

การศึกษาตัวแปรคั่นกลางด้านผลประกอบการทางด้านบัญชีที่มีอิทธิพล
ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Study of the Mediator Variable of Accounting Performance Influencing between
Shareholder Structure and Price to Book Value Ratio of Listen
Companies in the Stock Exchange of Thailand

ธารทิพย์ สีताल¹ มณวิกา ผดุงสิทธิ์¹ สมบูรณ์ สาระพัด¹
จิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์¹ มนต์รี ช่วยชู¹ และประเวศ เพ็ญวุฒิกุล¹
Thantip Setan¹, Monvika Phadoongsitthi¹, Somboon Saraphat¹,
Titaporn Sincharoonsak¹, Montree Chuaychoo¹ and Pravas Penvutikl¹
Received 27 ส.ค. 61 & Retrieved 20 มี.ค. 62

บทคัดย่อ

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อการศึกษาตัวแปรคั่นกลางด้านผลประกอบการทางด้านบัญชีที่มีอิทธิพลระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 342 บริษัท รวมทั้งสิ้น 1,710 ข้อมูล คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลประกอบการตั้งแต่ปี 2555 ถึงปี 2559

ผลการวิจัยพบว่าผลประกอบการทางด้านบัญชี ซึ่งวัดจากอัตราส่วนที่แสดงถึงความเสี่ยงจากการกู้ยืม ประกอบด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และความสามารถในการชำระดอกเบี้ย ไม่เป็นตัวแปรคั่นกลางระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น

คำสำคัญ: โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลประกอบการทางด้านบัญชี และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น

Abstract

The objective of this research is to study the mediator variable of accounting performance influencing between shareholder structure and price to book value ratio of listed companies in the stock exchange of Thailand. Population and sample consisted of 342 companies, a total of 1,710 data for companies listed on the Stock Exchange of Thailand with operating results from 2012 to 2016 based on the conceptual framework of Baron & Kenny (1986).

The results of the research shown that the accounting performance, measured by the ratio representing the risk of borrowing, which consists of the debt to equity ratio and the ability to pay interest is not a variable between the structure of the board of company directors and the price to book value.

¹ หลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

Doctor of Philosophy Program in Accountancy School of Accountancy, Sripratum University.

Email: thantipp1981@gmail.com

Keywords: Ownership Structure, Accounting Performance and Price to Book Value

ความเป็นมา และความสำคัญของปัญหา

การกำกับดูแลกิจการ เป็นกลไกที่จัดให้มีขึ้น เพื่อแสดงให้เห็นถึงระบบการบริหารจัดการของบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใสตรวจสอบได้ ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น นักลงทุน และผู้มีส่วนได้เสีย (ธกานต์ ชาติวงศ์, 2560) ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551 หน้า 29 ได้เขียนบทความวิจัย เรื่อง ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กล่าวว่า โครงสร้างการถือหุ้นเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อผลการกำกับดูแลกิจการของบริษัท งานวิจัยในต่างประเทศ เช่น งานวิจัยของ La Porta et al. (2000) พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่สำคัญ และมีอิทธิพลในการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ Djankov et al. (2008) สนับสนุนว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นองค์ประกอบที่สำคัญอย่างหนึ่งของการปกป้องนักลงทุน Sundaramurthy et al. (2005) นักลงทุนสถาบันมีผลต่อการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ Lim (2011) การที่สถาบันถือหุ้นจำนวนเพิ่มขึ้นจะช่วยลดปัญหาต้นทุนตัวแทน เพราะว่าผู้บริหารมีโอกาสถ่ายโอนผลประโยชน์ไปให้ตนเองน้อยลง สำหรับในประเทศไทย (อรุณี ยศบุตร, 2553) ศึกษาถึงผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น ลักษณะของบริษัท และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีต่อ แนวปฏิบัติในการกำกับดูแลกิจการ

