผู้ได้รับการลงทุน (Federation of Accounting Professions, 2015) ซึ่งโครงสร้างผู้ถือหุ้น (SHD) วัดค่าจากตัวแปรหุ่น (dummy variables) โดยกำหนดให้ SHD1 แทนโครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นกลุ่มครอบครัว SHD2 แทนโครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานของรัฐ SHD3 แทนโครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนต่างชาติ โดยตัวแปรหุ่นแต่ละตัวจะมีค่าเป็น 1 เมื่อเป็นโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ระบุไว้ และมีค่าเป็น 0 เมื่อโครงสร้างผู้ถือหุ้นไม่เป็นตามที่ระบุไว้

ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) วัดค่าจากตัวแปรหุ่น (dummy variables) โดยกำหนดให้ CG1 แทนบริษัทที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลอยู่ระดับดี CG2 แทนบริษัทที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลอยู่ระดับดีมาก และ CG3 แทนบริษัทที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลอยู่ระดับดีเลิศ โดยตัวแปรหุ่นแต่ละตัวจะมีค่าเป็น 1 เมื่อเป็นบริษัทที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ระบุไว้ และมีค่าเป็น 0 เมื่อเป็นบริษัทที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการไม่เป็นไปตามที่ระบุไว้

ผลการประเมินความยั่งยืน (IND) วัดค่าจากตัวแปรหุ่น (dummy variables) โดยตัวแปรหุ่นแต่ละตัวจะมีค่าเป็น 1 เมื่อเป็นบริษัทที่มีรายชื่อผ่านเกณฑ์การประเมินความยั่งยืน และมีค่าเป็น 0 เมื่อเป็นบริษัทที่ไม่มีรายชื่อผ่านเกณฑ์การประเมินความยั่งยืน

#### ตัวแปรตาม

การวัดผลการดำเนินงานเป็นสิ่งที่ทำให้ทราบถึงประสิทธิภาพและประสิทธิผลขององค์กรนั้นๆ รวมถึงอาจสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารจัดการด้านต่างๆ ของผู้บริหารและผลตอบแทนให้กับถือหุ้น โดยการวัดผลการดำเนินงานทำได้หลายวิธี ซึ่งงานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนทางการเงิน ดังนี้

1) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) โดยคำนวณจากกำไรสุทธิหรือขาดทุนสุทธิ (กำไรหรือขาดทุนหลังหักต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้) หารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งจะสามารถบอกถึงผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่จะได้รับจากความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและส่งผลโดยตรงต่อมูลค่าของกิจการ หรือสะท้อนว่ากิจการได้ใช้เงินทุนของผู้ถือหุ้นอย่างคุ้มค่า โดยผู้ถือหุ้นเกิดความพอใจเพราะมีโอกาสได้ผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผลกลับมามาก (The Stock Exchange of Thailand, 2015)

2) อัตรากำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share: EPS) จะนำกำไรสุทธิหรือขาดทุนสุทธิ (กำไรหรือขาดทุนหลังหักต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้) สำหรับงวดบัญชีหนึ่งๆ เฉพาะส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ หารด้วยจำนวนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหุ้นสามัญที่ชำระแล้ว ซึ่งเป็นการช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างกิจการต่างๆ ในงวดเดียวกัน และผลการดำเนินงานระหว่างงวดต่างๆ ของกิจการเดียวกันได้ดียิ่งขึ้น แม้ว่าการเปรียบเทียบกำไรต่อหุ้นระหว่างกิจการจะมีข้อจำกัดเนื่องจาก “กำไร” ของกิจการแต่ละแห่งอาจเกิดจากการใช้นโยบายบัญชีที่แตกต่างกัน แต่การใช้จำนวนหุ้นที่เป็นมาตรฐานเดียวกันในการคำนวณจะให้ข้อมูลที่เปรียบเทียบได้ยิ่งขึ้น (Thai Accounting Standard No. 33 (Revised 2015); Earnings Per Share, Federation of Accounting Professions, 2015)

### ตัวแปรควบคุม

ขนาดกิจการที่วัดจากยอดสินทรัพย์รวม เข้ามาเป็นตัวแปรใช้ในการควบคุม ผลการศึกษา ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่ได้มีการศึกษา โดยมูลค่าสินทรัพย์ของ กิจการจะขึ้นอยู่กับประเภทอุตสาหกรรม ดังนั้น เพื่อขจัดความแตกต่างของมูลค่า สินทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรมลง จึงต้องทำการใส่ค่า Log เพื่อให้มูลค่าสินทรัพย์ มีความใกล้เคียงกัน (Pongpanpatana, 2015; Wongkittirak, 2011)

### การวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติการถดถอยแบบพหุคูณ (multiple regression analysis) การทดสอบสมมติฐานเมื่อระดับนัยสำคัญที่ได้มีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ ที่กำหนดคือ 0.05 (Vanichbuncha, 2012; Silpcharu, 2014) โดยแบ่งเป็น 2 โมเดล ดังนี้

$$ROE = a + b_1 (SHD1) + b_2 (SHD2) + b_3 (SHD3) + b_4 (CG1) + b_5 (CG2) + b_6 (CG3) + b_7 (IND) + b_8 (SIZE) + e \quad (1)$$

$$EPS = a + b_1 (SHD1) + b_2 (SHD2) + b_3 (SHD3) + b_4 (CG1) + b_5 (CG2) + b_6 (CG3) + b_7 (IND1) + b_8 (SIZE) + e \quad (2)$$

### ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

1. โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมิน ความยั่งยืน ที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานโดยวัดจากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังตารางที่ 1

**ตารางที่ 1** ผลการทดสอบตัวแปรต้นที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ตัวแปรต้น	B	S.E.	Beta	T	P	Tolerance	VIF
ค่าคงที่	-10.270	4.651		-2.208	.027		
โครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่							
กลุ่มครอบครัว (SHD1)	1.252	1.954	.025	.641	.522	.547	1.827
หน่วยงานของรัฐ (SHD2)	-10.902	4.037	-.090	-2.701	.007*	.729	1.373
นักลงทุนต่างชาติ (SHD3)	6.370	2.744	.084	2.321	.020*	.607	1.648
ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ							
ระดับ ดี (CG1)	6.353	1.613	.128	3.938	.000*	.758	1.319
ระดับ ดีมาก (CG2)	9.736	1.688	.194	5.768	.000*	.710	1.408
ระดับ ดีเลิศ (CG3)	13.904	2.430	.198	5.722	.000*	.670	1.492
การมีรายชื่อผ่านเกณฑ์การประเมิน							
ความยั่งยืน (IND)	1.485	2.128	.020	.698	.485	.946	1.057
ขนาดกิจการ (สินทรัพย์รวม) (SIZE)	1.173	.468	.082	2.507	.012	.748	1.337
r = .273 r <sup>2</sup> = .075 F = 11.613 p = .000 Durbin-Watson = 2.009							

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 1 การตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นในภาวะร่วมเส้นตรงพบว่าการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นในประเด็นค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปรทำนายและตัวแปรตามเป็นอิสระต่อกัน (multicollinearity problem) พบว่า เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้น Durbin Watson (2.009) มีค่าระหว่าง 1.5–2.5 และการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นในภาวะร่วมเส้นตรงพบพบว่า ตัวแปรอิสระทั้ง 8 ด้านไม่มีปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Tolerance > 0.1, และ VIF < 10) (Vanichbuncha, 2012) โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และสามารถใช้เป็นตัวพยากรณ์ในการคาดคะเนระดับตัวแปรต้นที่จะส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (F = 11.61 p = .000) สมประสิทธิ์การพยากรณ์ที่ปรับแก้แล้ว (adj. r<sup>2</sup> = .075) มีค่าเท่ากับ .273 สามารถอธิบายผลของความแปรผันของอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ได้ร้อยละ 7.5 นอกจากนี้ยังพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนต่างชาติ (p = .020 T = 2.321) โครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นหน่วยงานภาครัฐ (p = .007 T = -2.701) ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดีมาก (p = .000 T = 5.768) ระดับดีเลิศ (p = .000 T = 5.722) ระดับดี (p = .000 T = 3.938) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่มีนัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.05 ในขณะที่การมีรายชื่อผ่านเกณฑ์การประเมินความยั่งยืน และขนาดกิจการที่เป็นตัวแปรควบคุมไม่มีนัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.05

ทั้งนี้สามารถเขียนสมการพยากรณ์ ได้ดังนี้

$$\text{ROE} = -10.270 - 10.902(\text{SHD2}) + 6.370(\text{SHD3}) + 6.353(\text{CG1}) + 9.736(\text{CG2}) + 13.904(\text{CG3}) \quad (1)$$

2. โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานโดยวัดจากอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบตัวแปรต้นที่มีอิทธิพลต่ออัตรากำไรต่อหุ้น (EPS)

ตัวแปรต้น	B	S.E.	beta	T	P	Tolerance	VIF
ค่าคงที่	-2.099	1.519		-1.382	.167		
โครงสร้างผู้ถือหุ้น							
กลุ่มครอบครัว (SHD1)	1.082	.638	.066	1.695	.090	.547	1.827
หน่วยงานของรัฐ (SHD2)	2.422	1.318	.062	1.838	.066	.729	1.373
นักลงทุนต่างชาติ (SHD3)	4.461	.896	.185	4.978	.000*	.607	1.648
ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ							
ระดับ ดี (CG1)	-.332	.527	-.021	-.631	.528	.758	1.319
ระดับ ดีมาก (CG2)	-.638	.551	-.040	-1.158	.247	.710	1.408
ระดับ ดีเลิศ (CG3)	-.185	.793	-.008	-.234	.815	.670	1.492
การมีรายชื่อผ่านเกณฑ์การประเมิน							
ความยั่งยืน (IND)	.417	.695	.018	.600	.548	.946	1.057
ขนาดกิจการ (สินทรัพย์รวม) (SIZE)	.318	.153	.070	2.081	.038*	.748	1.337
r = .184    r <sup>2</sup> = .034    F = 5.066    p = .000    Durbin-Watson = 1.964							

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 2 จากการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นในภาวะร่วมเส้นตรงพบว่าการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นในประเด็นค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปรทำนายและตัวแปรตามเป็นอิสระต่อกัน (multicollinearity problem) พบว่า เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้น Durbin Watson (1.964) มีค่าระหว่าง 1.5–2.5 และการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นในภาวะร่วมเส้นตรงพบว่า ตัวแปรอิสระทั้ง 8 ด้านไม่มีปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพบ (Tolerance > 0.1, และ VIF < 10) (Vanichbuncha, 2012) โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืนมีความสัมพันธ์กับอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) และสามารถใช้เป็นตัวพยากรณ์ในการคาดคะเนระดับตัวแปรต้นที่จะส่งผลต่ออัตรากำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (F = 5.066 p = .000)

สัมประสิทธิ์การพยากรณ์ที่ปรับแก้แล้ว (adj.  $r^2 = .034$ ) มีค่าเท่ากับ .184 สามารถอธิบายผลของความแปรผันของอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) ได้อัตราร้อยละ 3.40 นอกจากนี้ยังพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ ( $p = .000$   $T = 4.978$ ) ขนาดกิจการที่เป็นตัวแปรควบคุม ( $p = .038$   $T = 2.081$ ) มีอิทธิพลต่ออัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) ที่มีนัยสำคัญทางสถิติระดับ 0.05 โดยเขียนสมการพยากรณ์ ได้ดังนี้

$$EPS = -2.099 + 4.461(\text{SHD3}) + .318(\text{SIZE}) \quad (2)$$

### อภิปรายผล

จากการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ผลการประเมินความยั่งยืนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2556–2558 จำนวน 388 บริษัท ผลการวิจัยพบว่า

#### 1. ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่อธิบายได้ดังนี้

1.1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ที่เป็นครอบครัว ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) โดยโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวอาจมีความเสี่ยง ความล้มเหลว และมีปัญหาในเรื่องการจัดการต่างๆ ขาดการกำหนดวิธีการจัดสรรความเป็นเจ้าของ ขาดกลไกการระงับข้อพิพาทของสมาชิกในครอบครัว ขาดการแยกแยะสินทรัพย์ หนี้สินและอื่นๆ ระหว่างธุรกิจและครอบครัวที่ชัดเจน (Urapeattapong, 2015) ซึ่งธุรกิจครอบครัวแบบสมัยใหม่อาจมีการว่าจ้างผู้บริหารมืออาชีพมาบริหารงาน ทำให้โครงสร้างการถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีผลต่อการจัดการกำไร (Wang, 2006) ยิ่งสัดส่วนการถือครองหุ้นถูกกระจายไปให้บุคคลในครอบครัวมากเพียงใด ผลการดำเนินงานของกิจการก็จะลดลงมากเท่านั้น (Chivasuthipong, 2010, Refer to La Porta et al, 1999)

