

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไร  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
Relationship Between Corporate Governance and Earnings Quality  
of Companies on The Stock Exchange of Thailand  
ณัฐวิชัย\* อีร์สุวิภากร\* และมนทิพย์ ตั้งเอกจิต\*\*

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเปรียบเทียบคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากโครงการ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) เก็บข้อมูลราคาหลักทรัพย์ เงินปันผลต่อหุ้นประจำงวด และกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากฐานข้อมูล SETSMART ในระหว่างปี พ.ศ. 2556 – พ.ศ. 2562 รวมทั้งสิ้น 1,080 ข้อมูล และวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณด้วยแบบจำลอง Return Model ของ Easton and Harris (1991) และพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไรโดยเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R<sup>2</sup>) ค่า AIC และ BIC ของกลุ่มตัวอย่างแต่ละกลุ่มภายใต้การที่จำแนกตามเกณฑ์การประเมินของโครงการ

ผลการศึกษาพบว่าค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R<sup>2</sup>) ของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการเปิดเผยรายชื่อในการจัดลำดับโครงการ ACGS มีค่า Adjusted R<sup>2</sup> น้อยกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับการเปิดเผยรายชื่อในการจัดลำดับโครงการ สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ค่า BIC แต่ไม่สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ด้วยค่า AIC ดังนั้น จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่ได้รับการเปิดเผยรายชื่อในการจัดลำดับโครงการ ACGS มีคุณภาพกำไรที่ดีกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับการเปิดเผยรายชื่อในการจัดลำดับ

### Abstract

This study aimed to investigate the relationship between corporate governance and earnings quality of the companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). The study was conducted by comparing the earnings quality of those companies listed on the SET. The samples were the companies whose corporate governance was assessed by the ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS). A total of 1,080 data entries on stock price, dividend per share, and earnings per share of those companies listed on the SET as obtained from the SETSMART database in 2013 – 2019 (B.E 2556-2562) were collected. These acquired data were, then, analyzed by using the multiple regression method with the Easton and Harris's Return Model (1991). To examine the relationship between the corporate governance and earnings quality, values of the coefficient of determination (Adjusted R<sup>2</sup>), the Akaike's Information Criterion (AIC), and the Bayesian Information Criterion (BIC) obtained from the samples listed in ACGS project's assessment.

According to the study, the findings presented that the Adjusted R<sup>2</sup> value of the companies enlisted in the ranking of the ACGS project was lower than the value of the companies that were not enlisted in the ranking. This

\* นักศึกษาหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

\*\* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

result correlated to the BIC value but was different from the AIC value. Therefore, it could not say that the companies enlisted in the ranking of the ACGS project could have better earnings quality than those that were not enlisted in the ranking list.

## บทนำ

ในการวิเคราะห์การตัดสินใจลงทุนหลักทรัพย์ นักลงทุนจำเป็นต้องอาศัยข้อมูล โดยเฉพาะอย่างยิ่งตัวเลขกำไรสุทธิ (Graham, Harvey, & Rajgopal, 2005; สุทธิณี เทพปรียะพล, 2554; ธันยกร จันทรสาสน์, 2559) อันเป็นผลจากการบริหารงานของผู้บริหารซึ่งสะท้อนผ่านงบการเงิน ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผู้บริหารที่ได้รับการแต่งตั้งควรบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพ โปร่งใส และสามารถตรวจสอบการปฏิบัติงานได้ โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย เพื่อรักษาผลประโยชน์ขององค์กรและผู้ถือหุ้น (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2559)

ด้วยความร่วมมือภายในสมาคมประชาชาติแห่งเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (ASEAN) ได้จัดตั้งโครงการ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนอาเซียน มีวัตถุประสงค์เพื่อยกระดับมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประเทศ ASEAN ให้ทัดเทียมระดับสากล โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยจะประเมินการกำกับดูแลกิจการและเผยแพร่รายชื่อในการจัดลำดับ หากบริษัทใดที่ได้รับการเผยแพร่รายชื่อในการจัดลำดับ ย่อมสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนว่าบริษัทได้ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีการจัดโครงสร้างและกลไกการบริหารจัดการภายในองค์กรที่สร้างประโยชน์ที่เหมาะสมแก่ผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับการศึกษาของ วราภรณ์ สิงห์แก้วสืบ (2560) ที่พบว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงย่อมมีคุณภาพกำไรดีกว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับต่ำ

