

R

Relationship between Operational Efficiency and Firm Value of The Listed Companies in Thailand Sustainability Investment

Ratchanee Choomnirat^{1,*} and Potchanart Ritthidach²

Received: March 20, 2023 Revised: May 15, 2023 Accepted: June 6, 2023

Abstract

The main objective of this study was to examine the relationship between the operational efficiency and firm value of the listed companies in Thailand's sustainability investment. The population were 141 companies active between 2017 and 2021, totaling five years. The 684 pieces of data were collected from the companies' complete annual reports and analyzed using descriptive analysis and multiple regression analysis. The findings revealed that the return on assets ratio were negatively associated with the firm value and the return on equity ratio were positively associated with the firm value. Moreover, there was a statistically significant positive correlation between the control variable and the enterprise value, the industry group, the size of the business, operation years of business as well as financial risks. Regarding the enterprise value of the listed companies, the value of the enterprises was average, indicating that the listed companies in Thailand's sustainability investment did not have much different growth. This information is, therefore, useful for investors to make investment decisions to meet their needs and increase their investment confidence.

Keywords: operational efficiency, firm value, Tobin's Q, Thailand sustainability investment

^{1,2} Accountancy Program, Faculty of Commerce and Management, Prince of Songkla University, Trang Campus

* Corresponding author. E-mail: ratchanee.ch@psu.ac.th

ก

ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน

รัชนี ชุมนิรัตน์^{1,*} และ พจนารถ ฤทธิเดช²

วันรับบทความ: March 20, 2023 วันแก้ไขบทความ: May 15, 2023 วันตอบรับบทความ: June 6, 2023

บทคัดย่อ

วัตถุประสงค์หลักของการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ คือ ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน ประชากรจำนวน 141 บริษัท เป็นระยะเวลา 5 ปี ระหว่าง พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564 การเก็บข้อมูลจากรายงานประจำปีที่สมบูรณ์จำนวน 684 ข้อมูล การวิเคราะห์ข้อมูลใช้การวิเคราะห์เชิงพรรณนา และการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงพหุ ผลการศึกษาพบอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน และพบตัวแปรควบคุมมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ กลุ่มอุตสาหกรรม ขนาดของกิจการ อายุของกิจการ และความเสียหายทางการเงิน มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับผลการศึกษามูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน มูลค่ากิจการมีค่าเฉลี่ยไม่ต่างกัน แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืนมีการเติบโตที่ไม่ต่างกันมากนัก ซึ่งเป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนเพื่อให้ตรงกับความต้องการและเพิ่มความมั่นใจในการลงทุนมากขึ้น

คำสำคัญ: ประสิทธิภาพการดำเนินงาน มูลค่ากิจการ Tobin's Q รายชื่อหุ้นยั่งยืน

^{1,2} หลักสูตรบัญชีบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ วิทยาเขตตรัง

* Corresponding author. E-mail: ratchanee.ch@psu.ac.th

บทนำ

ปัจจุบันนักลงทุนทั่วโลกได้ให้ความสำคัญกับการลงทุนในธุรกิจที่คำนึงถึง สิ่งแวดล้อม สังคม และ ธรรมชาติ (Environmental, Social, and Governance) หรือที่เรียกว่า ESG อย่างกว้างขวางโดยคำนึง ถึงความยั่งยืนของกิจการและสังคม โดยแสวงหาผลตอบแทนที่ไม่ใช่ผลกำไรเพียงอย่างเดียว สำหรับใน ประเทศไทยเริ่มนำหลัก สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมชาติ (Environmental, Social, and Governance; ESG) และหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยผ่านการจัดทำ รายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ตั้งแต่ ค.ศ. 2001 จนถึงปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่งเสริมให้บริษัทที่จดทะเบียนนำหลักการรายงานสากล (Global Reporting Initiative; GRI) มาใช้ อีกทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ประกาศแนวคิดที่จะ ปรับปรุงหลักเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลโดยจะให้บริษัทจดทะเบียนและบริษัทที่ขออนุญาตออกเสนอขาย หลักทรัพย์เปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility; CSR) ในเอกสารที่เผยแพร่ต่อสาธารณะ ได้แก่ รายงานประจำปี แบบแสดง รายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในเว็บไซต์ของบริษัท และแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขาย หลักทรัพย์ (แบบ 69-1) แล้วแต่กรณี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [ตลท], 2564ข)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จัดทำ Thailand Sustainability Investment (THSI) หรือ รายชื่อหุ้นยั่งยืน สำหรับหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ตั้งแต่ พ.ศ. 2558 เพื่อ เป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับผู้ลงทุนที่ต้องการลงทุนตามแนวทางของการลงทุนอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (Responsible Investment) โดยหุ้นใน THSI เป็นหุ้นที่บริษัทจดทะเบียนสมัครใจเข้าร่วมตอบแบบประเมิน ความยั่งยืนและได้รับการคัดเลือก สำหรับการประเมินจะครอบคลุมคำถามในมิติสิ่งแวดล้อม สังคม และ บรรษัทภิบาล (ESG) ใน พ.ศ. 2564 ตลาดหลักทรัพย์ประกาศรายชื่อหุ้นยั่งยืน จำนวน 147 บริษัท (15 พฤศจิกายน 2564) เป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 136 บริษัท และบริษัทในตลาด หลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) 11 บริษัท ประกอบด้วย กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีอันดับสูงสุด สามอันดับแรก คือ บริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมากที่สุดจำนวน 25 บริษัท รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมจำนวน 25 บริษัท และกลุ่มทรัพยากรจำนวน 23 บริษัท สะท้อนว่าบริษัทไทยให้ความสำคัญกับการดำเนิน ธุรกิจโดยผนวกการขับเคลื่อนความยั่งยืนที่ใช้ในการบริหารจัดการ และยังช่วยลดความเสี่ยง ส่งเสริมศักยภาพ ธุรกิจ แม้ต้องเผชิญกับโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) ก็ตาม (ตลท, 2564ก)

ปัจจุบันการทำวิจัยเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืนอาจจะยังน้อยไม่ครอบคลุมประเด็น ต่าง ๆ มากมายนักโดยเฉพาะอย่างยิ่งงานวิจัยใน พ.ศ. 2564 เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพิ่งประกาศรายชื่อหุ้นยั่งยืน จำนวน 147 บริษัท (15 พฤศจิกายน 2564) แต่พบการศึกษาเกี่ยวกับ ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงาน การศึกษา อัตราส่วนทางการเงินและผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นต้น แต่ยังคงขาดผลงานวิจัยเกี่ยวกับ ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน ดังนั้น เพื่อเพิ่มผลงานวิจัยให้ทันสมัย