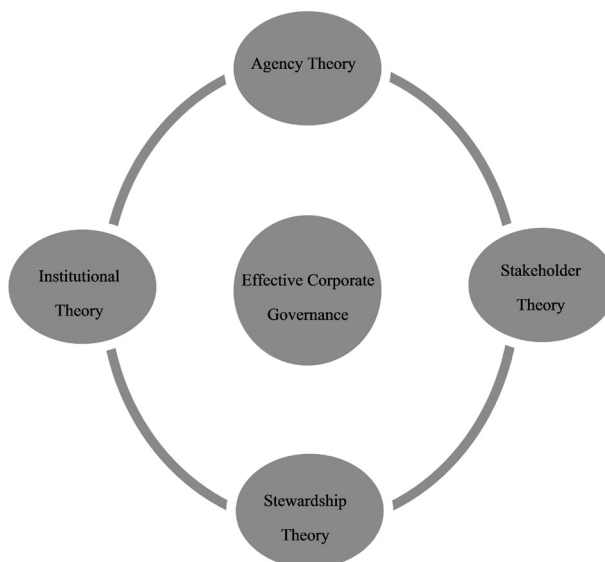
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2550-2551 ซึ่งทดสอบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นประกอบด้วย การกระจุกตัวของถือหุ้น การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน การถือหุ้นของต่างชาติ การถือหุ้นของรัฐบาล การถือหุ้นของครอบครัว และการมีความสัมพันธ์ทางการเมือง ซึ่งถือว่าตัวแปรดังกล่าวมีผลกระทบต่อแนวปฏิบัติในการกำกับดูแลกิจการ จากความสำคัญดังกล่าวข้างต้น ผู้วิจัยจึงมุ่งการศึกษาตัวแปรคั่นกลางด้านผลประกอบการทางด้านบัญชีที่มีอิทธิพลระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาตัวแปรคั่นกลางด้านผลประกอบการทางด้านบัญชีที่มีอิทธิพลระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทบทวนวรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรมงานวิจัยของต่างประเทศและในประเทศ เพื่อนำมาพัฒนาเป็นกรอบ



ภาพ 1 แนวคิดเกี่ยวกับประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการของ Mamun et al. (2013)

แนวคิดการวิจัย โดยกรอบแนวความคิดแสดงให้เห็นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรคั่นกลาง และตัวแปรตาม ผู้วิจัยได้ประยุกต์ใช้โมเดลจากงานวิจัยของ Mamun et al. (2013) ได้ศึกษา 1. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) 2. ทฤษฎีสถาบัน (Institutional Theory) 3. ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์หรือผู้รับใช้ (Stewardship Theory) และ 4. ทฤษฎีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholder Theory) โดยโมเดลประสิทธิผล การกำกับดูแลกิจการ สามารถแสดงได้ตามภาพประกอบที่ 1 โครงสร้างผู้ถือหุ้น

La Porta et al. (2000) กล่าวว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่สำคัญและมีอิทธิพลในการกำกับดูแลกิจการ ดังนั้น โครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งถือเป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับงานวิจัยฉบับนี้ ก็จะส่งผลให้บริษัทมีผลประกอบการทางด้านบัญชีดี ซึ่งเป็นตัวแปรคั่นกลางในการทดสอบ เพื่อสะท้อนออกมาในรูปของผลประกอบการทางด้านตลาดหุ้น ซึ่งถือเป็นตัวแปรตาม การวัดผลประกอบการทางด้านตลาดหุ้น ในงานวิจัยฉบับนี้ วัดจากอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (Price to Book Value: P/BV Ratio) ซึ่งผู้วิจัยได้จากแนวความคิดของ Benjamin

Graham ผู้ที่ได้ชื่อว่าเป็นบิดาแห่งการลงทุนที่เน้นคุณค่าของหลักทรัพย์

ตัวแปรคั่นกลาง ผลประกอบการทางด้านบัญชี

ผู้วิจัยได้นำแนวคิดของ Altman. (1968) ที่นำอัตราส่วนทางการเงินและผลการดำเนินงานของกิจการมาทำการถ่วงน้ำหนักของธุรกิจ นอกจากนี้อัตราส่วนทางการเงิน ยังเป็นเครื่องมือสำคัญ ในการนำไปใช้เป็นตัวแปรทดสอบทฤษฎีและแบบจำลองทางการเงินในอีกหลายกรณี เช่น แบบจำลองประมาณการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ และแบบจำลองคาดการณ์โอกาสที่จะเกิดปัญหาทางการเงิน เป็นต้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

ตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงได้กำหนดการเผยแพร่อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratios) เพื่อให้นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน สำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยแบ่งตามประเภทของรูปแบบทางการเงิน (Accounting Form) ซึ่งปัจจุบันแบ่งออกเป็น 7 รูปแบบตามประเภทธุรกิจ ดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558, หน้า 14-15, ออนไลน์)