1.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ที่เป็นหน่วยงานของรัฐ มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แต่ไม่มีอิทธิพลต่ออัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) เนื่องจากโครงการอุตสาหกรรมที่ประกอบด้วยกระบวนการผลิตหลายส่วน จำเป็นที่รัฐจะต้องเข้ามามีบทบาทหน้า เพื่อให้โครงการเกิดขึ้น โดยไม่ได้มีเป้าหมายในการแสวงหากำไรสูงสุด เป็นเพียงความจำเป็นที่รัฐต้องพัฒนาโครงการเศรษฐกิจ เช่น โครงการสาธารณสุขโรคต่างๆ โครงการขนส่งมวลชน เป็นต้น บริษัทที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของรัฐ จึงมีนักลงทุนทั่วไปสนใจลงทุนซึ่งจะให้ผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนสูงกว่าบริษัทเอกชนทั่วไป (Boonsi, 2017)

1.3 โครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) ซึ่งอาจเกิดจากการเข้ามาถือหุ้นของบริษัทต่างชาติจะทำให้เกิดกระบวนการถ่ายทอดเทคโนโลยี และองค์ความรู้ใหม่ๆ เช่น ทักษะการบริหารจัดการ ระบบควบคุมคุณภาพ เป็นต้น หรือการเข้ามาถือหุ้นของบริษัทต่างชาตินี้มีความเกี่ยวข้องในเชิงธุรกิจมากกว่า การถือหุ้นธรรมดา จึงทำให้มีการแลกเปลี่ยน ถ่ายทอดความรู้ระหว่างกัน ดังนั้นจึงส่งผลให้โดยรวมแล้วผลการดำเนินงานของกิจการมีการปรับตัวที่ดีขึ้น ความสัมพันธ์จึงมีลักษณะแปรผันตรงต่อสัดส่วนการถือครองหุ้นของต่างชาติ (Djankov & Hoekman, 2000) นอกจากนี้ยังพบว่า ยิ่งระดับความกระจุกตัวของนักลงทุนต่างชาติมีสัดส่วนเพิ่มมากขึ้นเท่าใด ก็จะทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีมากขึ้น (Aydin et al., 2007)

2. ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับดี ดีมาก และดีเลิศ มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แต่ไม่มีอิทธิพลต่ออัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) เนื่องจากข้อจำกัดของ “กำไร” ของกิจการแต่ละแห่งอาจเกิดจากการใช้นโยบายบัญชีที่แตกต่างกัน (Thai Accounting Standard No. 33 (Revised 2015); Earnings Per Share, Federation of Accounting Professions, 2015)

3. การมีรายชื่อผ่านเกณฑ์การประเมินความยั่งยืน ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) ซึ่งการดำเนินกิจการขององค์กรธุรกิจส่งผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ จึงกลายเป็นเรื่องจำเป็นที่ทุกฝ่ายให้ความสำคัญ ไม่ใช่เพียงเพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดีขององค์กร เพื่อหวังผลทางการตลาด หรือเพื่อใช้แก้ไขปัญหาทางธุรกิจให้ได้รับการยอมรับจากสังคม แต่ในปัจจุบันกำลังทวีความสำคัญ กลายเป็นแนวคิดและวิธีการบริหารจัดการธุรกิจ เพื่อพัฒนาการดำเนินธุรกิจให้มีประสิทธิภาพ ลดความเสี่ยงและเพิ่มความสามารถในการแข่งขันซึ่งจะนำไปสู่การพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืน (Social Responsibility Center, The Stock Exchange of Thailand, 2016)

นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของกิจการซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมีอิทธิพลต่ออัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) เนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีความน่าเชื่อถือสูง ทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่าย มีความสามารถทางการแข่งขันและการทำกำไร (Chivasuthipong, 2010; Refer to Majumdar, 1997; Szep 2007)

จากผลการวิจัยสามารถใช้เป็นแนวทางในการให้ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายนำไปประยุกต์เพื่อเลือกใช้อุปกรณ์ต่างๆ ได้อย่างเหมาะสมและเกิดประโยชน์สูงสุดในการตัดสินใจลงทุนในอนาคต รวมถึงผู้บริหารอาจใช้เป็นแนวทางในการบริหารงานของ

