การกำกับดูแลกิจการ การบริหารสภาพคล่อง และความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG

สาริกา อาดัน
มัตธิมา กรงเต้น
คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ: 20 กรกฎาคม 2569
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 1 ตุลาคม 2569
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 9 ตุลาคม 2569

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์การกำกับดูแลกิจการ การบริหารสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไร ที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG โดยจำแนกการตัดสินใจลงทุนเป็น 3 ด้าน ได้แก่ กำไรต่อหุ้น ราคาหลักทรัพย์ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคา เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ เก็บข้อมูลทุติยภูมิจากงบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยและฐานข้อมูลราคาหลักทรัพย์ที่ปรับด้วยสิทธิประโยชน์แล้ว ระหว่างปี พ.ศ. 2566–2568 กลุ่มตัวอย่าง 62 บริษัท 186 ชุดข้อมูล วิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการถดถอยพหุคูณ และเนื่องจากข้อมูลมีลักษณะเป็นข้อมูลพาเนล จึงทดสอบความทนทานของผล (Robustness Check) เพิ่มเติมด้วยแบบจำลองข้อมูลพาเนลที่คัดเลือกด้วยการทดสอบ Hausman ร่วมกับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานแบบแกร่งที่จัดกลุ่มตามบริษัท

ผลการศึกษาพบว่าความสามารถในการทำกำไรส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ครบทั้งสามด้าน (กำไรต่อหุ้น $F = 8.108$, $R^2 = 0.152$ ราคาหลักทรัพย์ $F = 7.707$, $R^2 = 0.146$ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคา $F = 4.981$, $R^2 = 0.099$) โดยอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นส่งผลเชิงบวกต่อกำไรต่อหุ้นและราคาหลักทรัพย์ และอัตรากำไรขั้นต้นส่งผลเชิงบวกต่อกำไรต่อหุ้น การกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อกำไรต่อหุ้นผ่านจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการ และต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านขนาดคณะกรรมการ ขณะที่การบริหารสภาพคล่องส่งผลเฉพาะด้านราคาหลักทรัพย์ ($F = 3.577$, $R^2 = 0.038$) ส่วนคะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจาก 61 จาก 62 บริษัท (ร้อยละ 98.39) ได้คะแนนระดับสูงสุดเท่ากัน โดยผลการทดสอบความทนทานพบว่าข้อค้นพบด้านความสามารถในการทำกำไรต่อกำไรต่อหุ้นและอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาและด้านการบริหารสภาพคล่องต่อราคาหลักทรัพย์มีความทนทาน ขณะที่ข้อค้นพบด้านการกำกับดูแลกิจการและด้านความสามารถในการทำกำไรต่อราคาหลักทรัพย์ไม่คงทน จึงควรตีความด้วยความระมัดระวัง

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ การบริหารสภาพคล่อง ความสามารถในการทำกำไร การตัดสินใจลงทุน หุ้นยั่งยืน

Corporate Governance, Liquidity Management, and Profitability Affecting Investment Decisions in Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand in the SET ESG Index

Sarika Adan
Matthima Krongten
School of Accountancy, Sripatum University

Received: 20 July 2026
Revised: 1 October 2026
Accepted: 9 October 2026

Abstract

This research aimed to examine corporate governance, liquidity management and profitability affecting investment decisions in listed companies on the Stock Exchange of Thailand in the SET ESG index, classifying investment decisions into three dimensions: earnings per share, stock price and price change rate. Secondary data were collected from financial statements, Form 56-1 One Report, the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies, and the corporate-action adjusted stock price database during 2023–2025, comprising 62 companies and 186 firm-year observations. Data were analyzed using descriptive statistics, correlation analysis and multiple regression. As the data constitute a panel, a robustness check was additionally performed using panel regression models selected by the Hausman test with firm-clustered robust standard errors.

The results revealed that profitability significantly affected investment decisions at the 0.01 level in all three dimensions (earnings per share $F = 8.108$, $R^2 = 0.152$; stock price $F = 7.707$, $R^2 = 0.146$; price change rate $F = 4.981$, $R^2 = 0.099$). Return on equity positively affected earnings per share and stock price, while gross profit margin positively affected earnings per share. Corporate governance affected earnings per share through board meeting frequency and stock price through board size, whereas liquidity management affected only stock price ($F = 3.577$, $R^2 = 0.038$). The corporate governance rating showed no significant effect because 61 of 62 companies (98.39 percent) received the highest rating. The robustness check indicated that the findings on profitability for earnings per share and price change rate, and on liquidity management for stock price, remained robust,

whereas those on corporate governance and on profitability for stock price were not robust.

The value of this research lies in the empirical confirmation that, even among companies with high sustainability standards, profitability and cash-conversion efficiency remain decisive factors influencing investment decisions, while also demonstrating the importance of verifying the robustness of results when using panel data. The findings benefit investors in selecting securities, executives and boards in structuring governance mechanisms and managing working capital, and regulators in refining corporate governance assessment criteria.

Keywords: Corporate Governance, Liquidity Management, Profitability, Investment Decision, SET ESG

บทนำ (Introduction)

ตลาดหลักทรัพย์เป็นกลไกสำคัญในการระดมทุนและขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ การตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนจึงต้องอาศัยข้อมูลที่ถูกต้องและน่าเชื่อถือเพื่อประเมินความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ (Penman, 2013) ในระยะหลังกระแสการลงทุนอย่างยั่งยืนได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้จัดทำรายชื่อหุ้นยั่งยืน SET ESG เพื่อรับรองบริษัทจดทะเบียนที่ดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2567) บริษัทในกลุ่มนี้จึงได้รับความเชื่อมั่นจากนักลงทุนและเป็นกลุ่มที่เหมาะสมต่อการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน

การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นรากฐานสำคัญของความน่าเชื่อถือขององค์กร ช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นตามทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) โดยโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม ทั้งขนาดคณะกรรมการ ความถี่ในการประชุม สัดส่วนกรรมการอิสระ และการกระจายการถือหุ้น เป็นกลไกกำกับติดตามที่ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน สอดคล้องกับทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากรที่มองคณะกรรมการเป็นทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ขององค์กร (Pfeffer & Salancik, 1978) นอกจากนี้สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (2566) ได้จัดทำรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเพื่อประเมินระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการอย่างต่อเนื่อง

การบริหารสภาพคล่องสะท้อนความสามารถของกิจการในการชำระภาระผูกพันระยะสั้นและประสิทธิภาพการหมุนเวียนเงินสด ซึ่งเป็นสัญญาณความมั่นคงทางการเงินที่นักลงทุนใช้ประกอบการประเมินมูลค่ากิจการ ขณะที่ความสามารถในการทำกำไรเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่ทำหน้าที่ส่งสัญญาณคุณภาพของกิจการต่อนักลงทุนตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Spence, 1973) และมีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ตามแนวคิดความเกี่ยวข้องกับมูลค่า ซึ่ง Damodaran (2012) ระบุว่าผลกำไรและกระแสเงินสดเป็นปัจจัยพื้นฐานที่กำหนดมูลค่าของกิจการ

จากการทบทวนงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่างานวิจัยส่วนใหญ่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์เป็นหลัก เช่น ณัฐริณี ศิวะพรประสงค์ (2561) ชุดาพร สอนภักดี และทาริกา แย้มขะมัง (2564) โชติกา จินดาสวัสดิ์ และพรรณทิพย์ อย่างกลั่น (2568) หรือศึกษาการกำกับดูแลกิจการแยกจากปัจจัยทางการเงิน เช่น นัฏพร มโนรถพานิช (2562) และสุวรรณ หวังเจริญเดช (2566) โดยยังขาดการศึกษาที่พิจารณาการกำกับดูแลกิจการ การบริหารสภาพคล่อง และความสามารถในการทำกำไรไปพร้อมกันภายใต้กรอบแนวคิดเดียวกันและการศึกษาในบริบทของกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG ยังพบไม่มากนัก โดยเป็นกลุ่มที่มีมาตรฐานด้านธรรมาภิบาลสูง ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาปัจจัยทั้งสามด้านที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของบริษัทในดัชนี SET ESG เพื่อเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการดังกล่าวและเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน ผู้บริหาร และหน่วยงานกำกับดูแลต่อไป

เหตุผลที่ศึกษาปัจจัยทั้งสามด้านร่วมกันในกรอบเดียวกันเนื่องจากแต่ละด้านอธิบายการตัดสินใจลงทุนคนละกลไกและไม่อาจทดแทนกันได้ ได้แก่ กลไกกำกับติดตามที่ลดต้นทุนตัวแทน เงื่อนไขความอยู่รอดระยะสั้นจากการหมุนเวียนเงินทุน และการส่งสัญญาณคุณภาพผ่านผลประกอบการ นอกจากนี้กลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG ผ่านการคัดกรองด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลมาแล้ว ความแปรปรวนของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการภายในกลุ่มจึงแคบกว่าบริษัทจดทะเบียนทั่วไป การทดสอบในกลุ่มนี้จึงเข้มงวดกว่า คือทดสอบว่าเมื่อธรรมาภิบาลถูกยกระดับใกล้เคียงกันแล้ว ปัจจัยใดยังอธิบายความแตกต่างของการตัดสินใจลงทุนได้

วัตถุประสงค์การวิจัย (Research Objectives)

1. เพื่อวิเคราะห์การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน (ด้านกำไรต่อหุ้น ราคาหลักทรัพย์ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคา) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG
2. เพื่อวิเคราะห์การบริหารสภาพคล่องที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน (ด้านกำไรต่อหุ้น ราคาหลักทรัพย์ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคา) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG
3. เพื่อวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน (ด้านกำไรต่อหุ้น ราคาหลักทรัพย์ และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคา) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG

การทบทวนวรรณกรรม และกรอบแนวคิด และสมมติฐานการวิจัย (Literature Review and Conceptual Framework and Research Hypothesis)

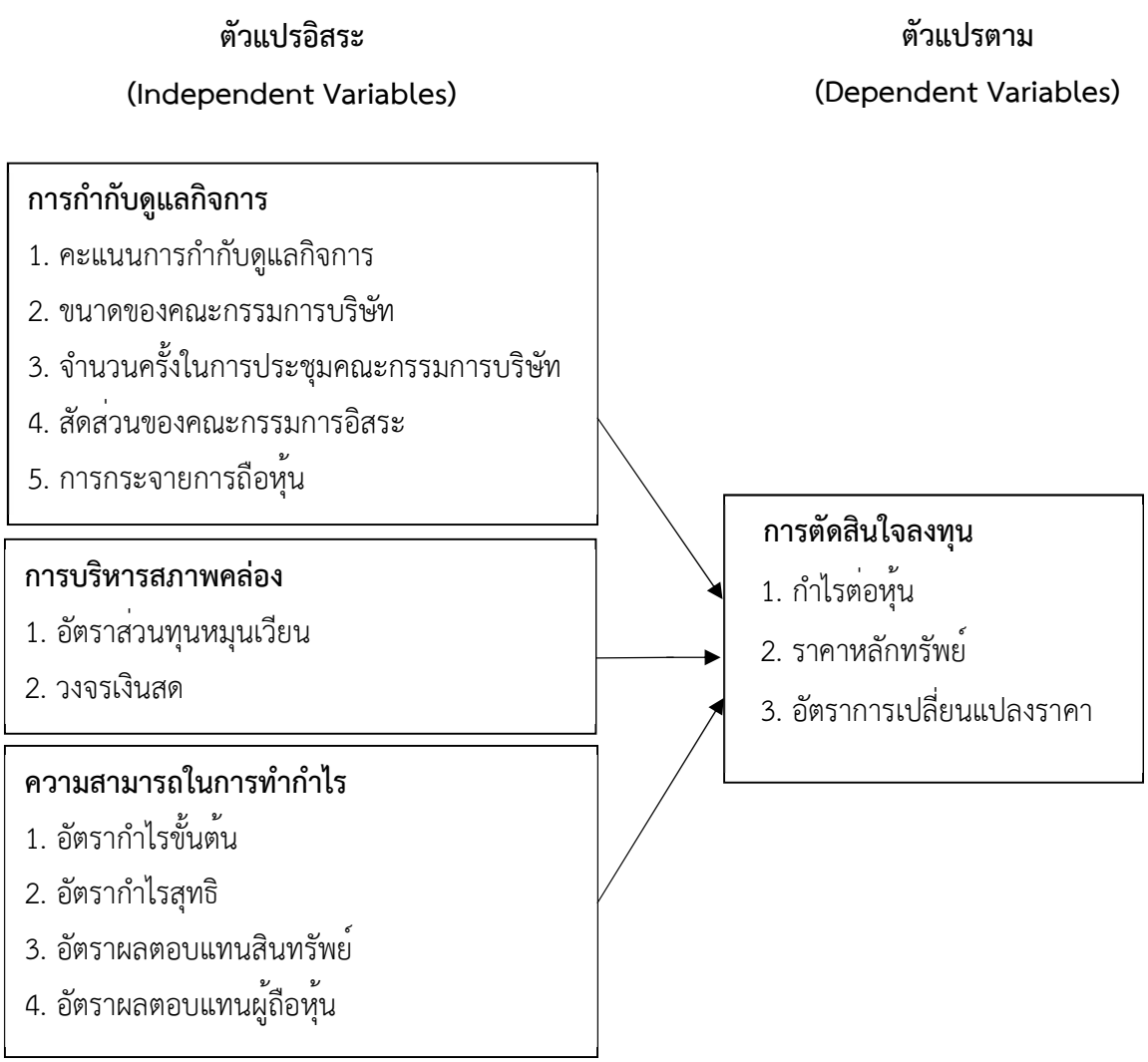
การกำกับดูแลกิจการมีรากฐานมาจากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งอธิบายความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารในฐานะตัวแทนกับผู้ถือหุ้นในฐานะตัวการ กลไกการกำกับดูแลจึงถูกออกแบบเพื่อลดต้นทุนตัวแทนดังกล่าว (Jensen & Meckling, 1976) และทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory) ที่มองคณะกรรมการเป็นทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ซึ่งเชื่อมโยงองค์กรกับสภาพแวดล้อมภายนอก (Pfeffer & Salancik, 1978) จากทฤษฎีทั้งสองนำมาสู่ตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดคณะกรรมการ จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการ สัดส่วนกรรมการอิสระ และการกระจายการถือหุ้น ทั้งนี้ นัฏพร มโนรถพานิช (2562) พบว่าการกำกับดูแลกิจการด้านสัดส่วนการถือหุ้นส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ ขณะที่สุกัญญา วงษ์ลคร และจักรกฤษณ์ มะโหฬาร (2566) พบว่าขนาดคณะกรรมการและสัดส่วนกรรมการอิสระสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