ตาราง 1 สรุปรัตราส่วนทางการเงินแยกตามประเภทธุรกิจ

อัตราส่วนทางการเงิน	ธนาคารและเงินทุน	หลักทรัพย์	เงินทุนหลักทรัพย์	ประกันภัย	ประกันชีวิต	อุตสาหกรรมและบริการ	กองทุน
อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratios)							
1. อัตราส่วนสภาพคล่อง	Current Ratio	-	-	-	-	✓	-
2. อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว	Quick Ratio	-	-	-	-	✓	-
อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ (Activity Ratios)							
3. อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า	Account Receivable Turnover	-	-	-	-	✓	-
4. ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย	Average Collection Period	-	-	-	-	✓	-
5. อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร	Fixed Asset Turnover	✓	✓	✓	✓	✓	✓

อัตราส่วนทางการเงิน		ธนาคาร และเงินทุน	หลัก ทรัพย์	เงินทุน หลักทรัพย์	ประกันภัย	ประกัน ชีวิต	อุตสาหกรรม และบริการ	กองทุน
6. อัตราส่วนหมุนเวียน เจ้าหนี้การค้า	Account Payable Turnover	-	-	-	-	-	✓	
7. ระยะเวลาชำระหนี้ เฉลี่ย	Average Payment Period	-	-	-	-	-	✓	
8. วงจรเงินสด	Cash Cycle						✓	
9. อัตราส่วนหมุนเวียน สินค้าคงเหลือ	Inventory Turnover						✓	
10. ระยะเวลาขายสินค้า เฉลี่ย	Average Sale (Inventory Period)						✓	
11. อัตราการหมุนเวียน ของสินทรัพย์	Total Asset Turnover						✓	
อัตราส่วนที่แสดงถึงความเสี่ยงจากการกู้ยืม (Leverage Ratios)								
12. อัตราส่วนหนี้สินต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น	D/E Ratio	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
13. ความสามารถในการ ชำระดอกเบี้ย	Interest Coverage Ratio	-	-	-	-	-	✓	-
อัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios)								
14. อัตรากำไรขั้นต้น	Gross Profit Margin	-	-	-	-	-	✓	-
15. อัตรากำไรสุทธิ	Net Profit Margin	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
16. อัตราผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์	Return on Asset	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
17. อัตราผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น	Return on Equity	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

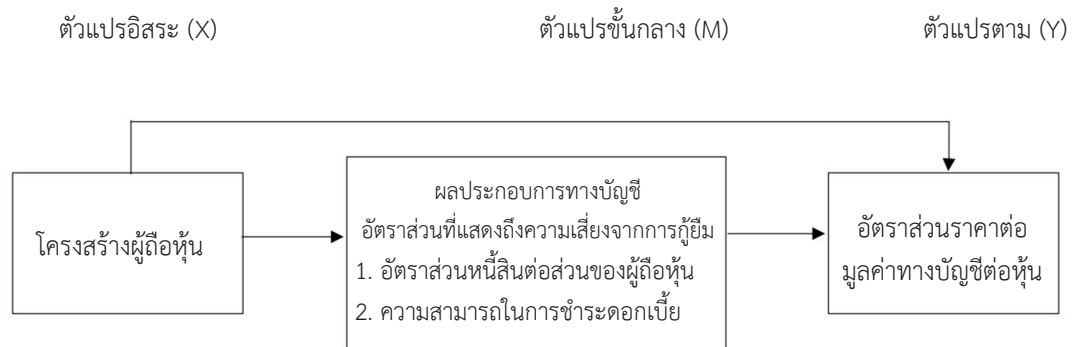
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558ข, หน้า 14-15, ออนไลน์

จากตารางที่ 1 อัตราส่วนทางการเงิน โดยแบ่งเป็น อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ อัตราส่วนที่แสดงถึงความเสี่ยงจากการกู้ยืม และอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร ผู้วิจัยได้นำอัตราส่วนทางการเงินเฉพาะด้านอัตราส่วนที่แสดงถึงความเสี่ยงจากการกู้ยืม ประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และความสามารถในการชำระดอกเบี้ย มาวิเคราะห์ และใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน ปี 2555 ถึงปี 2559 เพื่อการศึกษาในงานวิจัยฉบับนี้

อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (Price to Book Value: P/BV Ratio)

Marangu & Jagongo. (2015) ศึกษาอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น เป็นตัวแปรตามในการศึกษา โดย P/BV Ratio จะบอกให้ผู้ลงทุนทราบว่า ราคาหุ้น ณ