การศึกษานี้จึงเปรียบเทียบคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการจัดลำดับการกำกับดูแลที่ดีในโครงการ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) ในช่วงเวลา พ.ศ. 2556-2562 โดยการวัดคุณภาพกำไรด้วยผลตอบแทน (Return) หากกำไรมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนตบสูงแสดงว่า กำไรสามารถอธิบายผลตอบแทนได้สูงสะท้อนว่ากำไรมีคุณภาพที่ดี นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลกำไรไปช่วยประกอบในการตัดสินใจลงทุนได้ ผลการศึกษาย่อมเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแลกิจการในการพัฒนาหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลกิจการต่อไป

## แนวคิดและทฤษฎี

การเปรียบเทียบคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากโครงการ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) โดยมีแนวคิด ทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

### 1. แนวคิดการวัดคุณภาพกำไรที่ใช้ข้อมูลจากฐานตลาดหลักทรัพย์ (Market-based Earnings Attribute Measure)

เป็นการวัดคุณภาพกำไรที่ใช้ข้อมูลในงบการเงินและราคาหลักทรัพย์เป็นข้อมูลที่สะท้อนถึงสถานะการเงินและสภาพเศรษฐกิจของกิจการ และเป็นข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน โดยใช้แบบจำลอง Return Model ของ Easton and Harris (1991) เนื่องจากนักลงทุนต้องการผลตอบแทนสูงสุดในการลงทุน ดังนั้น แบบจำลองนี้ได้มีการเปรียบเทียบผลต่างของราคาหลักทรัพย์ปีปัจจุบันต่อราคาหลักทรัพย์ปีก่อน หากนักลงทุนให้ความสำคัญกับตัวเลขกำไรในการตัดสินใจลงทุน ตัวเลขกำไรย่อมอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนได้ ซึ่งพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ในการตัดสินใจ (Adjusted R<sup>2</sup>) หากค่า Adjusted R<sup>2</sup> สูงย่อมแสดงถึงกำไรที่เป็นตัวเลขผลประกอบการของกิจการสามารถอธิบายผลตอบแทนได้สูง ซึ่งสะท้อนถึงกำไรมีความเกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์อย่างมากบ่งบอกว่ากำไรมีคุณภาพที่ดี ซึ่งมีแบบจำลองทางสถิติ ดังนี้

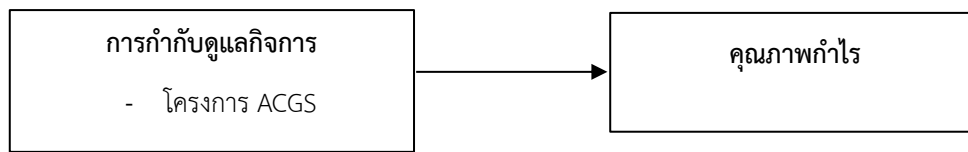
$$\text{Return}_{t,j} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS}_{t,j}/P_{t-1,j} + \beta_2 (\text{EPS}_{t,j} - \text{EPS}_{t-1,j})/P_{t-1,j} + e_{t,j}$$

โดย	$\text{Return}_{t,j}$	หมายถึง	ผลตอบแทนประจำปี ณ เวลา t ของบริษัท j หารด้วยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในปีก่อน ณ วันต้นงวด
	$\text{EPS}_{t,j}/P_{t-1,j}$	หมายถึง	กำไรต่อหุ้นประจำปี ณ เวลา t ของบริษัท j หารด้วยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในปีก่อน ณ วันต้นงวด
	$(\text{EPS}_{t,j} - \text{EPS}_{t-1,j})/P_{t-1,j}$	หมายถึง	ค่าการเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้นประจำปี ณ เวลา t ของบริษัท j หารด้วยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในปีก่อน ณ วันต้นงวด
	$P_{t-1,j}$	หมายถึง	ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในปีก่อน ณ วันต้นงวด
	t	หมายถึง	ช่วงเวลา (ปี)
	e	หมายถึง	ค่าความคลาดเคลื่อน