การบริหารสภาพคล่องอธิบายด้วยแนวคิดการวิเคราะห์งบการเงิน ซึ่งชี้ว่าสภาพคล่องสะท้อนความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นและประสิทธิภาพการหมุนเวียนเงินทุน โดยอัตราส่วนทุนหมุนเวียนและวงจรเงินสดเป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนสภาพคล่องในมิติที่ต่างกัน จึงนำมาสู่ตัวแปรด้านการบริหารสภาพคล่อง ทั้งนี้ อินทร์ทิรา ภู่ระหงษ์ (2565) พบว่าสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไรมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนหลักทรัพย์ และอพัฏศศิ นวะสิทธิ์ และเบญจพร โมกขะเวส (2566) พบว่าโครงสร้างเงินทุนและการบริหารสภาพคล่องสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้น

ความสามารถในการทำกำไรอธิบายด้วยทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่ระบุว่ากิจการส่งสัญญาณคุณภาพให้นักลงทุนผ่านผลประกอบการทางการเงิน (Spence, 1973) ประกอบกับแนวคิดความเกี่ยวข้องกับมูลค่า (Value Relevance) ที่อธิบายว่าข้อมูลทางบัญชีโดยเฉพาะกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่าหลักทรัพย์ (Damodaran, 2012) จึงนำมาสู่ตัวแปรอัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับณัฐริณี ศิวะพรประสงค์ (2561) ชุดาพร สอนภักดี และทาริกา แย้มขะมัง (2564) และโชติกา จินดาสวัสดิ์ และพรรณทิพย์ อย่างกลั่น (2568) ที่พบว่าอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น พบว่างานวิจัยที่ผ่านมามีข้อจำกัดสำคัญ 2 ประการ คือศึกษาปัจจัยเพียงด้านใดด้านหนึ่ง เช่น ศึกษาเฉพาะอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ หรือเฉพาะการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน โดยไม่ได้พิจารณาปัจจัยทั้งสามด้านภายใต้กรอบเดียวกันและใช้ตัวแทนของการตัดสินใจลงทุนเพียงตัวเดียว เช่น ราคาหลักทรัพย์เพียงอย่างเดียว งานวิจัยนี้จึงแตกต่างจากงานวิจัยที่ผ่านมา โดยศึกษาการกำกับดูแลกิจการ การบริหารสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไรไปพร้อมกัน และวัดการตัดสินใจลงทุนครอบคลุม 3 ด้าน ทั้งกำไรต่อหุ้น ราคาหลักทรัพย์และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคา ในบริบทกลุ่มหุ้นยั่งยืน SET ESG

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 การกำกับดูแลกิจการส่งผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุน ด้านกำไรต่อหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG

สมมติฐานที่ 2 การกำกับดูแลกิจการส่งผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุน ด้านราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG

สมมติฐานที่ 3 การกำกับดูแลกิจการส่งผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุน ด้านอัตราการเปลี่ยนแปลงราคา ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG

สมมติฐานที่ 4 การบริหารสภาพคล่องส่งผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุน ด้านกำไรต่อหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG

สมมติฐานที่ 5 การบริหารสภาพคล่องส่งผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุน ด้านราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG

สมมติฐานที่ 6 การบริหารสภาพคล่องส่งผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุน ด้านอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG

สมมติฐานที่ 7 ความสามารถในการทำกำไรส่งผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุน ด้านกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG

สมมติฐานที่ 8 ความสามารถในการทำกำไรส่งผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุน ด้านราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG

สมมติฐานที่ 9 ความสามารถในการทำกำไรส่งผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุน ด้านอัตราการเปลี่ยนแปลงราคา ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET ESG

วิธีดำเนินการวิจัย (Research Methods)

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิในการทดสอบสมมติฐาน มีรายละเอียดดังนี้

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับคัดเลือกให้อยู่ในดัชนี SET ESG ระหว่างปี พ.ศ. 2566–2568 กลุ่มตัวอย่างคัดเลือกแบบเจาะจง โดยมีเกณฑ์ได้แก่ (1) เป็นบริษัทที่อยู่ในดัชนี SET ESG ต่อเนื่องครบทั้ง 3 ปี (2) ไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากมีลักษณะการดำเนินงานและโครงสร้างงบการเงินแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่นอย่างมีนัยสำคัญ และ (3) มีข้อมูลงบการเงินและข้อมูลการกำกับดูแลกิจการครบถ้วน ได้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 62 บริษัท เก็บข้อมูลต่อเนื่อง 3 ปี รวมทั้งสิ้น 186 ชุดข้อมูล

ขอบเขตการศึกษา

ขอบเขตด้านเนื้อหา ศึกษาตัวแปรอิสระ 3 กลุ่ม คือการกำกับดูแลกิจการ การบริหารสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไร และตัวแปรตามคือการตัดสินใจลงทุน 3 ด้าน ขอบเขตด้านเวลาคือรอบระยะเวลาบัญชีปี พ.ศ. 2566–2568 รวม 3 ปี

ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

ตารางที่ 1 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า
คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	CGR	คะแนน CG Report
ขนาดคณะกรรมการ	BSZ	จำนวนกรรมการทั้งหมดในคณะกรรมการบริษัท
จำนวนครั้งการประชุม	BMT	จำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัทในรอบปี
สัดส่วนกรรมการอิสระ	IND	(จำนวนกรรมการอิสระ/จำนวนกรรมการทั้งหมด)×100
การกระจายการถือหุ้น	FRF	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน	CUR	สินทรัพย์หมุนเวียน/หนี้สินหมุนเวียน
วงจรเงินสด	CCC	ระยะเวลาขายสินค้า+ระยะเวลาเก็บหนี้–ระยะเวลาชำระหนี้
อัตรากำไรขั้นต้น	GPM	(กำไรขั้นต้น/รายได้จากการขาย)×100
อัตรากำไรสุทธิ	NPM	(กำไรสุทธิ/รายได้รวม)×100
อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์	ROA	(กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม)×100
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	ROE	(กำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้น)×100
กำไรต่อหุ้น	EPS	กำไรสุทธิ/จำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ย
ราคาหลักทรัพย์	STP	ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันทำการสุดท้ายของปี (ราคาที่ปรับด้วยสิทธิประโยชน์แล้ว)
อัตราการเปลี่ยนแปลงราคา	PCR	ส่วนต่างราคา/ราคาปิด ณ วันทำการสุดท้ายของปีก่อน×100 (คำนวณจากราคาที่ปรับด้วยสิทธิประโยชน์แล้ว)

ราคาหลักทรัพย์ (STP) และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคา (PCR) คำนวณจากฐานข้อมูลราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นชุดราคาที่ปรับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทุนและสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้นแล้ว เช่น การแตกพาร์ ทั้งนี้ผู้วิจัยได้สอบทานราคาปิดสิ้นปีทั้ง 186 ชุดข้อมูลกับชุดข้อมูลราคารายวันที่ระบุสถานะการปรับราคาแล้ว พบว่าตรงกันครบทุกค่า

เครื่องมือและวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

เครื่องมือที่ใช้คือแบบบันทึกข้อมูลทุติยภูมิที่ผู้วิจัยสร้างขึ้นตามนิยามการวัดค่าตัวแปรในตารางที่ 1 โดยรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1 One Report) ของบริษัทกลุ่มตัวอย่าง รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (2566) และฐานข้อมูลราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะและมีความน่าเชื่อถือ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบความถูกต้องของข้อมูลโดยการสอบทานค่าที่บันทึกกับเอกสารต้นฉบับรายบริษัทและรายปี