ตอบสนองความต้องการของนักลงทุน ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาเพิ่มเติมกับบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืนเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่ากิจการ เพื่อเป็นแนวทางให้บริษัทตระหนักถึงความสำคัญต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานที่มีต่อมูลค่ากิจการ และก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อการใช้รายงานประจำปี ในการวิเคราะห์ธุรกิจเพื่อการตัดสินใจที่ก่อให้เกิดผลตอบแทนสูงสุด โดยเฉพาะอย่างยิ่งข้อมูลจากงบการเงินที่เป็นข้อมูลหลักสำหรับการพิจารณาผลการดำเนินงานของกิจการ การคาดการณ์ในการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของกิจการ การคำนวณหามูลค่ากิจการล้วนเป็นสิ่งสำคัญสำหรับผู้บริหารกิจการและนักลงทุน ดังนั้น การพิจารณาประสิทธิภาพการดำเนินงานก็เป็นสิ่งสำคัญนอกจากการประเมินจากการเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีรายชื่อเป็นหุ้นยั่งยืนแล้ว อาจจะพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินที่จะสะท้อนผลการดำเนินงานได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Choi, Lee, และ Park (2013) พบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมมีอิทธิพลให้คุณภาพกำไรของบริษัทสูงขึ้น โดยยืนยันว่ากลยุทธ์ ความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility; CSR) มีคุณค่าทางบวกจากนักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ แต่ก็ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับบริษัทกลุ่มหลักทรัพย์ สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance; ESG) โดย ชลลดา เลิฟ และพัทธนันท์ เพชรเชิดชู (2562) พบว่า กิจการที่มีผลการดำเนินงานเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลในระดับดีไม่ส่งผลกับผลกำไรที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจ ซึ่งแสดงให้เห็นว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่ได้นำข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลมาใช้ประกอบการพิจารณามูลค่าหลักทรัพย์ สอดคล้องกับงานของนิตยา โยธาจันทร์, ศศิวิมล มีอำพล, และไพบูลย์ พงษ์วงศ์ (2563) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) และอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY)

จากประเด็นข้างต้นที่ได้กล่าวมานั้นเกิดคำถามกับผู้วิจัยว่าบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) จะมีผลการดำเนินงานที่ดีจริงหรือไม่ เป็นเหตุให้ผู้วิจัยสนใจที่จะศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน สุดท้ายนี้ผลงานวิจัยนี้ให้ข้อมูลสารสนเทศสำหรับหน่วยงานในกำกับดูแลนำไปใช้เป็นแนวทางสนับสนุนการดำเนินงานของบริษัทต่าง ๆ ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และไม่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ และได้ให้ข้อมูลเชิงลึกเกี่ยวกับประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทที่เป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนเพื่อให้ตรงกับความต้องการตลอดจนเพิ่มความมั่นใจในการลงทุนกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืนมากขึ้น

วัตถุประสงค์

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน

การทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1. แนวคิดและทฤษฎี

มูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

มูลค่ากิจการในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้วัดมูลค่าของกิจการโดย Tobin's Q ซึ่งเป็นเครื่องมือที่นำเสนอโดย ศาสตราจารย์เจมส์ โทบิน (Professor James T. Tobin) ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัยเยล (Yale) ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ในปี ค.ศ.1981 เป็นเครื่องมือที่ใช้วัดผลการปฏิบัติงานโดยพัฒนาจากแนวคิดแบบผสมผสานข้อมูลระหว่างงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งได้รับการยอมรับจากงานวิจัยทั้งทางด้านบัญชีและการเงิน คำนวณโดยนำราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์กิจการหารด้วยราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์โดยที่ราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือของผู้ถือหุ้นและหนี้สิน ศาสตราจารย์เจมส์ โทบิน (Professor James T. Tobin) เชื่อว่า Tobin's Q เป็นตัววัดที่ดีที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์การ เพราะอัตราส่วนนี้สามารถใช้ในการคาดการณ์การตัดสินใจจ่ายลงทุนในอนาคต ในทางปฏิบัติตัววัดนี้ไม่ได้ถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายเมื่อเปรียบเทียบกับตัววัดอื่น เช่น อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI) เนื่องจากความยากในการได้มาซึ่งมูลค่าทางการตลาดและราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ นอกจากนี้ ยังมีการนำ Tobin's Q ไปใช้ในการพิจารณาว่าองค์การมีการจ่ายลงทุนที่มากเกินไปหรือต่ำเกินไปมากกว่าที่จะนำมาใช้ในการวัดผลการปฏิบัติงาน ดังนั้น องค์การที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จะจัดเป็นองค์การที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ มีผลตอบแทนของเงินทุนในอัตราที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุน ส่งผลให้มูลค่าทางการตลาดขององค์การมีค่ามากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไป หากองค์การที่มีค่า Tobin's Q น้อยกว่า 1 จะจัดเป็นองค์การที่ไม่สามารถใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์ได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ (Lim & Mali, 2023) นั่นคือ ได้รับผลตอบแทนหรือกำไรจากการลงทุนต่ำ

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน คือ กลไกการกำกับดูแลการบริหารจัดการภายในองค์การธุรกิจ โดยมุ่งเน้นการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสองฝ่าย ฝ่ายหนึ่ง เรียกว่า ตัวการ (principal) เจ้าของหรือผู้ถือหุ้น กับอีกฝ่ายหนึ่ง เรียกว่า ตัวแทน (agent) หรือผู้บริหารโดยตัวการเป็นผู้ที่มอบอำนาจในการทำงานแทนให้กับตัวแทนเพื่อดำเนินงานให้บรรลุเป้าหมายรวมขององค์การ ซึ่งตรงกันที่ตัวแทนทำงานและตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุด (ปณณวัฒน์ วังอนุสรณ์, ศิริกุล ตูลาสมบัติ, และภูษณิศ เตชเก็ก, 2565) ตรงกันที่ตัวแทนหรือผู้บริหารสามารถบริหารงานให้ผลตอบแทนเป็นที่พอใจของตัวการ ความสัมพันธ์ของสองฝ่ายก็เป็นไปด้วยดี แต่หากตัวแทนบริหารงานไม่เป็นไปตามที่คาดหวังก็ส่งผลต่อปัญหาของสองฝ่าย ซึ่งความมุ่งหวังของทั้งสองฝ่ายเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจให้เกิดผลตอบแทนและเพิ่มมูลค่ากิจการให้มีความยั่งยืนบรรลุเป้าหมายของผู้ถือหุ้น (Dao & Thanh, 2023) สิ่งสำคัญอีกประการหนึ่งในการบรรลุวัตถุประสงค์ขององค์การโดยการปฏิบัติตามและการรายงานต่าง ๆ ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดว่าต้องรายงานและเปิดเผยต่อสาธารณะ การสร้างความยั่งยืนขององค์การในด้าน

สังคมสิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อรองรับความต้องการของนักลงทุนที่ปัจจุบันเน้นการลงทุนที่ยั่งยืน (Sustainable Investment) ที่จะสร้างผลตอบแทนทางการเงินในระยะยาว

ประสิทธิภาพการดำเนินงาน

การวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานใช้อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio) เป็นการวิเคราะห์ฐานะทางการเงินและความสัมพันธ์รายการของงบแสดงฐานะการเงินและในงบกำไรขาดทุน อัตราส่วนทางการเงินแบ่งออกเป็น 4 ประเภท คือ ความสามารถในการทำกำไร ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน สภาพคล่องโครงสร้างเงินทุน (ัญลักษณ์ วิจิตรสารวงศ์, 2563) สำหรับการศึกษาครั้งนี้กำหนดอัตราส่วนทางการเงินประเภทความสามารถในการทำกำไรเนื่องจากทุก ๆ บริษัทให้ความสำคัญมากที่สุด หนึ่งในเครื่องมือที่ใช้บ่อยที่สุดในการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน คือ อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรเพื่อวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานโดยความสามารถในการทำกำไรเป็นสิ่งสะท้อนถึงความสามารถในการแข่งขันของกิจการหากกิจการมีผลกำไรที่ส่งผลให้เกิดความเชื่อมั่นในการลงทุนสูง (Saiduzzaman, n.d.)

การวิเคราะห์อัตราส่วน 4 อัตราส่วน ดังนี้

1. อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่เปรียบเทียบระหว่างกำไรขั้นต้นและยอดขาย แสดงให้เห็นว่าประสิทธิภาพในการบริหารงานด้านการขายและการจัดซื้อวัตถุดิบมากน้อยเพียงใด (หน่วยเป็น %) โดยมีสูตร ดังนี้

อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)	=	$\frac{\text{กำไรขั้นต้น}}{\text{รายได้จากการขาย}}$
--------------------------	---	---

การอ่านค่าอัตราส่วนหากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่า บริษัทมีการควบคุมและบริหารต้นทุนการผลิตที่ดี แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำแสดงว่าประสิทธิภาพการควบคุมต้นทุนขายไม่มีประสิทธิภาพมากนัก

2. อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (Net Income to Sale Ratio) อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่วิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท แสดงให้เห็นถึงควมมีประสิทธิภาพในการสร้างกำไรของผู้บริหาร (มีหน่วยเป็น %) โดยมีสูตร ดังนี้

อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	=	$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{รายได้จากการขาย}}$
------------------------	---	---

การอ่านค่าอัตราส่วนหากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่า บริษัทมีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง แต่หากมีค่าต่ำแสดงว่าบริษัทมีประสิทธิภาพในการบริหารงานเพื่อสร้างกำไรต่ำ

3. อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets Ratio) แสดงถึงสัดส่วนของกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม โดยพิจารณาจากการใช้สินทรัพย์ของบริษัทที่ก่อให้เกิดกำไรสุทธิ นอกจากนี้ ยังใช้ประเมินประสิทธิภาพในการบริหารงานของผู้บริหารงานได้ด้วย (หน่วยเป็น %) โดยมีสูตร ดังนี้

อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (%)	=	$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$
-----------------------------------	---	--

การอ่านค่าอัตราส่วนหากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่าผู้บริหารของบริษัทมีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่าผู้บริหารของบริษัทไม่มีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท

4. อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity Ratio) แสดงถึงสัดส่วนของกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นโดยพิจารณาจากการใช้ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ก่อให้เกิดกำไรสุทธิ นอกจากนี้ ยังใช้ประเมินประสิทธิภาพในการบริหารงานของผู้บริหารงานได้ด้วย (หน่วยเป็น %) โดยมีสูตร ดังนี้

อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (%)	=	$\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$
---	---	---

การอ่านค่าอัตราส่วนหากค่าที่ได้มีค่าสูง แสดงว่าผู้บริหารของบริษัทมีประสิทธิภาพในการใช้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท แต่หากค่าที่ได้มีค่าต่ำ แสดงว่าผู้บริหารของบริษัทไม่มีประสิทธิภาพในการใช้ส่วนของผู้ถือหุ้นให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท

2. การพัฒนาสมมติฐานการศึกษา

ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการ

ประสิทธิภาพการดำเนินงานวัดจากอัตราส่วนทางการเงินเป็นเครื่องมือที่ใช้วิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ การเลือกลงทุนของนักลงทุนในบริษัทได้นั้นย่อมคาดหวังต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการอย่างต่อเนื่องในอนาคต โดยงานวิจัยที่เกี่ยวกับประสิทธิภาพการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ จากงานวิจัยของ ปวีณา แซ่จู และเบญจพร โมกขะเวส (2564) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่ากิจการ วัดค่าโดยใช้มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่ากิจการ คือ อัตรากำไรขั้นต้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับมูลค่ากิจการที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 รวมถึง ปทุมวดี โปงุเหลืออม และชัยมงคล ผลแก้ว (2561) พบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงความสามารถในการทำกำไรที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชน คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ งานวิจัยของวัชรนพงศ์ ยอดราช (2564) ศึกษาเส้นทางความสัมพันธ์

เชิงสาเหตุของความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำไรของบริษัท พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับพิมพ์ชนา ภิรมรักษ์ และจิตาภรณ์ สิ้นจรรย์ศักดิ์ (2560) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพบว่า ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ รวมถึงงานวิจัยของพรรณทิพย์ อย่างกลิ่น (2562) พบว่า อิทธิพลของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการและการจัดการกำไร และงานวิจัยของประสิทธิ์ รุ่งเรือง และสุธนา นาคฉาย (2566) พบว่า ประสิทธิภาพการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการทบทวนวรรณกรรมงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยจึงเลือกใช้อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรเป็นตัวแปรในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการ ที่จะสะท้อนศักยภาพการดำเนินงานของกิจการโดยถือเป็นอัตราส่วนที่ช่วยให้นักลงทุนตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน ตามสมมติฐาน ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขายมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ

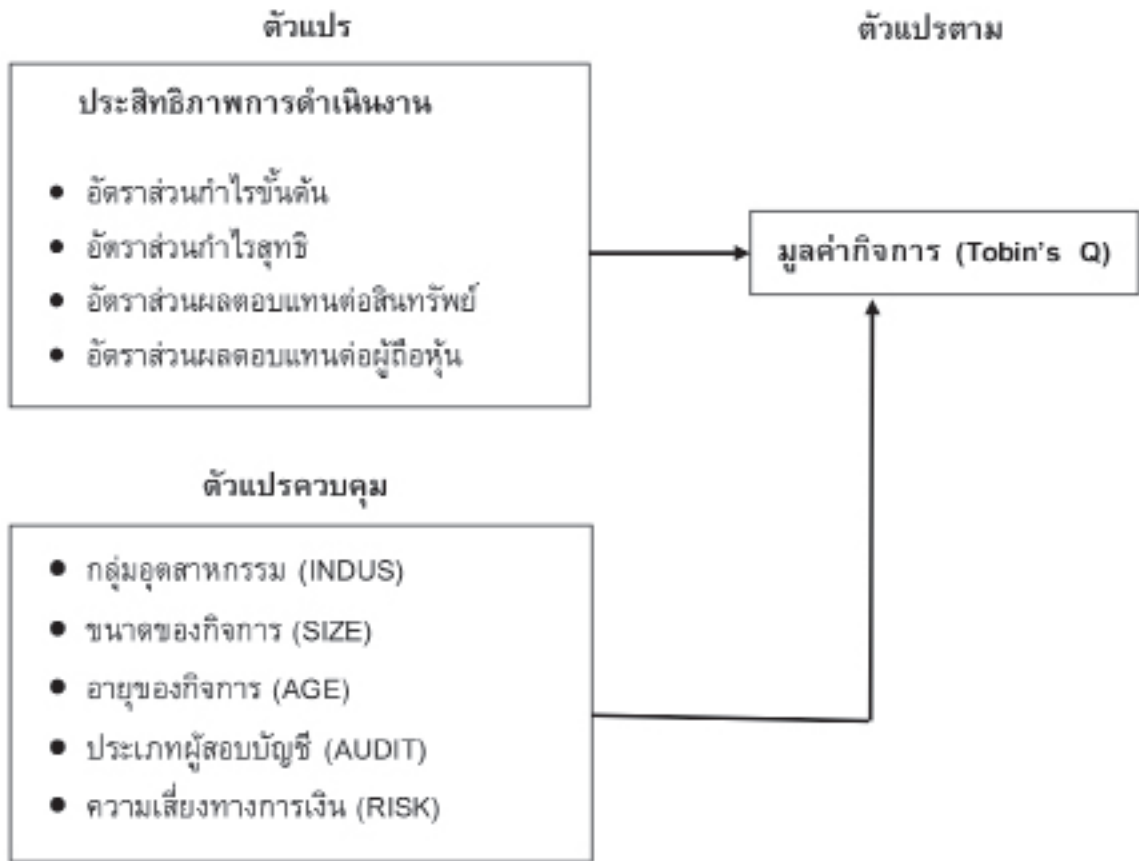
สมมติฐานที่ 2 อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 3 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 4 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ

กรอบแนวความคิด

จากการศึกษาแนวคิดและทฤษฎีต่าง ๆ ที่กล่าวมา ผู้วิจัยนำมาพัฒนากรอบแนวความคิดของงานวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน เพื่อใช้เป็นแนวทางในการดำเนินงานวิจัยเพื่อความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งหมด ดังแสดงในภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวความคิดของงานวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน หรือ Thailand Sustainability Investment (THSI) ที่ประกาศใน พ.ศ. 2564 จำนวน 147 บริษัท (ตลท, 2564ข) เก็บข้อมูลระหว่าง พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564 เป็นระยะเวลา 5 ปี จาก 8 กลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 735 ข้อมูล และเมื่อพิจารณาจากข้อมูลประชากร พบว่า มีบริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ทำให้มีจำนวนบริษัท 141 บริษัท ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ทั้งหมด 684 ข้อมูล แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนประชากร

รายการ	จำนวนบริษัท	ข้อมูล	ร้อยละ
จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม			
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	19	95	12.93
สินค้าอุปโภคบริโภค	5	25	3.40
ธุรกิจการเงิน	19	95	12.93
สินค้าอุตสาหกรรม	21	105	14.29
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	25	125	17.01
ทรัพยากร	23	115	15.65
บริการ	25	125	17.01
เทคโนโลยี	10	50	6.80
รวมบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มบริษัท THSI	147	735	100.00
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์	6	30	4.08
หัก ข้อมูลไม่สมบูรณ์	-	21	2.86
คงเหลือ	141	684	93.06

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาค้นคว้ารวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากรายงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน โดยเป็นข้อมูลระหว่าง พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564 รวมถึงข้อมูลจากฐานข้อมูลออนไลน์ของสำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th) และ SET Market Analysis and Reporting Tool (www.setsmart.com) แสดงดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 สรุปรายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	คำย่อ	การวัดค่า
ตัวแปรตาม • มูลค่ากิจการ	Tobin's Q	สัดส่วนมูลค่าทางการตลาดและหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (เท่า)
ตัวแปรอิสระ • อัตราส่วนกำไรขั้นต้น • อัตราส่วนกำไรสุทธิ • อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ • อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น	GPM NPM ROA ROE	อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย (%) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (%) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (%) อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (%)
ตัวแปรควบคุม 1. กลุ่มอุตสาหกรรม (8 กลุ่มอุตสาหกรรม)	INDUS1-8	ตัวแปรหุ่น โดย 0 = กลุ่มที่กระทบสิ่งแวดล้อมสูง และ 1 = กลุ่มที่กระทบสิ่งแวดล้อมต่ำ
2. ขนาดของกิจการ	SIZE	วัดจากวิธีลอการิทึมธรรมชาติ (Natural logarithm) ของสินทรัพย์รวม
3. อายุของกิจการ	AGE	นับจากวันที่ก่อตั้งกิจการ (ปี)
4. ประเภทผู้สอบบัญชี	AUDIT	ตัวแปรหุ่น โดย 0 = ผู้สอบบัญชีในกลุ่ม Big4 และ 1 = อื่น ๆ
5. ความเสี่ยงทางการเงิน	RISK	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลใช้วิธีวิเคราะห์ทางสถิติพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis) อธิบายข้อมูลในรูปสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน รวมทั้งการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่ออธิบายข้อมูลตามวัตถุประสงค์ในการศึกษาครั้งนี้