ขนาดนั้น สูงเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชีของหุ้นดังกล่าว ดังนั้น ยิ่งเราซื้อหุ้นได้ต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชีมากเท่าไร (P/BV ต่ำ) ก็หมายความว่าเราสามารถซื้อหุ้นได้ในราคาต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชีของบริษัท ซึ่งตามตำราทั่ว ๆ ไป ก็จะบอกว่า P/BV ยิ่งต่ำยิ่งดี ดังนั้น ถ้า P/BV Ratio ของบริษัทที่เรา กำลังประเมิน น้อยกว่า Benchmark P/BV แสดงว่ามูลค่าที่แท้จริง ของหุ้นต่ำกว่าราคาตลาด ณ ปัจจุบัน ดังนั้น ผู้ลงทุนควร “ซื้อ” ในทางตรงกันข้าม ถ้า P/BV Ratio ของบริษัทที่เรา กำลังประเมินมากกว่า Benchmark P/BV แสดงว่ามูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสูงกว่าราคาตลาด ณ ปัจจุบัน ดังนั้น ผู้ลงทุนควร “ขาย” (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558ก) จากการทบทวนวรรณกรรมดังที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น ผู้วิจัยนำมาพัฒนาเป็นกรอบแนวคิดในการวิจัยดังรายละเอียดต่อไปนี้



ภาพ 2 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ตาราง 2 สรุปตัวแปรในการศึกษาวิจัย

ตัวแปร	วิธีที่ใช้ในการวัดมูลค่า
ตัวแปรอิสระ โครงสร้างผู้ถือหุ้น	1. การกระจุกตัวของ การถือหุ้น (DO) 2. การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (IO) 3. การถือหุ้นของต่างชาติ (FO)
ตัวแปรขั้นกลาง ผลประกอบการทางด้านบัญชี	อัตราส่วนที่แสดงถึงความเสี่ยงจากการกู้ยืม 1. หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DR) 2. ความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (ICR)
ตัวแปรตาม ผลประกอบการทางด้านตลาดหุ้น	อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (P/BV Ratio)

ขอบเขตของการวิจัย

ขอบเขตด้านเนื้อหา

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยมุ่งเน้นการศึกษาตัวแปรคั่นกลางด้านผลประกอบการทางด้านบัญชีที่มีอิทธิพลระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี (Annual Report) แบบ 56-1 (56-1 Form) โดยใช้ข้อมูลประจำปี 2555 ถึงปี 2559 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตด้านพื้นที่

ผู้วิจัยได้กำหนดขอบเขตด้านพื้นที่ในการวิจัยครั้งนี้ เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม โดยไม่รวมสถาบันการเงิน และกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการจัดโครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Group) และหมวดธุรกิจ (Sector) ของบริษัทจดทะเบียน เพื่อให้บริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันได้อยู่ในหมวดเดียวกันซึ่งจะทำให้ผู้ลงทุนสามารถเปรียบเทียบข้อมูลระหว่างบริษัทจดทะเบียนได้และนำไปประกอบการตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสม ทั้งนี้ข้อมูล ผลประกอบการทางด้านบัญชี และข้อมูลผลประกอบการทางด้านตลาดทุนที่นำมาใช้ในการวิจัยนำมาจากฐานข้อมูล Set Smart ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งเพิ่มข้อมูลผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในงานวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ 1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2.สินค้าอุปโภคบริโภค 3.สินค้าอุตสาหกรรม 4.อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 5.ทรัพยากร 6.บริการ และ 7. เทคโนโลยี โดยไม่รวมสถาบันการเงิน และกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) จำนวน 342

บริษัท รวมทั้งสิ้น 1,710 ข้อมูล คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลประกอบการตั้งแต่ปี 2555 ถึงปี 2559

สมมติฐานการวิจัย

การกำหนดสมมติฐานการวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้กำหนดขึ้นจากกรอบแนวคิดในการวิจัย ซึ่งเป็นผลมาจากการทบทวนวรรณกรรม แนวความคิด ทฤษฎีต่าง ๆ และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง กรอบแนวคิดในการวิจัยแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยตัวแปรอิสระโครงสร้างผู้ถือหุ้น ตัวแปรคั่นกลาง คือ ผลประกอบการทางด้านบัญชี ส่วนตัวแปรตาม คือ อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ดังภาพประกอบที่ 2 ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานการวิจัยในครั้งนี้ ดังต่อไปนี้

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 ปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 ปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อผลประกอบการทางด้านบัญชี

สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 ปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น โดยผ่านตัวแปรผลประกอบการทางด้านบัญชี

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรในงานวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ 1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2. สินค้าอุปโภคบริโภค 3. สินค้าอุตสาหกรรม 4. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 5. ทรัพยากร 6. บริการ และ 7. เทคโนโลยี

ซึ่งจากข้อมูลของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแยกตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม การนำเสนอข้อมูลได้วิเคราะห์เป็นภาพรวมโดยใช้ข้อมูล จำนวน 342 บริษัท ระหว่างปี 2555 ถึงปี 2559 รวม 5 ปี จำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา รวมทั้งสิ้น 1,710 ข้อมูล ดังตารางที่ 3