องค์กรโดยการกำกับดูแลกิจการที่ดี ร่วมกับความรับผิดชอบต่อสังคม และการส่งเสริมให้เกิดความยั่งยืนในองค์กร

### ข้อเสนอแนะ

การวิจัยในครั้งต่อไป เพื่อให้ได้ข้อมูลที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้นในการนำข้อมูลไปประยุกต์ใช้ในอนาคตอาจจะศึกษาโดย

1. แบ่งเป็นกลุ่มธุรกิจ เช่น ธุรกิจอุตสาหกรรม ธุรกิจเกษตร เป็นต้น และวิเคราะห์ความแตกต่างของแต่ละกลุ่มธุรกิจ
2. นำตัวแปรอื่นมาพิจารณา เช่น อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด เป็นต้น



## References

- Aydin, N., Sayim, M., & Yalama, A. (2007). Foreign ownership and firm performance: Evidence from Turkey [Online]. **International Research Journal of Finance and Economics**, 11(2007), 103-111. Retrieved November 1, 2016 from <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.130.2119&rep=rep1&type=pdf#page=103>
- Boonsi, P. (2017). **The new face of “Capitalism by the state” in the 21st century from the state as an entrepreneur to the state as an investor (โฉมหน้าใหม่ของ “ทุนนิยมโดยรัฐ” ในศตวรรษ 21 จากรัฐในฐานะผู้ประกอบการ สู่รัฐในฐานะนักลงทุน)** [Online]. Retrieved June 11, 2017 from <https://thaipublica.org/2017/07/pridi55/>
- Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Raghunandan, K. (2005). Factors associated with US public companies' investment in internal auditing [Online]. **Accounting Horizons**, 19(2), 69-84. Retrieved November 1, 2016 from <http://corp.govcenter.utk.edu/Research/ABFacCarHerRagh2005.pdf>
- Chidambaran, N. K., Palia, D., & Zheng, Y. (2006). Does better corporate governance “cause” better firm performance [Online]. **Unpublished working paper**, Retrieved December 5, 2016 from <http://media.terry.uga.edu/documents/finance/palia.pdf>
- Chivasuthipong, N. (2010). **Owners structure and firm performance (โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของกิจการ)** [Online]. Retrieved October 10, 2016 from <http://digi.library.tu.ac.th/thesis/ac/0989/title-references.pdf>
- Djankov, S., & Hoekman, B. (2000). Foreign investment and productivity growth in Czech enterprises [Online]. **The World Bank Economic Review**, 14(1), 49-64. Retrieved November 15, 2016 from <http://documents.worldbank.org/curated/en/338911468246582717/pdf/773130JRN02000ent0and0Productivity.pdf>
- Federation of Accounting Professions. (2015). **Thai accounting standard No. 33 (Revised 2015); earnings per share (มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 33 (ปรับปรุง 2558) เรื่องกำไรต่อหุ้น)** [Online]. Retrieved February 1, 2016 from [http://www.fap.or.th/images/column\\_1450924281/TAS%2033%20](http://www.fap.or.th/images/column_1450924281/TAS%2033%20)

revised%202558+.pdf

Federation of Accounting Professions. (2015). **Thai accounting standard No. 28 (Revised 2015); investments in associates and joint venture (มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 28 (ปรับปรุง 2558) เรื่อง เงินลงทุนในบริษัท ร่วมและการร่วมค้า)** [Online]. Retrieved February 1, 2016 from [http://www.fap.or.th/images/column\\_1412565962/TAS%2033%20revised%202558+.pdf](http://www.fap.or.th/images/column_1412565962/TAS%2033%20revised%202558+.pdf)

Kaseamsap, W., (2010). **Corporate governance and firm performance (ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)** [Online]. Retrieved October 1, 2016 from <http://digi.library.tu.ac.th/thesis/ac/1048/title-references.pdf>

Kruerattikarn, Y. (2014). **The relationship between corporation governance mechanism and index of profitability of listed companies in market for alternative investment (ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI)** [Online]. Retrieved November 10, 2016 from [http://www.east.spu.ac.th/journal/booksearch/upload/1350-07\\_relationship.pdf](http://www.east.spu.ac.th/journal/booksearch/upload/1350-07_relationship.pdf)

Ministry of Industry. (2015). **Family business (ธุรกิจครอบครัว)** [Online]. Retrieved October 10, 2016 from <http://www.industry.go.th/industry/index.php/th/knowledge/item/10603-2016-05-23-05-38-40>