โดยสามารถเขียนแบบจำลองสมการถดถอยเชิงเส้นตรงพหุคูณ (Multiple Linear Regression Model) ที่ใช้ในการประมาณค่าที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการได้ ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \beta_0 + \beta_1\text{GPM} + \beta_2\text{NPM} + \beta_3\text{ROA} + \beta_4\text{ROE} + \varepsilon \quad (\text{โมเดล A})$$

$$\text{Tobin's Q} = \beta_0 + \beta_1\text{GPM} + \beta_2\text{NPM} + \beta_3\text{ROA} + \beta_4\text{ROE} + \beta_5\text{INDUS} + \beta_6\text{SIZE} + \beta_7\text{AGE} + \beta_8\text{AUDIT} + \beta_9\text{RISK} + \varepsilon \quad (\text{โมเดล B})$$

งานวิจัยนี้ได้กำหนดตัวแปรควบคุม 5 ตัวแปร ดังนี้

กลุ่มอุตสาหกรรม (INDUS) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย www.setsmart.com จากการศึกษาในอดีต พบว่า บริษัทถูกแบ่งออกเป็นสองประเภทตามลักษณะของอุตสาหกรรมที่มีผลต่อสิ่งแวดล้อม 1) บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมสูง ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม ทรัพยากร และ 2) กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมต่ำ ได้แก่ ธุรกิจการเงิน อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง บริการ เทคโนโลยี จากงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับตัวแปรกลุ่มอุตสาหกรรม โดยงานวิจัยของเกษศิณี ตั้งอ้น (2565) พบว่า ประเภทอุตสาหกรรมมีผลต่อมูลค่ากิจการในเชิงลบที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

ขนาดของกิจการ (SIZE) วัดจากวิธีลอการิทึมธรรมชาติ (Natural logarithm) ของสินทรัพย์รวม เพื่อลดการกระจายตัวของข้อมูลที่ไม่ปกติ วิธีที่นิยมใช้ในเชิงวิชาการ (Cho, Chung, & Young, 2019) และจากงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับตัวแปรขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบ โดย Tifow และ Sayilir (2015) พบว่า ขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) สอดคล้องกับปทุมวดี โปงูเหลือม และชัยมงคล ผลแก้ว (2561) พบว่า ขนาดของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ แต่ไม่สอดคล้องกับงานของ Goh และ Simanjuntak (2018) พบว่า ขนาดของกิจการมีอิทธิพลโดยตรงต่อมูลค่าของกิจการในประเทศอินโดนีเซีย

อายุของกิจการ (AGE) วัดจากอายุกิจการตั้งแต่ เริ่มก่อตั้งกิจการจนถึงปีที่ทำการศึกษา (ปีที่ศึกษา คือ พ.ศ. 2564) จากงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับตัวแปรอายุการดำเนินงานของธุรกิจ โดยงานวิจัยของหยิง แพน และปรีดา สุขเจริญสิน (2564) พบว่า อายุของกิจการมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมภาพยนตร์และโทรทัศน์ในตลาด National Equities Exchange and Quotations (NEEQ) ในสาธารณรัฐประชาชนจีน แต่ไม่สอดคล้องกับงานของนิตินันท์ พราหมพันธ์ และคณะ (2562) พบว่า อายุของ บริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วน Tobin's Q

ประเภทผู้สอบบัญชี (AUDIT) จากงานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับตัวแปรประเภทผู้สอบบัญชี ไม่พบความแตกต่างระหว่างกลุ่มสำนักงานสอบบัญชีรายใหญ่ระดับโลก 4 ราย ประกอบด้วย PwC, Deloitte, EY และ KPMG (Big-4) และกลุ่มสำนักงานสอบบัญชีขนาดกลางและขนาดเล็ก (Non-Big 4) โดยงานวิจัยของวันสิริ ประเสริฐทรัพย์ (2564) ไม่พบความแตกต่างกันของมูลค่ากิจการระหว่างการเลือกผู้สอบบัญชีจากสำนักงานสอบบัญชี ที่มีขนาดแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ความเสี่ยงทางการเงิน (RISK) วัดความเสี่ยงของกิจการ จากภาระหนี้สินจากการบริหารที่สะท้อนการใช้เงินของผู้บริหารว่าเป็นไปเพื่อประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น คำนวณโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Tarek, 2019) ซึ่งงานวิจัยของณัฐพัชร์ นวลมณีรัฐิติ, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู, และศิริเดช คำสุพรหม (2563) พบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยความเสี่ยงทางการเงินคำนวณ ดังนี้

$$\text{ความเสี่ยงทางการเงิน} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

ผลการศึกษา

ผลจากการศึกษาตารางที่ 3 เกี่ยวกับการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน พบว่า อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (GPM) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 29.50 อัตราส่วนกำไรสุทธิ (NPM) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12.12 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.05 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 11.77 มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.92 เท่า แสดงให้เห็นว่าบริษัทในรายชื่อหุ้นยั่งยืนมีการเติบโตไม่ต่างกันมากนัก ค่าเฉลี่ยขนาดของกิจการ (SIZE) 9.85 ล้านบาท แสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการไม่ต่างกัน อายุของกิจการ (AGE) มีค่าเฉลี่ย 34.35 ปี แสดงให้เห็นว่าอายุของกิจการมีขนาดค่อนข้างแตกต่างกัน และความเสี่ยงทางการเงิน (RISK) 1.02 เท่า แสดงให้เห็นว่ามีความเสี่ยงทางการเงินไม่ต่างกัน

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน

ตัวแปร	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GPM	684	-248.00	781.83	29.50	67.37
NPM	684	-262.32	290.16	12.12	25.44
ROA	684	-16.96	56.94	7.05	6.05
ROE	684	-56.68	79.78	11.77	11.41
Tobin's Q	684	1.31	2.97	1.92	0.17
SIZE	684	5.79	14.09	9.85	1.87
AGE	684	5.00	140.00	34.35	19.18
RISK	684	0.41	5.68	1.02	0.28