ผลการวิจัย

คุณลักษณะเบื้องต้นของตัวแปร การวิเคราะห์ ข้อมูลเบื้องต้นโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ การหาค่าต่ำสุด การหาค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งแสดงไว้ในตารางที่ 4

ผู้วิจัยเริ่มด้วยการวิเคราะห์ ความถดถอยเชิงพหุ โดยใช้หน่วยวิเคราะห์ทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งเป็นวิธีการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในกรณีที่มีตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัว และตัวแปรตาม 1 ตัว (Hair et al., 1995) สำหรับการทดสอบปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น และผลประกอบการทางด้านบัญชีที่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีรายละเอียดดังนี้ ผู้วิจัยเริ่มด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (กัลยา วานิชย์บัญชา และฐิตาวานิชย์บัญชา, 2560) โดยนำแนวคิดของ

Baron & Kenny. (1986) มาใช้ทดสอบตัวแปรคั่นกลาง มนตรี พิริยะกุล (2558, หน้า 85) ตัวแปรคั่นกลาง (Mediator Variable) คือ ตัวแปรตัวที่ 3 ที่เข้ามาแทรกกลางระหว่างตัวแปรต้นทาง (X) กับตัวแปรปลายทาง (Y) ทำหน้าที่สร้างความเชื่อมโยงระหว่าง X กับ Y หมายความว่า X กับ Y เดิมอาจไม่ค่อยเกี่ยวข้องกันมาก คือ X อาจมีอิทธิพลต่อ Y ไม่มาก แต่เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลกลับพบว่า มีอิทธิพลมาก นักวิจัยจึงเฉลียวใจว่าจะมีปัจจัยบางอย่างที่อาจมีเพียงปัจจัยเดียว หรือหลายปัจจัย แอบแฝงซุกซ่อนความสัมพันธ์อยู่ ซึ่งจะต้องพยายามตามหาให้พบ (โดยการทบทวนวรรณกรรม) เมื่อพบแล้วให้ทดลอง นำข้อมูลมาวิเคราะห์ใหม่ หากปัจจัยนั้น หรือเหล่านั้นเป็นตัวแปรคั่นกลางจริงค่าอิทธิพลรวม (total effect) คือ a ในเส้นทาง X a Y (เรียก a-path) จะต้องลดค่าลง อาจลดลงเหลือ 0 หรือลดลงจนเข้าสู่ระดับไม่มีนัยสำคัญ แสดงว่าตัวแปรคั่นกลาง

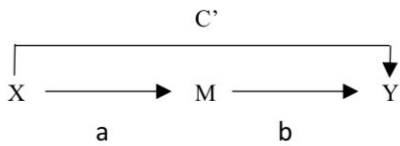
ตาราง 3 จำนวนบริษัท ข้อมูลระหว่าง ปี 2555 ถึง ปี 2559

รายละเอียดประชากร	2555	2556	2557	2558	2559
รวมบริษัทจดทะเบียน	513	526	550	588	601
หัก กลุ่มธุรกิจการเงินฯและกลุ่ม ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) และบริษัท					
ที่มีผลประกอบการไม่ครบตั้งแต่ปี 2555 ถึงปี 2559	171	184	208	246	259
คงเหลือ จำนวนบริษัทที่ประกอบกิจการระหว่างปี 2555 ถึง ปี 2559	342	342	342	342	342
รวม 5 ปี					

ตาราง 4 สถิติพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	จำนวนบริษัท	ปี 2555 ถึงปี 2559			
		Min	Max	Mean	S.D.
การกระจุกตัวของการถือหุ้น	342	8.38	99.79	56.2901	17.59657
การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน	342	.00	21.93	.9285	2.47529
การถือหุ้นของต่างชาติ	342	.00	16.90	1.4333	1.96758
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	342	-7.71	942.09	1.8624	23.34216
ความสามารถในการชำระดอกเบี้ย	342	-564.09	873.85	30.1198	88.19725
อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น	342	-15.02	57.98	2.2971	3.33747

มีอิทธิพลเต็มที่หรือสมบูรณ์ (full mediation effect) หรือ อาจเพียงลดลง แต่ไม่ลดมากถึง 0 หรือลดลงแต่ยังคงมีนัย สำคัญ แสดงว่าตัวแปรคั่นกลางมีอิทธิพลบางส่วน (partial mediation effect) ตามตัวแบบดังนี้