## 2. แนวคิดการกำกับดูแลกิจการ

แนวคิดการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) หรือ บรรษัทภิบาล เป็นกลไกการบริหารจัดการกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ โปร่งใส การควบคุมดูแล และสามารถตรวจสอบได้ โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย เพื่อรักษาผลประโยชน์ขององค์กรและผู้ถือหุ้น โดยปัจจุบันในประเทศไทยมีโครงการ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) จัดตั้งด้วยความร่วมมือกับสมาคมประชาชาติแห่งเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (ASEAN) ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนอาเซียน (ASEAN Capital Markets Forum: ACMF) มีวัตถุประสงค์เพื่อยกระดับมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศต่าง ๆ ใน ASEAN ให้ทัดเทียมระดับสากล เพื่อส่งเสริมให้ตลาดทุนมีความน่าสนใจ และเป็นที่ยอมรับก่อนลงทุนทั่วโลก รวมทั้งเพิ่มความชัดเจนให้แก่นักลงทุนในการลงทุนที่มีคุณภาพ โดยผู้ประเมินโครงการ ACGS คือ CG Expert ของแต่ละประเทศ สำหรับในประเทศไทย คือ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ซึ่งจะทำการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะได้รับการเปิดเผยรายชื่อในเว็บไซต์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) และเว็บไซต์ของหน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนอาเซียน (ACMF)

กำไรสุทธิเป็นผลจากการดำเนินงานที่สะท้อนผ่านทางงบการเงินซึ่งเป็นข้อมูลที่มีการเผยแพร่ต่อสาธารณชน สามารถเข้าถึงได้ง่ายและเป็นข้อมูลสำคัญช่วยในการตัดสินใจลงทุน โดยคุณภาพกำไร หมายถึง ตัวเลขกำไรที่มีประโยชน์ช่วยในการตัดสินใจ กำไรนั้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหุ้น หรือมีความเกี่ยวข้องกับราคาหุ้น (Value Relevance) (Easton & Harris, 1991; Kothari & Zimmerman, 1995; Dimitropoulos & Asterion, 2009; Elfiswandi, Angela, & Ramadhan, 2022) โดยนักลงทุนจะใช้ข้อมูลกำไรสุทธินำไปประกอบการตัดสินใจลงทุนได้ ดังนั้น หากบริษัทที่ได้รับการเผยแพร่รายชื่อในการจัดลำดับการดูแลกิจการที่ดีจากโครงการจะส่งผลต่อความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนในด้านการบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพ ดำเนินงานโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ รวมถึงรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นสูงสุด เพื่อสร้างความมั่งคั่งในกับผู้ถือหุ้นระยะยาวได้ดีกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับการเผยแพร่ชื่อในการจัดลำดับจากโครงการ ดังการศึกษาของ วรารณ สิมห์แก้วสืบ (2560) ที่พบว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับการแนะนำการกำกับดูแลกิจการในโครงการการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CGR) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยสูงมีคุณภาพกำไรดีกว่ากลุ่มบริษัทที่ได้รับการแนะนำการกำกับดูแลกิจการต่ำ และ Meeampol, et al. (2013) ได้ศึกษาเปรียบเทียบคุณภาพกำไรกับการกำกับดูแลกิจการ โดยใช้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานวัดหาคุณภาพกำไรกับการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระดับนัยสำคัญ 0.05 จึงมีกรอบแนวคิดในการศึกษาดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## วิธีการดำเนินการศึกษา

การศึกษานี้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในโครงการ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) โดยวิธีการศึกษา ดังต่อไปนี้

### 1. ขอบเขตประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มประชากรในการศึกษานี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ หลักทรัพย์ที่จัดอยู่ในหมวดธุรกิจกองทุนรวมและกองทรัสต์ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการ มีวันสิ้นสุดระยะเวลาบัญชีวันที่ 31 ธันวาคม มีข้อมูลราคาหลักทรัพย์ของปีก่อนและสำหรับปี ข้อมูลกำไรต่อหุ้นของปีก่อนและสำหรับปี เงินปันผลประจำงวด ตลอดเวลาที่ศึกษาทั้ง 7 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 – 2562 โดยศึกษาในปี พ.ศ. 2556 2558 2560 และ 2562 รวม 4 ปี เนื่องจากโครงการ ASEAN Corporate Governance Scorecard จะใช้ระยะเวลาในการประกาศผล 2 ปีต่อครั้ง จึงทำให้กลุ่มตัวอย่าง คงเหลือ 1,080 ชุดข้อมูล ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ตารางขนาดกลุ่มตัวอย่างและวิธีคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาโครงการ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS)