ผลจากการศึกษาตารางที่ 4 พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรม Dummy เท่ากับ 0 คือ กลุ่มที่กระทบสิ่งแวดล้อมสูง มีจำนวน 302 ข้อมูล คิดเป็น 44.15% ของประชากรทั้งหมด และ Dummy เท่ากับ 1 คือ กลุ่มที่กระทบสิ่งแวดล้อมต่ำ มีจำนวน 382 ข้อมูล คิดเป็น 55.85% ของประชากรทั้งหมด สำหรับประเภทผู้สอบบัญชี Dummy เท่ากับ 0 คือ ผู้สอบบัญชีในกลุ่ม Big4 มีจำนวน 523 ข้อมูล คิดเป็น 76.46% ของประชากรทั้งหมด และ Dummy เท่ากับ 1 คือ ผู้สอบอื่น ๆ จำนวน 161 ข้อมูล คิดเป็น 23.54% ประชากรทั้งหมด

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรค่าไม่ต่อเนื่อง

ตัวแปรค่าไม่ต่อเนื่อง	N	Dummy = 0	Dummy = 1
INDUS	684	302 (44.15%)	382 (55.85%)
AUDIT	684	523 (76.46%)	161 (23.54%)

จากตารางที่ 5 การตรวจสอบภาวะร่วมของตัวแปรในแบบเส้นตรง (Multicollinearity) เพื่อทดสอบความเกี่ยวพันและความสอดคล้องของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาทุกตัวว่าเป็นตัวแปรเดียวกันหรือไม่ พบว่าค่า VIF สูงสุดมีค่าเท่ากับ 3.745 (โดยค่า VIF ไม่ควรเกิน 10) (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2010) ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้ไม่มีปัญหาภาวะร่วมของตัวแปรในแบบเส้นตรง (Multicollinearity) ตัวแปรทุกตัวสามารถนำไปทดสอบความสัมพันธ์ด้วยวิธีการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Model) ได้

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

	GPM	NPM	ROA	ROE	INDUS	SIZE	AGE	AUDIT	RISK	Tobin's Q
GPM	1	0.242**	0.084 ⁺	0.119**	0.028	0.031	-0.066	0.082 ⁺	0.036	0.016
NPM		1	0.407**	0.427**	0.013	0.178**	-0.066	-0.074	-0.005	0.113**
ROA			1	0.829**	-0.012	0.130**	-0.061	-0.042	-0.081 ⁺	0.091 ⁺
ROE				1	0.050	0.226**	-0.054	-0.081 ⁺	0.107**	0.212**
INDUS					1	0.041	0.091 ⁺	0.028	0.127**	0.154**
SIZE						1	0.130**	-0.205**	0.223**	0.495**
AGE							1	0.144**	0.051	0.173**
AUDIT								1	-0.082 ⁺	-0.116**
RISK									1	0.308**
Tobin's Q										1
Tolerance		0.922	0.756	0.279	0.267	0.97	0.842	0.931	0.912	
VIF		1.085	1.322	3.586	3.745	1.031	1.188	1.074	1.096	

* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ ** คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ผลจากการศึกษาตารางที่ 6 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอย พบว่า โมเดล A พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และทั้งโมเดล A และโมเดล B พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ค่า Adjusted R Square โมเดล A มีค่าเท่ากับ 0.065 และโมเดล B มีค่าเท่ากับ 0.310 อย่างไรก็ตาม โมเดล B แสดงผลการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุมจำนวน 5 ตัวแปร โดยมีเพียง 4 ตัวแปร ดังนี้ 1) INDUS 2) SIZE 3) AGE และ 4) RISK พบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเพื่อพยากรณ์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

Model	Model A		Model B	
	B	t (sig.)	B	t (sig.)
(Constant)	1.899	194.018 (0.000**)	1.398	40.143 (0.000**)
GPM	0.000	1.224 (0.221)	-0.000	-0.347 (0.729)
NPM	-0.000	-0.615 (0.539)	0.000	0.314 (0.754)
ROA	-0.008	-4.209 (0.000**)	-0.002	-1.330 (0.184)
ROE	0.006	6.325 (0.000**)	0.002	2.670 (0.008**)
INDUS			0.033	2.996 (0.003**)
SIZE			0.036	11.658 (0.000**)
AGE			0.001	3.340 (0.001**)
AUDIT			-0.010	-0.785 (0.433)
RISK			0.103	5.055 (0.000**)
R Square	0.070		0.319	
Adjusted R Square	0.065		0.310	
F-value (sig.)	12.813 (0.000**)		35.068 (0.000**)	
N	684		684	

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ผลการทดสอบสมมติฐาน มีดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกำไรขั้นต้น (GPM) กับมูลค่ากิจการ ทั้งโมเดล A และโมเดล B มีค่า $B = 0.000$ และ -0.000 ตามลำดับ จึงสรุปได้ว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ว่า อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (GPM) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 1

สมมติฐานที่ 2 ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกำไรสุทธิ (NPM) กับมูลค่ากิจการ ทั้งโมเดล A และโมเดล B มีค่า $B = -0.000$ และ 0.000 ตามลำดับ จึงสรุปได้ว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ว่า อัตราส่วนกำไรสุทธิ (NPM) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 2

สมมติฐานที่ 3 ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) กับมูลค่ากิจการ เฉพาะโมเดล A มีค่า $B = -0.008$ จึงสรุปได้ว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 3

สมมติฐานที่ 4 ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) ทั้งโมเดล A และโมเดล B มีค่า $B = 0.006$ และ 0.002 ตามลำดับ จึงสรุปได้ว่าเป็นไปตามสมมติฐานที่ว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 4

การอภิปรายผล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งหมายถึงการที่บริษัทนำสินทรัพย์ที่ไม่มีใช้อย่างมีประสิทธิภาพก่อให้เกิดรายได้จากสินทรัพย์นั้นเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง โดยทั่วไปบริษัทกลุ่ม รายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) เป็นหุ้นที่ได้รับการคัดเลือกแต่ก็ไม่ได้รับการรับรองว่าบริษัทดังกล่าวจะมีกำไรเสมอไปหรืออาจจะได้รับการคัดเลือกอีกในอนาคต โดยงานวิจัยของปทุมวดี โปงุเหลืออม และชัยมงคล ผลแก้ว (2561) พบว่า อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ตรงกันข้ามกับงานวิจัยของรองเอก วรรัตนพฤษ (2563) พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ในเชิงบวก และงานวิจัยของจิราภรณ์ ชูพูล และนภาพร นิลาภรณ์กุล (2564) พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ส่งผลกระทบทต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ในทิศทางเดียวกันของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งหมายถึง ความมีประสิทธิภาพในการใช้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนสูงสุดหากเกิดผลตอบแทนเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้มูลค่ากิจการ