Step 1 ปัจจัยโครงสร้างผู้ถือหุ้นด้านการกระจุกตัวของ การถือหุ้น (DO) และการถือหุ้นของต่างชาติ (FO) ไม่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อ หุ้น (P/BV Ratio) ผลการทดสอบสมมติฐานไม่เข้าเงื่อนไขการ ทดสอบ สำหรับด้านการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (IO) มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี

ต่อหุ้น (P/BV Ratio) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ผลการทดสอบสมมติฐานเข้าเงื่อนไขการทดสอบ

Step 2 ปัจจัยโครงสร้างผู้ถือหุ้นด้านการกระจุก ตัวของการถือหุ้น (DO) และการถือหุ้นของ นักลงทุน สถาบัน (IO) ไม่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น (DR) และความสามารถในการชำระ ดอกเบี้ย (ICR) ผลการทดสอบสมมติฐานไม่เข้าเงื่อนไขการ ทดสอบ สำหรับด้านการถือหุ้นของต่างชาติ (FO) ไม่มี อิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DR) ผลการทดสอบสมมติฐานไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ แต่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (ICR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ผลการ ทดสอบสมมติฐานเข้าเงื่อนไขการทดสอบ

ตาราง 5 การทดสอบตัวแปรคั่นกลาง

Step 1 การทดสอบอิทธิพลของตัวแปร X ที่ส่งผลถึงตัวแปร Y

โครงสร้างผู้ถือหุ้น	อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น	สรุปผล	ผลการทดสอบสมมติฐาน
DO	P/BV Ratio	.000	ไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ
IO	P/BV Ratio	.231*	เข้าเงื่อนไขการทดสอบ
FO	P/BV Ratio	-.020	ไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ

Step 2 การทดสอบอิทธิพลของตัวแปร X ที่ส่งผลถึงตัวแปร M

โครงสร้างผู้ถือหุ้น	สรุปผลผลการประกอบการทางด้านบัญชี		ผลการทดสอบสมมติฐาน	
	DR	ICR	DR	ICR
DO	.041	-.022	ไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ	ไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ
IO	.059	-1.462	ไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ	ไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ
FO	.217	-3.140*	ไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ	เข้าเงื่อนไขการทดสอบ

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

Step 3 การทดสอบอิทธิพลของตัวแปร M ที่ส่งผล ถึงตัวแปร Y

ผลประกอบการทางด้านบัญชี	อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น	สรุปผล	ผลการทดสอบสมมติฐาน
DR	P/BV Ratio	.005	ไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ
ICR	P/BV Ratio	.001	ไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

Step 3 ปัจจัยผลประกอบการทางด้านบัญชีด้านอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DR) และสามารถในการชำระดอกเบี้ย (ICR) ไม่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ผลการทดสอบสมมติฐานไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ

สำหรับ Step 4 ไม่ทำการวิเคราะห์เนื่องจากอัตราส่วนที่แสดงถึงความเสี่ยงจากการกู้ยืม ประกอบด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และความสามารถในการชำระดอกเบี้ย ไม่ได้เป็นตัวแปรคั่นกลางระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สรุป และอภิปรายผล

การทดสอบตัวแปรคั่นกลางด้านผลประกอบการทางด้านบัญชี โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา ตัวแปรคั่นกลางด้านผลประกอบการทางด้านบัญชีที่มีอิทธิพลระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 ปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ผลการวิจัยพบว่า ปัจจัยโครงสร้างผู้ถือหุ้นด้านการกระจุกตัวของถือหุ้น และการถือหุ้นของต่างชาติ ไม่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ผลการทดสอบสมมติฐานไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ ผลการวิจัยสอดคล้องกับ งานวิจัยของ Pham et al. (2007) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทและการกำกับดูแลกิจการซึ่งวัดโดย Tobin's Q ซึ่งงานวิจัยฉบับนี้ ถ้าวัดผลประกอบการทางด้านตลาดหุ้น โดยใช้อัตราส่วน

ราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ก็ไม่พบความสัมพันธ์เช่นเดียวกัน ดังนั้น ผลการวิจัย ไม่สอดคล้องกับแนวความคิดของ Graham. (2009) และ(สมชาย สุภัทรกุล และประสาธน์ จงเจริญกุล, 2553) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ไม่สามารถใช้เปรียบเทียบเพื่อการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ ระหว่างการกระจุกตัวของถือหุ้นกับอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นได้ สำหรับการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ผลการทดสอบสมมติฐานเข้าเงื่อนไขการทดสอบ รวมทั้งจากงานวิจัยที่ผ่านมา ผลการวิจัยสอดคล้องกับ งานวิจัยของ Baek et al. (2004) พบว่า สัดส่วนของความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกันจะส่งผลต่อมูลค่าของกิจการที่แตกต่างกัน งานวิจัยของ Sundaramurthy & Rechner. (2005) พบว่า นักลงทุนสถาบันมีผลต่อการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 ปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อผลประกอบการทางด้านบัญชี ผลการวิจัยพบว่า ปัจจัยโครงสร้างผู้ถือหุ้นด้านการกระจุกตัวของถือหุ้นและการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันไม่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และความสามารถในการชำระดอกเบี้ย ผลการทดสอบสมมติฐานไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ สำหรับการถือหุ้นของต่างชาติ ไม่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการทดสอบสมมติฐานไม่เข้าเงื่อนไขการทดสอบ แต่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสามารถในการชำระดอกเบี้ย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ผลการทดสอบสมมติฐานเข้าเงื่อนไขการทดสอบ สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 ปัจจัยด้านโครงสร้าง

ผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นโดยผ่านตัวแปร ผลประกอบการทางด้านบัญชี ผลการวิจัยพบว่า ผลประกอบการทางด้านบัญชี ซึ่งวัดจากอัตราส่วนที่แสดงถึงความเสี่ยงจากการกู้ยืม ประกอบด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และความสามารถในการชำระดอกเบี้ย ไม่เป็นตัวแปรคั่นกลางระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น

ข้อเสนอแนะ

การนำเสนอข้อมูลการวิจัยในส่วนนี้ ผู้วิจัยนำเสนอข้อเสนอแนะการวิจัยโดยแบ่งออกเป็น 3 ด้าน โดยมีรายละเอียดดังนี้

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

ผลการวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะให้กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นแนวทางในการนำไปปรับใช้โดยบริษัทจดทะเบียนควรควบคุมดูแลในส่วนของโครงสร้างผู้ถือหุ้น การมีมาตรการเข้มงวด รวมทั้งการส่งเสริม สนับสนุนให้ผู้ถือหุ้น ผู้ที่เกี่ยวข้อง ได้ใช้สิทธิของตนในเรื่องต่าง ๆ ตามที่สมควรได้รับเคารพในสิทธิความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้น เพื่อประโยชน์สูงสุดขององค์กร

ข้อเสนอแนะสำหรับปฏิบัติ

การสร้างองค์ความรู้ใหม่ในการวิจัย นอกจากจะมีการทดสอบอิทธิพลของตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม

ดังความสัมพันธ์ในงานวิจัยข้างต้นแล้ว ควรจะมีการทดสอบอิทธิพลของตัวแปรคั่นกลางด้วย กรณีของงานวิจัยฉบับนี้คือ ผลประกอบการทางด้านบัญชีซึ่งวัดจากอัตราส่วนที่แสดงถึงความเสี่ยงจากการกู้ยืม ประกอบด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และความสามารถในการชำระดอกเบี้ย ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรให้ความสำคัญกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นเพื่อสร้างผลประกอบการทางด้านตลาดทุนในรูปแบบต่าง ๆ เช่น อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น นำมาซึ่งความเชื่อมั่นในการตัดสินใจลงทุนให้กับผู้ถือหุ้น ผู้มีส่วนได้เสีย หน่วยงานต่าง ๆ และบุคคลที่สนใจทั่วไป ซึ่งจะนำมาสู่ความยั่งยืนขององค์กรต่อไป

ข้อเสนอแนะสำหรับการทำวิจัยต่อไป

การทำวิจัยต่อไป อาจศึกษางานวิจัยในหัวข้ออื่น ๆ เช่น การทดสอบอิทธิพลของตัวแปรคั่นกลางด้าน ผลประกอบการทางด้านบัญชีโดยใช้ตัวแปร อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ และอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร โดยวิเคราะห์เป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากข้อมูลที่ได้จากงบการเงินในแต่ละวิธีการบัญชีที่กิจการได้จัดทำขึ้นนั้น ถึงแม้จะอยู่ในธุรกิจประเภทเดียวกันอาจมีบางสิ่งที่แตกต่างกัน เพื่อความแม่นยำในการนำผลการวิจัยไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน

เอกสารอ้างอิง

- กัลยา วานิชย์บัญชา และจิตตา วานิชย์บัญชา. (2560). การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล. (พิมพ์ครั้งที่ 29). กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์สามลดา.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). การวิเคราะห์งบการเงิน: กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- _____. (2558 ก). การประเมินมูลค่าหุ้น. สืบค้นเมื่อ 31 ธันวาคม 2560, จากเว็บไซต์: https://www.set.or.th/education/th/begin/stock_content05.pdf.
- _____. (2558ข). คู่มือ (Manual Guides). สืบค้นเมื่อ 31 ธันวาคม 2560, จากเว็บไซต์: https://www.set.or.th/th/market/files/SET_Formula_Glossary_Jun2015.pdf.
- มนตรี พิริยะกุล. (2558). ตัวแปรกำกับและตัวแปรคั่นกลางในตัวแบบสมการโครงสร้าง. วารสารวิชาการเทคโนโลยีอุตสาหกรรม, 11(3), 83-96.
- ศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2551 ก). ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. วารสารวิชาชีพบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 4(10), 26-39.
- สมชาย สุภัทรกุล และประสาธน์ จงเจริญกมล. (2553). ปัจจัยกำหนดอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (P/B Ratio) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (P/E Ratio) ตามแนวคิดของ Residual Income Model. วารสารบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 33(125), 7-31.
- อรุณี ยศบุตร. (2553) ปัจจัยที่กำหนดแนวปฏิบัติในการกำกับดูแลกิจการ: หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- Altman, E. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. The Journal of Finance, pp.589-609.
- Baek, J.S., Kang, J.K., & Park, K.S. (2004). Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. Journal of Financial Economics, pp.265-313.
- Baron, R.M., & Kenny, D.A. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic and Statistical Considerations. Journal of Personality and Social Psychology, pp.1173-1182.
- Chatiwong, T. (2017). The Relation between Good Corporate Governance and Earnings Management. Thammasat Business Journal, pp.45-52. (in Thai).
- Djankov, S., Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. Journal of Financial Economics, pp.430-465.
- Graham, B. (2009). The Intelligent Investor (Revised Edition).
- Hair, J. F., Anderson, R.E., & Tatham, R. L., Black, W.C. (1995). Multivariate data analysis. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. Journal of Financial Economics, pp.3-27.
- Lim, Y. (2011). Tax avoidance, cost of debt and shareholder activism: Evidence from Korea. Journal of Banking & Finance, pp.456-470.
- Mamun, A.A., Yasser, Q.R., & Rahman, M.A. (2013). A Discussion of the Suitability of Only One vs More than One Theory for Depicting Corporate Governance. Modern Economy, pp.37-48.

- Marangu, K., & Jagongo, A. (2015). Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables: A Study of Companies Quoted at Nairobi Securities Exchange, Kenya. *International Journal of Finance and Policy Analysis*, pp.21-32
- Pham, P. K., Suchard ,J.A., & Zein J. (2007). Corporate Governance, Cost of Capital and Performance: Evidence from Australian Firms. Search on 2016, May 30, Available: https://www.researchgate.net/publication/265360331_Corporate_Governance_Cost_of_Capital_and_Performance_Evidence_from_Australian_Firms
- Sundaramurthy, C., Rhoades, D.L., & Rechner, P.L. (2005). A Meta-Analysis of the Effects of Executive and Institutional Ownership on Firm Performance. *Journal of Managerial Issues*, pp.494-510.

Translated Thai Reference

- Piriyakul, M. (2015). Moderator and mediator in Structural Equation Modeling, *The Journal of Industrial Technology*, pp.83-96. (in Thai).
- Srijunpetch, S. (2008). Responsibilities of directors the structure of shareholders and Economic Value Added. *Thammasat Business Journal*. pp 26-39. (in Thai).
- Supattarakul, S., & Jongjareankamol, P. (2010). Price -to-Book Value (P/B) and Price-to-Earnings (P/E) ratios based on the Residual Income Model. *Thammasat Business Journal*, pp.7-31. (in Thai).
- The Stock Exchange of Thailand. (2005). *Financial Accounting Analysis*. Bangkok: Amarin Printing and Publishing. (in Thai).
- _____ (2015a). Stock Valuation. Search on 2017, December 31, Available: https://www.set.or.th/education/th/begin/stock_content05.pdf. (in Thai).
- _____ (2015b). Manual Guides. Search on 2017, December 31, Available: https://www.set.or.th/th/market/files/SET_Formula_Glossary_Jun2015.pdf. (in Thai).
- Vanichbancha, K., & Vanichbancha, T. (2017). *Using SPSS for Windows for data analysis (the 29th Edition)*. Bangkok: Samlada Publisher. (in Thai).
- Yosbut, A. (2010). *The Determinants of Corporate Governance Practices: Empirical Evidence From Thailand*. Doctor of Philosophy Program in Accountancy, Chulalongkorn University. (in Thai).