Mokthaisong, P. et al. (2014). **The relationship of corporate governance mechanism, ownership structure, agency cost and earnings quality of listed companies in The stock Exchange of Thailand (ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างของผู้ถือหุ้น ต้นทุนตัวแทนกับคุณภาพกำไรของกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย)** [Online]. Retrieved April 15, 2017 from <http://www.mgts.lpru.ac.th/journal/index.php/mgts/article/view/51>

Nanarong, P (2006). **The relationship between ownership structure and the ability to earn accounting profit of listed companies in the stock exchange of Thailand (ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัท**

- ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับความสามารถในการทำกำไรทางบัญชี) [Online]. Retrieved April 10, 2016 from [http://www.tnrr.in.th/?page=result\\_search&record\\_id=86996](http://www.tnrr.in.th/?page=result_search&record_id=86996)
- Pongpanpatana, J. (2015). **Mechanism of good corporate governance and firm performance: an empirical evidence from Thai-Listed Firms** (กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลการดำเนินงานของกิจการ : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) [Online]. Retrieved October 10, 2016 from <http://www.mgts.lpru.ac.th/journal/index.php/mgts/article/view/175>
- Puangyane, S. et al. (2016). The good corporate governance affecting return on stockholders' equity of registered companies in the Stock Exchange of Thailand (การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) [Online]. **Research 4.0 Innovation and Development SSRU's 80<sup>th</sup> Anniversary**, 2964–2972. Retrieved July 1, 2016 from [journalgrad.ssrui.ac.th/index.php/8thconference/article/view/969/906](http://journalgrad.ssrui.ac.th/index.php/8thconference/article/view/969/906)
- Pupara, K. (2016). **Factors of corporate governance affecting on firm performance: case study of financial industry in The Stock Exchange of Thailand** (ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่ส่งผลกระทบต่อการดำเนินงาน : กรณีศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) [Online]. Retrieved October 1, 2016 from <https://www.tci-thaijo.org/index.php/apheitvu/article/view/95224/74409>
- SETSMART. (2016). **Basic information of listed companies** (ข้อมูลพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียน) [Online]. Retrieved June 15, 2016. from <http://www.setsmart.com/ism/login.jsp>
- Silpcharu, T. (2014). **Research and analysis of statistical data with spss and amos** (การวิจัยและวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติด้วย SPSS) (15<sup>th</sup> ed.). Bangkok: Business R&D.
- Social Responsibility Center, The Stock Exchange of Thailand. (2016). **List of companies that passed the preliminary screening criteria SET Awards** (รายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่ผ่านเกณฑ์คัดกรองคุณสมบัติเบื้องต้น SET

- Awards**) [Online]. Retrieved May 1, 2016 from [http://www.set.or.th/sustainable\\_dev/th/sr/sd/awards\\_2015.html](http://www.set.or.th/sustainable_dev/th/sr/sd/awards_2015.html), [http://www.set.or.th/sustainable\\_dev/th/sr/knowledge/principles\\_p1.html](http://www.set.or.th/sustainable_dev/th/sr/knowledge/principles_p1.html)
- Srijunpetch, S. (2008). **Corporate governance theory (ทฤษฎีบรรษัทภิบาล)** [Online]. Retrieved September 10, 2016 from <http://www.jba.tbs.tu.ac.th/files/Jba120/Column/JBA120SinlapapornC.pdf>
- \_\_\_\_\_. (2009). **Corporate governance mechanisms increase business value? (กลไกบรรษัทภิบาลเพิ่มมูลค่ากิจการจริงหรือไม่)** [Online]. Retrieved June 10, 2016 from <http://www.jba.tbs.tu.ac.th/files/Jba121/Column/JBA121SinlapapornC.pdf>
- \_\_\_\_\_. (2012). Corporate governance assessment (การประเมินการกำกับดูแลกิจการ) [Online]. **Journal of Business Administration**, Retrieved August 15, 2016 from <http://www.jba.tbs.tu.ac.th/files/Jba134/Column/JBA134SinlapapornC.pdf>
- \_\_\_\_\_. (2017). **Social responsibility accounting (การบัญชีตามความรับผิดชอบต่อสังคม)** [Online]. Retrieved September 10, 2016 from [http://www.vu.ac.th/apheitvu/journal/v6n1/2\\_Sillapaporn\\_Srijunpetch.pdf](http://www.vu.ac.th/apheitvu/journal/v6n1/2_Sillapaporn_Srijunpetch.pdf)
- Sukyoo, N. & Phoprajak, D. (2015). **Disclosure corporate social responsibility affecting the performance of companies in the food industry and automotive parts on the Stock Exchange of Thailand (การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมที่ส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์และชิ้นส่วนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)** [Online]. Retrieved April 1, 2016 from <http://research.rmutsb.ac.th/fullpaper/2558/2558240240338.pdf>
- Thai Institute of Directors Association. (2016). **Corporate governance report of Thai Listed Companies (ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ)** [Online]. Retrieved July 1, 2016 from <http://www.thai-iod.com/th/publications.asp?type=4>
- Thaipat Institute, Foundation for Rural Restoration of Thailand Under the royal patronage. (2016). **Sustainability (ความยั่งยืน)** [Online]. Retrieved September 1, 2016 from <http://www.thaicrs.com/2012/11/blog-post.html>