เพิ่มขึ้นด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของพรรณทิพย์ อย่างถนัด (2562) พบว่า อิทธิพลของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตรงกันข้ามกับงานวิจัยของลักขณา คำชู และประสิทธิ์ รุ่งเรือง (2563) พบว่า อัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ไปในเชิงลบกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) โดยผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) เป็นสิ่งที่ดีและน่าพอใจของทั้งสองฝ่ายทั้งตัวการและตัวแทน เนื่องจากผู้บริหารของกิจการมีความสามารถในการบริหารงานซึ่งเป็นตัวแทนที่ดีส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) เพิ่มขึ้น นักลงทุนจึงมั่นใจในการลงทุนมากขึ้นซึ่งก็อาจเป็นเพราะว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืนเป็นบริษัทที่มีการบริหารงานที่ดีอยู่แล้วส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนและมีความมั่นใจในการลงทุนสร้างผลตอบแทนสูงสุดให้กับนักลงทุนซึ่งเป็นตัวการ

นอกจากนี้ งานวิจัย พบว่า ตัวแปรควบคุมมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่

กลุ่มอุตสาหกรรม (INDUS) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืนที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ต่างจากงานในอดีตของ เกษศิณี ตั้งอัน (2565) พบว่า ประเภทอุตสาหกรรมมีผลต่อมูลค่ากิจการในเชิงลบที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืนที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 เช่นเดียวกับงานวิจัยของมาริษา มีประมูล และ ศิลปพร ศรีจันเพชร (2564) พบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มสำหรับการนำโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการมาปฏิบัติ ตรงกันข้ามกับงานวิจัยของสุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต, และดวงกมล นีรพัฒน์กุล (2560) พบว่า ขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าบริษัท และงานของ Tifow และ Sayilir (2015) พบว่า ขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q)

อายุของกิจการ (AGE) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืนที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 เหมือนกับงานในอดีต หยิง แพน และปรียดา สุขเจริญสิน (2564) พบว่า อายุของกิจการมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ ต่างจากงานในอดีตของสุพัตรา อภิชัยมงคล, สันนุดี เสลารัตน์, และภูมิฐาน รั้งคุณกุลวัฒน์ (2565) รวมทั้งนิตินันท์ พรหมพันธ์ และคณะ (2562) พบว่า อายุของกิจการมีผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ความเสี่ยงทางการเงิน (RISK) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืนที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ต่างจากงานในอดีตของณัฐพัชร นวลมณีรัฐิติ และคณะ (2563) พบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามต่อมูลค่ากิจการ ที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และงานวิจัยของสุพัตรา อภิชัยมงคล และคณะ (2565) พบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สรุปผลการศึกษา

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์ต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และพบความสัมพันธ์ของตัวแปรควบคุมกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ซึ่งประกอบด้วย กลุ่มอุตสาหกรรม ขนาดของกิจการ อายุของกิจการ และความเสี่ยงทางการเงิน มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ ผลการศึกษามูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน มูลค่ากิจการมีค่าเฉลี่ยไม่ต่างกันแสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืนมีการเติบโตที่ไม่ต่างกันมากนัก

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะในการนำไปใช้ประโยชน์

1. ให้ข้อมูลสารสนเทศสำหรับหน่วยงานในกำกับดูแลนำไปใช้เป็นแนวทางสนับสนุนการดำเนินงานของบริษัทต่าง ๆ ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และไม่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์
2. บริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืนควรปรับปรุงและพัฒนารูปแบบการดำเนินธุรกิจอย่างต่อเนื่องเพื่อสร้างโอกาสให้บริษัทมีความน่าสนใจในกลุ่มนักลงทุนที่มีแนวคิดด้านการลงทุนอย่างยั่งยืน
3. ให้ข้อมูลเชิงลึกเกี่ยวกับประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทที่เป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนเพื่อให้ตรงกับความต้องการ ตลอดจนเพิ่มความมั่นใจในการลงทุนกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืนมากขึ้น

ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

1. งานวิจัยนี้เก็บรวบรวมข้อมูล ระหว่างปี พ.ศ. 2560 ถึง พ.ศ. 2564 ซึ่งอยู่ในช่วงการระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) และอาจจะเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการทำงานของบริษัทในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งอาจจะมีผลการศึกษาแตกต่างจากช่วงเวลาการดำเนินงานโดยปกติที่ไม่ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาด ดังนั้น ควรมีการศึกษารอบแนวคิดนี้อีกครั้ง เพื่อเปรียบเทียบและยืนยันผลการศึกษาในครั้งนี้
2. ในการศึกษาครั้งต่อไป อาจพิจารณาตัวแปรอื่น ๆ เช่น สถานการณ์ทางการเมือง ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ มาเป็นปัจจัยควบคุมเพื่อให้สามารถอภิปรายการศึกษาที่ครอบคลุมมากขึ้น
3. เพื่อผู้ที่สนใจจะสามารถนำไปวิจัยต่อยอดได้

กิตติกรรมประกาศ

บทความฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการวิจัยที่ได้รับการสนับสนุนการวิจัยจากทุนเงินอุดหนุนการวิจัยประเภทองค์ความรู้ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ ประจำปี 2565 สัญญาเลขที่ CAM65020405 และได้รับความอนุเคราะห์ในการรับรองจริยธรรมการวิจัยในมนุษย์จากคณะกรรมการจริยธรรมการวิจัยในมนุษย์ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์

บรรณานุกรม

เกษศิณี ตั้งอั้น. (2565). ผลกระทบของการวางแผนภาษีเงินได้นิติบุคคลที่มีผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV. *วารสารเทคโนโลยีภาคใต้*, 15(1), 84-94.

จิราภรณ์ ชูพูล, และนภาพร นิลาภรณ์กุล. (2564). ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยอีสเทิร์นเอเซีย ฉบับสังคมศาสตร์และมนุษยศาสตร์*, 11(1), 39-48.

ชลลดา เลิฟ, และพัทธนันท์ เพชรเชิดชู. (2562). ผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาลกับคุณภาพกำไร. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 33(106), 179-194.