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน สำหรับตัวแปรเชิงปริมาณ และการแจกแจงความถี่และร้อยละสำหรับคะแนนการกำกับดูแลกิจการซึ่งเป็นตัวแปรเชิงจัดอันดับ การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน และการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) ด้วยค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐาน กำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ 0.01

การทดสอบความทนทานของผลการวิจัย (Robustness Check) เนื่องจากข้อมูลมีลักษณะเป็นข้อมูลพาเนล คือบริษัทเดียวกัน 62 บริษัท ถูกสังเกตซ้ำ 3 ปี ค่าสังเกตของบริษัทเดียวกันจึงอาจไม่เป็นอิสระต่อกัน (Non-independence) และอาจเกิดความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) ทำให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของการถดถอยแบบรวมข้อมูลต่ำกว่าความเป็นจริงได้ (Petersen, 2009) ผู้วิจัยจึงตรวจสอบเพิ่มเติม 3 วิธี คือ (1) ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานแบบแกร่งที่จัดกลุ่มตามบริษัท (Firm-Clustered Robust Standard Errors) ซึ่งไม่เปลี่ยนค่าสัมประสิทธิ์แต่ปรับความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (2) แบบจำลองผลกระทบคงที่ (Fixed Effects) ที่ควบคุมคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทซึ่งไม่เปลี่ยนตามเวลา และ (3) แบบจำลองผลกระทบสุ่ม (Random Effects) โดยคัดเลือกสองแบบจำลองหลังด้วยการทดสอบ Hausman เป็นรายสมการ (Baltagi, 2021; Hausman, 1978) หากค่า Sig. น้อยกว่า 0.05 จะเลือกแบบจำลองผลกระทบคงที่ มากกว่านั้นจะเลือกแบบจำลองผลกระทบสุ่ม ทั้งนี้ผลการวิเคราะห์หลักยังคงรายงานด้วยการถดถอยพหุคูณ ส่วนผลการทดสอบความทนทานใช้ประกอบการพิจารณาว่าข้อค้นพบใดมีความมั่นคงเพียงพอต่อการนำไปอ้างอิง

สำหรับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ซึ่งเป็นตัวแปรเชิงจัดอันดับ ผู้วิจัยคงไว้ในแบบจำลองการถดถอยพหุคูณตามกรอบแนวคิด แต่นำเสนอลักษณะการแจกแจงในรูปความถี่และร้อยละแทนค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ทั้งนี้ในการทดสอบความทนทาน ตัวแปรดังกล่าวไม่มีความแปรปรวนภายในบริษัทเพราะไม่มีบริษัทใดที่คะแนนเปลี่ยนระหว่างปี จึงถูกดูดซับโดยผลกระทบคงที่ แบบจำลองกลุ่มการกำกับดูแลกิจการในการทดสอบความทนทานจึงประกอบด้วยตัวแปร 4 ตัว ได้แก่ ขนาดคณะกรรมการ จำนวนครั้งการประชุม สัดส่วนกรรมการอิสระและการกระจายการถือหุ้น

ผลการวิจัย (Research Results)

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ผลการวิเคราะห์ลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาทั้ง 14 ตัวแปร แสดงดังนี้

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร Variables	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum	ค่าเฉลี่ย Mean	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน Std. Deviation
BSZ	6.000	17.000	11.866	2.514
BMT	4.000	24.000	9.317	3.991
IND	33.333	83.333	46.627	11.384
FRF	19.900	87.820	46.365	16.969
CUR	0.050	5.870	1.688	1.084
CCC	-250.050	2334.840	155.167	392.454
GPM	3.360	85.810	30.089	17.233
NPM	-15.740	61.990	11.997	12.254
ROA	-2.790	26.990	8.132	5.695
ROE	-13.270	46.860	10.942	9.264
EPS	-15.930	21.600	1.690	3.741
STP	1.340	313.000	29.878	47.649
PCR	-57.160	95.480	-13.796	22.284

จากตารางที่ 2 ขนาดคณะกรรมการเฉลี่ย 11.866 คน ประชุมเฉลี่ย 9.317 ครั้งต่อปี สัดส่วนกรรมการอิสระเฉลี่ยร้อยละ 46.627 การกระจายการถือหุ้นเฉลี่ยร้อยละ 46.365 อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเฉลี่ย 1.688 เท่า ส่วนวงจรเงินสดกระจายตัวสูงมาก เฉลี่ย 155.167 วัน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 392.454 เนื่องจากบางบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ถือครองสินค้าคงเหลือเป็นระยะเวลานาน ด้านความสามารถในการทำกำไร อัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น เฉลี่ยร้อยละ 30.089, 11.997, 8.132 และ 10.942 ตามลำดับ ส่วนการตัดสินใจลงทุน กำไรต่อหุ้นเฉลี่ย 1.690 บาท ราคาหลักทรัพย์เฉลี่ย 29.878 บาท และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาเฉลี่ยติดลบร้อยละ 13.796 สะท้อนภาวะราคาที่ปรับตัวลดลงในช่วงที่ศึกษา

ตารางที่ 3 การแจกแจงคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ของกลุ่มตัวอย่าง

ระดับคะแนน CGR	จำนวน บริษัท	ร้อยละ ของบริษัท	จำนวน ข้อมูล	ร้อยละ ของข้อมูล
5 คะแนน	61	98.39	183	98.39
4 คะแนน	1	1.61	3	1.61
รวม	62	100.00	186	100.00

จากตารางที่ 3 พบว่าบริษัทกลุ่มตัวอย่าง 61 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 98.39 ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับสูงสุดที่ 5 คะแนน และมีเพียง 1 บริษัท ร้อยละ 1.61 ที่ได้ระดับ 4 คะแนน การกระจุกตัวของคะแนนในระดับสูงสุดเช่นนี้คือภาวะเพดาน (Ceiling Effect) ซึ่งทำให้ตัวแปรดังกล่าวมีความแปรปรวนต่ำมากจนไม่สามารถจำแนกความแตกต่างระหว่างบริษัทภายในกลุ่มได้และเป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในทุกแบบจำลอง

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis)

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันพบว่าคู่ตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์สูงสุดคืออัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) กับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) เท่ากับ 0.822 แม้สูงกว่า 0.80 เล็กน้อย แต่ค่า VIF ของทุกตัวแปรไม่เกิน 10 (สูงสุด ROA = 4.888) และค่า Tolerance มากกว่า 0.1 ทุกตัวแปร จึงไม่เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงที่รุนแรง สามารถนำเข้าสู่การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณได้

การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression)

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน

ตัวแปร	EPS			STP			PCR		
	B	t	Sig.	B	t	Sig.	B	t	Sig.
(ค่าคงที่)	8.268	0.775	0.439	186.213	1.378	0.170	104.472	1.605	0.110
CGR	-2.264	-1.046	0.297	-43.922	-1.602	0.111	-24.637	-1.866	0.064
BSZ	0.193	1.692	0.092	3.759	2.604	0.010*	0.201	0.290	0.772
BMT	0.159	2.005	0.046*	1.871	1.862	0.064	0.044	0.091	0.927
IND	0.022	0.914	0.362	-0.021	-0.069	0.945	-0.127	-0.877	0.381
FRF	-0.001	-0.083	0.934	0.032	0.158	0.875	0.163	1.661	0.098
R^2	0.078			0.089			0.033		
F (Sig.)	3.032			3.496			1.230		
	(0.012*)			(0.005**)			(0.297)		