<http://www.thaicrs.com/2015/09/2558.html>

- The Securities and Exchange Commission, Thailand. (2016). **Corporate Governance; CG (หลักการ/วัตถุประสงค์ของการกำกับดูแล)**. Retrieved September 10, 2016 from <http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/EquityDebt/Pages/Regulatory-Principles-Objectives.aspx>, <http://www.cgthailand.org/TH/principles/CG/Pages/cg-concept.aspx>
- The Stock Exchange of Thailand. (2016). **Number of listed companies (จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์)** [Online]. Retrieved August 1, 2016 from <https://www.set.or.th/set/marketstatistics.do>
- \_\_\_\_\_. (2016). **Sustainability development (การพัฒนาอย่างยั่งยืน)** [Online]. Retrieved September 1, 2016 from <http://www.cgthailand.org/TH/principles/CG/Pages/cg-concept.aspx>
- \_\_\_\_\_. (2015). **Financial statement analysis (การวิเคราะห์งบการเงิน)** [Online]. Retrieved March 1, 2016 from [https://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile\\_1472551305959.pdf](https://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile_1472551305959.pdf), [https://www.set.or.th/th/market/files/SET\\_Formula\\_Glossary\\_Jun2015.pdf](https://www.set.or.th/th/market/files/SET_Formula_Glossary_Jun2015.pdf)
- Tongkachok, T. (2013). **The causal model of transformational leadership, corporate governance, stakeholder engagement and corporate social responsibility in the listed companies: a review (โมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของภาวะผู้นำการเปลี่ยนแปลง การกำกับดูแลกิจการ การมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสีย และความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ : การทบทวนวรรณกรรม)** [Online]. Retrieved March 1, 2016 from [http://www.bu.ac.th/knowledgecenter/executive\\_journal/april\\_june\\_13/pdf/aw11.pdf](http://www.bu.ac.th/knowledgecenter/executive_journal/april_june_13/pdf/aw11.pdf)
- Tontiset, N. (2013). **The Effectiveness of social accounting for a Listed Company in The Stock Exchange of Thailand: Empirical research on causes and impacts (ประสิทธิผลของการบัญชีเพื่อความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : การวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับสาเหตุและผลกระทบ)** [Online]. Retrieved August 1, 2016 from <http://www.mbs.msu.ac.th/ex-research/>
- Urapepattapong, K. (2015). **Family business restructuring: a way to sustainability (การจัดโครงสร้างธุรกิจครอบครัว แนวทางสู่ความยั่งยืน)**

- [Online]. Retrieved October 1, 2016 from <http://www.forbesthailand.com/commentaries-detail.php?did=604>
- Vanichbuncha, K. (2012). **Statistics for research (สถิติสำหรับงานวิจัย)** (6<sup>th</sup> ed.). Bangkok Chulalongkorn University Press.
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. **Journal of accounting research**, 44(3), 619-656.
- Waworuntu, S. R., Wantah, M. D., & Rusmanto, T. (2014). CSR and financial performance analysis: evidence from top ASEAN listed companies [Online]. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, 164, 493-500. Retrieved November 1, 2016, from [www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com), <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877042814059278>
- Wongkittirak, R. (2011). **The effects of ownership structures on the value of firms in Thailand (ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในประเทศไทย)** [Online]. Retrieved July 15, 2016 from <http://digi.library.tu.ac.th/thesis/ac/1041/title-references.pdf>