ณัฐพัชร์ นวลมนัญญิตติ, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู, และศิริเดช คำสุพรหม. (2563). อิทธิพลของการบริหารความเสี่ยงองค์กรที่มีต่อมูลค่ากิจการที่วัดโดยใช้ Tobin's Q ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 34(111), 243-259.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564ก). Sustainable development showcases 2020: แนวทางการจัดการภาวะวิกฤต COVID-19. สืบค้นเมื่อ 5 ตุลาคม 2564, จาก <https://www.setsustainability.com/libraries/934/item/sustainable-development-showcases-2020-covid-19?category=5&type=&search=>

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564ข). รายชื่อหุ้นยั่งยืน THSI (Thailand sustainability investment) ปี 2565. สืบค้นเมื่อ 5 ตุลาคม 2564, จาก <https://www.setsustainability.com/libraries/710/item/thailand-sustainability-investment-lists>

ธัญลักษณ์ วิจิตรสารวงค์. (2563). *การวิเคราะห์เจาะลึกรายงานทางการเงินและการประเมินมูลค่าตราสารทุน*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

- นิตยา โยธจันทร์, ศศิวิมล มีอำพล, และไพบุลย์ ผจงวงศ์. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลรายงานความยั่งยืนกับผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่ม ESG100. วารสารบรรณศาสตร์ มศว, 13(2), 12-26.
- นิตินันท์ พรหมหันทน์, ปริญญา ทองเจือเพชร, ปัทมาสน์ เนียมแก้ว, ภัณฑิรา มณีไพรัตน์, ภัทรณิชา สุภัทรชัยวงศ์ และมัทนชัย สุทธิพันธุ์. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างการรายงานแบบบูรณาการต่อมูลค่าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กลุ่ม SET100). วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงใหม่ราย, 14(2), 112-132.
- ปทุมวดี โปงเหลื่อม, และชัยมงคล ผลแก้ว. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี, 7(13), 25-43.
- ประสิทธิ์ รุ่งเรือง, และสุธนา นาคฉาย. (2566). อิทธิพลของประสิทธิภาพการดำเนินงานและความได้เปรียบในการบริหารที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Roi Kaensarn Academi*, 8(4), 24-35.
- ปวีณา แซ่จู้, และเบญจพร โมกชะเวส. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. วารสารมหาจุฬานาครธรรมศาสตร์, 8(8), 15-30.
- ปณณวัฒน์ วังอนุสรณ์, ศิริกุล ตูลาสมบัติ, และภูษณิศดา เตชเดกิง. (2565). ทฤษฎีตัวแทน: ความท้าทายในการบริหารงานธุรกิจในประเทศไทย. วารสารบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้, 4(1), 1-22.
- พรรณทิพย์ อย่างกลิ่น. (2562). ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาการศรีปทุม ชลบุรี, 16(1), 33-42.
- พิมพ์ชนา ภิรมรักษ์, และจิตตาภรณ์ สินจรรยาศักดิ์. (2560). ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และมูลค่าของธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน *การประชุมวิชาการระดับชาติ ครั้งที่ 9 มหาวิทยาลัยราชภัฏนครปฐม: พัฒนางานวิจัย สร้างสรรค์อุดมศึกษาไทย ก้าวไกลสู่ Thailand 4.0* (น. 872-880). สืบค้นจาก <https://www.spu.ac.th/uploads/contents/2018041844634.pdf>
- มาริษา มีประมุข, และศิลปพร ศรีจันเพชร. (2564). การเข้าร่วมโครงการกำกับดูแลกิจการทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มหรือไม่. วารสารสภามหาวิทยาลัย, 3(8), 46-62.
- รองเอก วรณพฤกษ์. (2563). ผลของค่าความนิยมต่อมูลค่ากิจการผ่านผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาการศรีปทุม ชลบุรี, 17(1), 10-20.

- ลักขณา คำชู, และประสิทธิ์ รุ่งเรือง. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม. ใน *การประชุมสังคมศาสตร์วิชาการระดับชาติ ครั้งที่ 16* (น. 572-583). เชียงราย: มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย.
- วัชรพงษ์ ยอดราช. (2564). ความสามารถในการทำกำไร การจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการศรีปทุม ชลบุรี*, 18(1), 59-70.
- วันลิริ ประเสริฐทรัพย์. (2564). การกำกับดูแลกิจการ การเลือกผู้สอบบัญชี และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ. *วารสารบริหารธุรกิจเทคโนโลยีมหานคร*, 18(1), 140-163.
- สุภัตรา อภิชัยมงคล, สันนุติ เสลาวัฒน์, และภูมิฐาน รังคกุลวัฒน์. (2565). อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมและการเปิดเผยข้อมูลทุนทางปัญญาต่อมูลค่ากิจการ: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารศิลปการจัดการ*, 6(4), 1990-2008.
- สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต, และดวงกมล นีรพัฒน์กุล. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัทกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชีมหาวิทยาลัยขอนแก่น*, 1(3), 1-17.
- หยิง แพน, และปรีดา สุขเจริญสิน. (2564). ปัจจัยกำหนดมูลค่ากิจการในบริษัทภาพยนตร์และโทรทัศน์: กรณีศึกษาจากตลาด NEEQ ในสาธารณรัฐประชาชนจีน. *วารสารพัฒนาการเศรษฐกิจปริทรรศน์*, 15(2), 8-32.
- Cho, T. K., Chung, C. Y., & Young, J. (2019). Study on the relationship between CSR and financial performance. *Sustainability*, 11(2), 343-369.
- Choi, B., Lee, D., & Park, Y. (2013). Corporate social responsibility, corporate governance and earnings quality: Evidence from Korea. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 447-467. doi:10.1111/corg.12033
- Dao, N. T., & Thanh, H. T. (2023). The association between Chief Executive Officer (CEO) characteristics and company performance in Vietnam. *Advance Knowledge for Executives*, 2(2), 1-13.

- Goh, T. S., & Simanjuntak, A. (2018). The influence of firm size, export ratio and earning variability on firm value with economic exposure as intervening variable in the manufacturing industry sector. In *Proceedings of the 1st Economics and Business International Conference 2017* (pp. 521-529). doi:10.2991/ebic-17.2018.82
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis* (7th ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Lim, H.- J., & Mali, D. (2023). Does market performance (Tobin's Q) have a negative effect on credit ratings? Evidence from South Korea. *Asia-Pacific Financial Markets*. doi:org/10.1007/s10690-023-09406-x
- Saiduzzaman, S. M. (n.d.). Ratio analysis theory. Retrieved October 5, 2021, from https://www.academia.edu/5563190/Ratio_Analysis_Theory
- Tarek, Y. (2019). The impact of financial leverage and CSR on the corporate value: Egyptian case. *International Journal of Economics and Finance*, 11(4), 74-81.
- Tifow, A. A., & Sayilir, O. (2015). Capital structure and firm performance: An analysis of manufacturing firms in Turkey. *Eurasian Journal of Business and Management*, 3(4), 13-22.