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05*

จากตารางที่ 4 แบบจำลองการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อกำไรต่อหุ้นมีนัยสำคัญทางสถิติ (F = 3.032, Sig. = 0.012) โดยจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการ (BMT) ส่งผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ (t = 2.005, Sig. = 0.046) จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 และแบบจำลองที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์มีนัยสำคัญ (F = 3.496, Sig. = 0.005) โดยขนาดคณะกรรมการ (BSZ) ส่งผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ (t = 2.604, Sig. = 0.010) จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2 ส่วนแบบจำลองที่ส่งผลต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงราคาไม่มีนัยสำคัญ (F = 1.230, Sig. = 0.297) จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 3

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของการบริหารสภาพคล่องที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน

ตัวแปร	EPS			STP			PCR		
	B	t	Sig.	B	t	Sig.	B	t	Sig.
(ค่าคงที่)	1.967	3.864	0.000**	39.377	6.162	0.000**	-13.820	-4.560	0.000**
CUR	-0.085	-0.320	0.749	-3.973	-1.197	0.233	0.568	0.361	0.719
CCC	-0.001	-1.181	0.239	-0.018	-1.965	0.051	-0.006	-1.385	0.168
R^2	0.010			0.038			0.010		
F (Sig.)	0.926			3.577			0.959		
	(0.398)			(0.030*)			(0.385)		

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05*

จากตารางที่ 5 แบบจำลองการบริหารสภาพคล่องที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์มีนัยสำคัญทางสถิติ (F = 3.577, Sig. = 0.030) จึงยอมรับสมมติฐานที่ 5 โดยวงจรเงินสด (CCC) มีค่าเข้าใกล้ระดับนัยสำคัญ (t = -1.965, Sig. = 0.051) ในทิศทางลบ แสดงว่าวงจรเงินสดที่สั้นลงสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้น ส่วนแบบจำลองที่ส่งผลต่อกำไรต่อหุ้น (F = 0.926, Sig. = 0.398) และอัตราการเปลี่ยนแปลงราคา (F = 0.959, Sig. = 0.385) ไม่มีนัยสำคัญ จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 4 และสมมติฐานที่ 6

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน

ตัวแปร	EPS			STP			PCR		
	B	t	Sig.	B	t	Sig.	B	t	Sig.
(ค่าคงที่)	-0.551	-0.972	0.332	16.931	2.335	0.021*	-21.169	-6.079	0.000**
GPM	0.048	2.253	0.025*	0.482	1.777	0.077	-0.162	-1.240	0.217
NPM	-0.023	-0.770	0.442	-0.831	-2.215	0.028*	0.320	1.779	0.077
ROA	-0.121	-1.441	0.151	-3.253	-3.040	0.003**	0.717	1.395	0.165
ROE	0.188	3.810	0.000**	3.185	5.057	0.000**	0.234	0.775	0.439
R^2	0.152			0.146			0.099		
F (Sig.)	8.108			7.707			4.981		
	(0.000**)			(0.000**)			(0.001**)		

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05*

จากตารางที่ 6 แบบจำลองความสามารถในการทำกำไรมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ครบทั้งสามด้าน จึงยอมรับสมมติฐานที่ 7, 8 และ 9 โดยด้านกำไรต่อหุ้น (F = 8.108, Sig. = 0.000) ตัวแปรที่ส่งผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อัตรากำไรขั้นต้น (t = 2.253, Sig. = 0.025) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (t = 3.810, Sig. = 0.000) ด้านราคาหลักทรัพย์ (F = 7.707, Sig. = 0.000)

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นส่งผลเชิงบวก (t = 5.057, Sig. = 0.000) ขณะที่อัตรากำไรสุทธิ (t = -2.215, Sig. = 0.028) และอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (t = -3.040, Sig. = 0.003) ส่งผลเชิงลบ และด้านอัตราการเปลี่ยนแปลงราคา (F = 4.981, Sig. = 0.001) แบบจำลองมีนัยสำคัญร่วมกัน แม้ไม่มีตัวแปรเดี่ยวที่ถึงระดับนัยสำคัญ

ข้อสังเกตเกี่ยวกับทิศทางของสัมประสิทธิ์ในกลุ่มความสามารถในการทำกำไร อัตรากำไรสุทธิ (NPM) และอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) มีทิศทางลบในแบบจำลองด้านราคาหลักทรัพย์ ขณะที่อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีทิศทางบวก ซึ่งเกิดจากการควบคุมตัวแปรร่วมกันในแบบจำลองเดียวกัน และ ROA กับ ROE มีค่าสหสัมพันธ์สูง ค่าสัมประสิทธิ์จึงไม่ได้สะท้อนความสัมพันธ์รวม แต่สะท้อนอิทธิพลส่วนเพิ่มเชิงสัมพัทธ์ กล่าวคือเมื่ออัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเท่ากัน บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์สูงกว่าย่อมมีการก่อหนี้ต่ำกว่า จึงสะท้อนเป็นสัมประสิทธิ์ติดลบ การตีความจึงต้องพิจารณาทั้งกลุ่มตัวแปรร่วมกัน

ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (R^2) ของแบบจำลองอยู่ในระดับต่ำถึงปานกลาง ซึ่งเป็นลักษณะปกติของงานวิจัยที่ใช้ราคาหลักทรัพย์และกำไรต่อหุ้นเป็นตัวแปรตาม เนื่องจากถูกขับเคลื่อนด้วยปัจจัยมหภาคและปัจจัยภายนอกจำนวนมาก เช่น ภาวะเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ย กระแสเงินทุนต่างประเทศ และความเชื่อมั่นของนักลงทุน ซึ่งอยู่นอกแบบจำลอง การแปลผลจึงต้องพิจารณาควบคู่ทั้งนัยสำคัญทางสถิติและขนาดของผลกระทบเชิงปฏิบัติ ทั้งนี้กลุ่มความสามารถในการทำกำไรมีอำนาจการอธิบายสูงกว่ากลุ่มอื่นอย่างชัดเจน (R^2 = 0.099–0.152) ขณะที่กลุ่มการกำกับดูแลกิจการ (R^2 = 0.033–0.089) และกลุ่มการบริหารสภาพคล่อง (R^2 = 0.010–0.038) มีอำนาจการอธิบายต่ำจึงไม่ควรให้น้ำหนักแก่ผลของสองกลุ่มหลังเทียบเท่ากับกลุ่มความสามารถในการทำกำไร

การทดสอบความทนทานของผลการวิจัย (Robustness Check)

ผลการทดสอบความทนทานด้วยทั้ง 3 วิธีแสดงดังตารางที่ 7 โดยการทดสอบ Hausman เลือกแบบจำลองผลกระทบคงที่ 3 สมการ และแบบจำลองผลกระทบสุ่ม 6 สมการ

ตารางที่ 7 ผลการทดสอบความทนทานของผลการวิจัยด้วยแบบจำลองข้อมูลพาเนล

สมมติฐาน	Pooled OLS F (Sig.)	ผลกระทบคงที่ F (Sig.)	ผลกระทบสุ่ม F (Sig.)	Hausman χ^2 (Sig.)	แบบจำลองที่เลือก	ผลการทดสอบความทนทาน
1	3.515 (0.009**)	0.528 (0.716)	1.055 (0.380)	13.103 (0.011)	ผลกระทบคงที่	ไม่คงทน
2	3.696 (0.006**)	1.600 (0.179)	1.234 (0.298)	1.681 (0.794)	ผลกระทบสุ่ม	ไม่คงทน
3	0.658 (0.622)	0.948 (0.439)	0.932 (0.447)	4.451 (0.348)	ผลกระทบสุ่ม	สอดคล้อง
4	0.926 (0.398)	2.919 (0.058)	1.362 (0.259)	0.054 (0.973)	ผลกระทบสุ่ม	สอดคล้อง
5	3.577 (0.030*)	0.453 (0.637)	5.001 (0.008**)	1.015 (0.602)	ผลกระทบสุ่ม	คงทน
6	0.959 (0.385)	6.771 (0.002**)	0.599 (0.550)	9.282 (0.010)	ผลกระทบคงที่	พบเพิ่มเติม
7	8.108 (0.000**)	4.314 (0.003**)	4.448 (0.002**)	31.606 (0.000)	ผลกระทบคงที่	คงทน
8	7.707 (0.000**)	2.208 (0.072)	2.106 (0.082)	1.155 (0.885)	ผลกระทบสุ่ม	ไม่คงทน
9	4.981 (0.001**)	2.193 (0.074)	9.364 (0.000**)	2.621 (0.623)	ผลกระทบสุ่ม	คงทน

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05*

แบบจำลองกลุ่มการกำกับดูแลกิจการในตารางนี้ประกอบด้วย 4 ตัวแปร ไม่รวมคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ซึ่งไม่มีความแปรปรวนภายในบริษัทและถูกดูดซับโดยผลกระทบคงที่ ทุกแบบจำลองในตารางนี้จึงใช้ชุดตัวแปรเดียวกันเพื่อให้เปรียบเทียบได้

เมื่อเทียบผลระหว่างการถดถอยพหุคูณกับแบบจำลองข้อมูลพาเนล จำแนกข้อค้นพบได้ 4 กลุ่ม คือ (1) มีความทนทาน 3 ข้อ ได้แก่ สมมติฐานที่ 5, 7 และ 9 ซึ่งยังมีนัยสำคัญภายใต้ทุกวิธีประมาณค่า จึงนำไปอ้างอิงได้อย่างมั่นใจ (2) ไม่คงทน 3 ข้อ ได้แก่ สมมติฐานที่ 1, 2 และ 8 ซึ่งมีนัยสำคัญในการถดถอยพหุคูณแต่ไม่มีนัยสำคัญเมื่อควบคุมความไม่เป็นอิสระของค่าสังเกต แสดงว่าความสัมพันธ์ที่พบมาจากความแตกต่างถาวรระหว่างบริษัทมากกว่าการเปลี่ยนแปลงภายในบริษัทเดียวกัน จึงควรตีความ

เป็นข้อค้นพบเบื้องต้น (3) พบเพิ่มเติม 1 ข้อ คือสมมติฐานที่ 6 ซึ่งไม่มีนัยสำคัญในการถดถอยพหุคูณแต่มีนัยสำคัญภายใต้แบบจำลองผลกระทบคงที่ เนื่องจากความแตกต่างของวงจรเงินสดระหว่างอุตสาหกรรมมีขนาดใหญ่จนกลบความสัมพันธ์ภายในบริษัท และ (4) สอดคล้องกัน 2 ข้อ คือสมมติฐานที่ 3 และ 4 ที่ไม่มีนัยสำคัญทั้งสองวิธี ทั้งนี้ผลเปลี่ยนแปลงได้ทั้งสองทิศทาง มิใช่ทำให้ทุกความสัมพันธ์หายไป จึงเป็นการตรวจสอบที่เป็นกลาง

ตารางที่ 8 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐาน	ความสัมพันธ์	F (Sig.)	ตัวแปรที่มีนัยสำคัญ (ทิศทาง)	ผลการทดสอบ	ผลการทดสอบความทนทาน
1	การกำกับดูแลกิจการ -> กำไรต่อหุ้น	3.032 (0.012*)	BMT (+)	ยอมรับ	ไม่คงทน
2	การกำกับดูแลกิจการ -> ราคาหลักทรัพย์	3.496 (0.005**)	BSZ (+)	ยอมรับ	ไม่คงทน
3	การกำกับดูแลกิจการ -> อัตราการเปลี่ยนแปลงราคา	1.230 (0.297)	-	ปฏิเสธ	สอดคล้อง
4	การบริหารสภาพคล่อง -> กำไรต่อหุ้น	0.926 (0.398)	-	ปฏิเสธ	สอดคล้อง
5	การบริหารสภาพคล่อง -> ราคาหลักทรัพย์	3.577 (0.030*)	แบบจำลองรวม	ยอมรับ	คงทน
6	การบริหารสภาพคล่อง -> อัตราการเปลี่ยนแปลงราคา	0.959 (0.385)	-	ปฏิเสธ	พบเพิ่มเติม
7	ความสามารถในการทำกำไร -> กำไรต่อหุ้น	8.108 (0.000**)	GPM (+) ROE (+)	ยอมรับ	คงทน
8	ความสามารถในการทำกำไร -> ราคาหลักทรัพย์	7.707 (0.000**)	NPM (–) ROA (–) ROE (+)	ยอมรับ	ไม่คงทน
9	ความสามารถในการทำกำไร -> อัตราการเปลี่ยนแปลงราคา	4.981 (0.001**)	แบบจำลองรวม	ยอมรับ	คงทน

อภิปรายผลการวิจัย (Research Discussion)

การอภิปรายผลในส่วนนี้นำเสนอเรียงตามลำดับวัตถุประสงค์ของการวิจัยทั้ง 3 ข้อ โดยพิจารณาควบคู่กับผลการทดสอบความทนทานเพื่อให้การตีความมีความรอบคอบ

วัตถุประสงค์ที่ 1 การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน ผลการวิจัยพบว่าจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการส่งผลเชิงบวกต่อกำไรต่อหุ้น และขนาดคณะกรรมการส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ สะท้อนบทบาทการกำกับติดตามตามทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) และบทบาทของคณะกรรมการในฐานะทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Pfeffer & Salancik, 1978; Tricker, 2019) สอดคล้องกับสุกัญญา วงษ์ลคร และจักรกฤษณ์ มะโหฬาร (2566) และ Affes and Jarboui (2023) อย่างไรก็ตามผลการทดสอบความทนทานพบว่าข้อค้นพบทั้งสองไม่คงทน (สมมติฐานที่ 1 Sig. = 0.716 และสมมติฐานที่ 2 Sig. = 0.298) จึงควรตีความว่าเป็นความสัมพันธ์ที่สะท้อนความแตกต่างถาวรระหว่างบริษัทมากกว่าผลของโครงสร้างคณะกรรมการโดยตรง และเป็นข้อค้นพบเบื้องต้นที่ต้องการการยืนยันด้วยช่วงเวลาที่ยาวขึ้น ส่วนคะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีนัยสำคัญในทุกแบบจำลอง ซึ่งสอดคล้องกับสุวรรณ หวังเจริญเดช (2566) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนทั้งตลาด และไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์เช่นกัน ทั้งนี้ในบริบทดัชนี SET ESG อธิบายเพิ่มเติมได้ว่าคะแนนกระจุกตัวในระดับสูงสุดจนความแปรปรวนต่ำเกินกว่าจะอธิบายความแตกต่างของการตัดสินใจลงทุนได้

สำหรับภาวะเพดานของคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ผู้วิจัยเห็นว่าเป็นทั้งข้อค้นพบและข้อจำกัด ในด้านข้อค้นพบ การที่บริษัทร้อยละ 98.39 ได้คะแนนระดับสูงสุดเท่ากัน เป็นหลักฐานว่าเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการในรูปแบบปัจจุบันมีอำนาจจำแนกคุณภาพภายในกลุ่มบริษัทชั้นนำได้จำกัด ซึ่งเป็นสารสนเทศที่มีประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแล ในด้านข้อจำกัด ต้องยอมรับว่าเป็นผลจากการเลือกศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีคะแนนสูงจึงไม่อาจสรุปไปถึงประชากรบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด

วัตถุประสงค์ที่ 2 การบริหารสภาพคล่องที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน ผลการวิจัยพบว่าการบริหารสภาพคล่องส่งผลเฉพาะด้านราคาหลักทรัพย์ โดยวงจรเงินสดมีทิศทางลบ แสดงว่ากิจการที่หมุนเวียนเงินสดได้เร็วย่อมได้รับการประเมินมูลค่าสูงกว่า สอดคล้องกับอินทร์ทิรา ภู่ระหงษ์ (2565) อพัฏศศิ นวะสิทธิ์ และเบญจพร โมกขะเวส (2566) Ratnaningtyas and Nurbaeti (2023) Wang (2019) และ Karim et al. (2024) อย่างไรก็ดีผลการวิจัยนี้แตกต่างจาก Pandin et al. (2026) ซึ่งพบว่าวงจรเงินสดและความยืดหยุ่นทางการเงินไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ มีเพียงการเติบโตของยอดขายที่ส่งผลเชิงบวก ความแตกต่างอาจเกิดจากขอบเขตที่จำกัดเฉพาะอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม กลุ่มตัวอย่างขนาดเล็ก และวัดมูลค่ากิจการด้วยตัวแปรที่ต่างกัน ผลการทดสอบความทนทานสนับสนุนข้อค้นพบด้านราคาหลักทรัพย์ (Sig. = 0.008) นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์เพิ่มเติมด้านอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาที่การถดถอยพหุคูณไม่พบ (Sig. = 0.002) ซึ่งปรากฏเมื่อควบคุมคุณลักษณะเฉพาะ

ของบริษัทที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา ส่วนด้านกำไรต่อหุ้นไม่มีนัยสำคัญทั้งสองวิธี (Sig. = 0.259) และอัตราส่วนทุนหมุนเวียนไม่มีนัยสำคัญในการถดถอยพหุคูณทุกด้าน อธิบายได้ว่าอัตราส่วนทุนหมุนเวียนสะท้อนสภาพคล่อง ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ขณะที่วงจรเงินสดสะท้อนประสิทธิภาพการหมุนเวียนเงินทุนตลอดรอบการดำเนินงาน ซึ่งนักลงทุนให้ความสำคัญมากกว่า ทั้งนี้อำนาจการอธิบายของกลุ่มนี้อยู่ในระดับต่ำ (R^2 = 0.010–0.038) การนำไปใช้จึงควรประกอบกับปัจจัยพื้นฐานด้านอื่น

วัตถุประสงค์ที่ 3 ความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน ผลการวิจัยพบว่าส่งผลอย่างมีนัยสำคัญครบทั้งสามด้านและเป็นกลุ่มตัวแปรที่มีอำนาจการอธิบายสูงที่สุด (R^2 = 0.099–0.152) โดยอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นส่งผลเชิงบวกต่อกำไรต่อหุ้น ราคาหลักทรัพย์และอัตรากำไรขั้นต้นส่งผลเชิงบวกต่อกำไรต่อหุ้น สะท้อนทฤษฎีการส่งสัญญาณที่ระบุว่ากิจการส่งสัญญาณคุณภาพต่อนักลงทุนผ่านผลประกอบการทางการเงิน (Spence, 1973) และแนวคิดความเกี่ยวข้องกับมูลค่าที่ชี้ว่าผลกำไรเป็นปัจจัยพื้นฐานกำหนดมูลค่ากิจการ (Damodaran, 2012) สอดคล้องกับณัฐริณี ศิวะพรประสงค์ (2561) โชติกา จินดาสวัสดิ์ และพรรณทิพย์ อย่างกลั่น (2568) Choiriya et al. (2020) Saputra and Nofrialdi (2022) และ Argyanezar and Damayanti (2024) ผลการทดสอบความทนทานสนับสนุนข้อค้นพบด้านกำไรต่อหุ้นและด้านอัตราการเปลี่ยนแปลงราคา (Sig. = 0.003 และ Sig. = 0.000) แสดงว่าความสามารถในการทำกำไรอธิบายได้ทั้งผลประกอบการต่อหุ้นและการเปลี่ยนแปลงราคา อย่างไรก็ตามข้อค้นพบด้านราคาหลักทรัพย์ไม่คงทน (Sig. = 0.082) จึงควรตีความว่าความสามารถในการทำกำไรอธิบายระดับราคาหลักทรัพย์ได้น้อยกว่าที่การถดถอยพหุคูณชี้ไว้ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์มีองค์ประกอบของความแตกต่างถาวรระหว่างบริษัทสูงและเป็นข้อค้นพบที่ต้องการการยืนยันด้วยช่วงเวลาที่ยาวขึ้น ส่วนด้านอัตราการเปลี่ยนแปลงราคา แม้แบบจำลองมีนัยสำคัญร่วมแต่ไม่มีตัวแปรใดมีนัยสำคัญเมื่อพิจารณารายตัว จึงควรตีความในภาพรวมของกลุ่มตัวแปรมากกว่าการชี้เฉพาะอัตราส่วนใดอัตราส่วนหนึ่ง

การตรวจสอบความทนทานด้วยแบบจำลองข้อมูลพาเนลช่วยจำแนกได้ว่าข้อค้นพบใดมีความมั่นคงเพียงพอและข้อใดควรตีความอย่างระมัดระวัง โดยผลเปลี่ยนแปลงได้ทั้งสองทิศทาง งานวิจัยที่ใช้ข้อมูลลักษณะเดียวกันจึงควรรายงานวิธีจัดการกับความไม่เป็นอิสระของค่าสังเกตอย่างชัดเจน (Baltagi, 2021; Petersen, 2009)

ข้อดีของวิธีการศึกษาคือใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากแหล่งที่เปิดเผยต่อสาธารณะทำให้ตรวจสอบซ้ำได้ วัดการตัดสินใจลงทุนทั้ง 3 ด้าน และมีการตรวจสอบความทนทานด้วยแบบจำลองข้อมูลพาเนล ส่วนข้อจำกัดได้แก่ ช่วงเวลาที่ศึกษาเพียง 3 ปี ทำให้ความแปรปรวนภายในบริษัทมีจำกัด คะแนนการกำกับดูแลกิจการเกิดภาวะเพดาน วงจรเงินสดมีค่าผิดปกติในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และแบบจำลองยังไม่ได้ควบคุมปัจจัยมหภาค ปัจจัยเฉพาะอุตสาหกรรม และขนาดของกิจการ ซึ่งอาจเป็นสาเหตุหนึ่งของค่า R^2 ที่อยู่ในระดับต่ำ

ข้อเสนอแนะการวิจัย (Research Suggestions)

ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

1. นักลงทุนควรให้น้ำหนักกับความสามารถในการทำกำไรเป็นลำดับแรกในการคัดเลือกหลักทรัพย์ โดยเฉพาะอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและอัตรากำไรขั้นต้น ซึ่งเป็นข้อค้นพบที่มีความทนทานภายใต้ทุกวิธีการประมาณค่า ทั้งนี้ควรตระหนักว่าอำนาจการอธิบายของแบบจำลองอยู่ในระดับต่ำถึงปานกลาง จึงควรพิจารณาปัจจัยมหภาคและปัจจัยเฉพาะกิจการประกอบด้วย

2. ผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัทควรให้ความสำคัญกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนให้วงจรเงินสดสั้นลงและหลีกเลี่ยงการถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนเกินความจำเป็น เนื่องจากเป็นข้อค้นพบที่มีความทนทาน ควบคู่กับการรักษาโครงสร้างคณะกรรมการที่มีขนาดเหมาะสมและการประชุมติดตามอย่างสม่ำเสมอ

3. บริษัทจดทะเบียนไม่ควรมุ่งเพียงการได้คะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับสูง แต่ควรพัฒนากลไกการกำกับดูแลเชิงปฏิบัติที่สร้างผลลัพธ์ต่อผลการดำเนินงานอย่างแท้จริง เนื่องจากภายในกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนระดับสูงเท่ากัน คะแนนดังกล่าวไม่สามารถจำแนกความแตกต่างของการตัดสินใจลงทุนได้

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. ควรขยายกลุ่มตัวอย่างให้ครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนนอกดัชนี SET ESG หรือเปรียบเทียบระหว่างดัชนี SET ESG กับกลุ่มที่ไม่ได้รับคัดเลือก เพื่อให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความแปรปรวนเพียงพอต่อการทดสอบและเพื่อทดสอบว่าความยั่งยืนสร้างความแตกต่างต่อการตัดสินใจลงทุนหรือไม่

2. ควรขยายช่วงเวลาการศึกษาให้ยาวขึ้น เพื่อเพิ่มความแปรปรวนภายในบริษัทและอำนาจการทดสอบของแบบจำลองข้อมูลพาเนล ซึ่งจะช่วยยืนยันข้อค้นพบที่ยังไม่คงทน โดยเฉพาะด้านการกำกับดูแลกิจการ รวมทั้งควรเพิ่มตัวแปรควบคุม เช่น ขนาดของกิจการ โครงสร้างเงินทุน และผลกระทบรายปีและรายอุตสาหกรรม

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

1. สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ควรพัฒนาเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการให้จำแนกระดับคุณภาพได้ละเอียดยิ่งขึ้น เนื่องจากคะแนนของบริษัทกลุ่มหุ้นยั่งยืนกระจุกตัวในระดับสูงสุดจนไม่สะท้อนความแตกต่างระหว่างบริษัท

2. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลเชิงลึกด้านโครงสร้างคณะกรรมการและการบริหารสภาพคล่องอย่างเป็นระบบและสม่ำเสมอ เพื่อเพิ่มความโปร่งใสและสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนบนพื้นฐานข้อมูลที่ครบถ้วน

3. หน่วยงานกำกับดูแลควรกำหนดแนวทางการรายงานผลลัพธ์เชิงประจักษ์ของการกำกับดูแลกิจการที่เชื่อมโยงกับผลการดำเนินงาน เพื่อให้การประเมินธรรมาภิบาลสะท้อนคุณค่าเชิงเศรษฐกิจมากกว่าการปฏิบัติตามเกณฑ์เชิงรูปแบบ

เอกสารอ้างอิง (References)

ชุดาพร สอนภักดี และทาริกา แย้มขะมัง. (2564). อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการจัดการและการพัฒนา มหาวิทยาลัยราชภัฏอุบลราชธานี*, *8*(1), 151–164.

โชติกา จินดาสวัสดิ์ และพรรณทิพย์ อย่างกลั่น. (2568). อิทธิพลของการวางแผนภาษีและความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารครุศาสตร์ปัญญา, 4*(3), 398–410.

ณัฐริณี ศิวะพรประสงค์. (2561). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง* [การค้นคว้าอิสระปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยศรีปทุม].

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2567). *รายชื่อหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings*. https://setsustainability.com/libraries/1258/item/set-esg-ratings

นัฏพร มโนรถพานิช. (2562). *การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* [การค้นคว้าอิสระปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยศรีปทุม].

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2566). *รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยประจำปี 2566*. https://thai-iod.com/th/projects-2.asp?page=all

สุกัญญา วงษ์ลคร และจักรกฤษณ์ มะโหฬาร. (2566). อัตราส่วนทางการเงิน โครงสร้างคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี CLMV. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, *37*(1), 109–127.

สุวรรณ หวังเจริญเดช. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์: หลักฐานเชิงประจักษ์บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Professional Routine to Research, 10*(1), 30–44.

อพัฏศศิ นวะสิทธิ์ และเบญจพร โมกขะเวส. (2566). โครงสร้างเงินทุนและการบริหารสภาพคล่องกับการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิจัยมหาวิทยาลัยเวสเทิร์น มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, 9*(1), 261–274.

อินทร์ทิรา ภู่ระหงษ์. (2565). อิทธิพลของสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อการตัดสินใจในการลงทุนหลักทรัพย์ของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารรัฐประศาสนศาสตร์ มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา, 5*(3), 384–406.

Affes, W., & Jarboui, A. (2023). The impact of corporate governance on financial performance: A cross-sector study. *International Journal of Disclosure and Governance*. *20*(4), 374–394. https://doi.org/10.1057/s41310-023-00182-8

Argyanezar, V. G., & Damayanti, S. (2024). The effect of return on assets, current ratio, total asset turnover, and debt to equity ratio on stock price. *eCo-Buss, 7*(1), 108–122.

Baltagi, B. H. (2021). *Econometric analysis of panel data* (6th ed.). Springer.

Choiriya, C., Fatimah, F., Agustina, S., & Ulfa, F. A. (2020). The effect of return on assets, return on equity, net profit margin, earning per share, and operating profit margin on stock prices of banking companies in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Finance Research, 1*(2), 103–123.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons.

Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, *46*(6), 1251–1271. https://doi.org/10.2307/1913827

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360.

Karim, R., Al Mamun, M. A., & Kamruzzaman, A. S. M. (2024). Cash conversion cycle and financial performance: Evidence from manufacturing firms of Bangladesh. *Asian Journal of Economics and Banking, 8*(1), 67–82.

Pandin, M. Y. R., Anantasya, M. V., & Zalfa, E. R. (2026). The effect of cash conversion cycle, sales growth, and financial slack on firm value with business risk as a moderating variable. *Journal of Economics and Social Sciences, 5*(1), 603–616. https://journal.civiliza.org/index.php/jess/article/view/1793

Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed.). McGraw-Hill.

Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, *22*(1), 435–480.

Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective.* Harper & Row.

Ratnaningtyas, H., & Nurbaeti. (2023). The effect of current ratio and total assets turnover on stock prices and return on assets as intervening variables. *At-Tadbir: Jurnal Ilmiah Manajemen, 7*(1), 41–65. https://doi.org/10.31602/atd.v7i1.8654

Saputra, F., & Nofrialdi, R. (2022). Analysis effect return on assets (ROA), return on equity (ROE) and price earning ratio (PER) on stock prices of coal companies in the Indonesia Stock Exchange (IDX) period 2018-2021. *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting, 3*(1), 82–94.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics, 87*(3), 355–374.

Tricker, B. (2019). *Corporate governance: Principles, policies, and practices* (4th ed.). Oxford University Press.

Wang, B. (2019). The cash conversion cycle spread. *Journal of Financial Economics, 133*(2), 472–497.