การคัดเลือกตัวอย่าง	ขนาดกลุ่มตัวอย่าง (บริษัท)				
	ปี				รวม
	2556	2558	2560	2562	
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	571	651	726	782	2,730
<b>หัก</b> บริษัทที่จดทะเบียนใน MAI	95	118	148	169	(530)
คงเหลือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) <sup>1</sup>	476	533	578	613	2,200
<b>หัก</b> กองทุนรวม และทรัสต์ <sup>1</sup>	(27)	(42)	(52)	(63)	(184)
บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการ <sup>1</sup>	(5)	(5)	(5)	(5)	(20)
บริษัทที่รอบเวลาบัญชีไม่ปกติ	(8)	(10)	(10)	(11)	(39)
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(127)	(167)	(202)	(225)	(721)
ค่าผิดปกติ (Outliers) <sup>2</sup>	(92)	(39)	(20)	(5)	(156)
<b>รวมชุดข้อมูล</b>	<b>217</b>	<b>270</b>	<b>289</b>	<b>304</b>	<b>1,080</b>

หมายเหตุ: 1. (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2565)

2. ตัดข้อมูลซึ่งมีค่าผิดปกติ (Outliers) โดยใช้สถิติ Cook's Distance และตรวจสอบค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standardized Residual) ที่มีค่าเกิน  $\pm 3$  (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2556)

การศึกษานี้จำแนกกลุ่มตัวอย่างโดยแบ่งบริษัทที่ถูกพิจารณาโดยคณะกรรมการโครงการ ACGS ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 แสดงกลุ่มตัวอย่างโดยแบ่งบริษัทที่ถูกพิจารณาโดยคณะกรรมการโครงการ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS)

กลุ่มตัวอย่าง	2556	2558	2560	2562	รวม
กลุ่ม 1 บริษัทที่เผยแพร่รายชื่อในการจัดลำดับ	37	41	10	36	124
กลุ่ม 2 บริษัทที่ไม่ได้เผยแพร่รายชื่อในการจัดลำดับ	180	229	279	268	956
รวม	217	270	289	304	1,080

## 2. ตัวแบบในการวิเคราะห์ข้อมูล

ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาคุณภาพกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

$$\text{Return}_{t,j} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS}_{t,j}/P_{t-1,j} + \beta_2 \Delta \text{EPS}_{t,j}/P_{t-1,j} + e_{t,j}$$

โดยที่ตัวแปรตาม คือ  $\text{Return}_{t,j}$  คำนวณจากผลตอบแทนประจำปี ณ เวลา  $t$  ของบริษัท  $j$  เก็บข้อมูลจาก (ราคาหลักทรัพย์ปลายงวด - ราคาหลักทรัพย์ต้นงวด) + เงินปันผลประจำงวด หารด้วยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในปีก่อน ณ วันต้นงวด และตัวแปรอิสระ ได้แก่  $\text{EPS}_{t,j}/P_{t-1,j}$  คำนวณจากกำไรต่อหุ้นประจำปี ณ เวลา  $t$  ของบริษัท  $j$  หารด้วยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในปีก่อน ณ วันต้นงวด และ  $\Delta \text{EPS}_{t,j}/P_{t-1,j}$  คำนวณจากผลต่างจากการเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้นประจำปี ณ เวลา  $t$  ของบริษัท  $j$  หารด้วยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในปีก่อน ณ วันต้นงวด เก็บข้อมูลจากกำไรต่อหุ้นประจำปีของปีปัจจุบัน - กำไรต่อหุ้นประจำปีของปีก่อนแล้ว หารด้วยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในปีก่อน ณ วันต้นงวด

## 3. สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติดังต่อไปนี้

### 3.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

ข้อมูลที่รวบรวมมาจะทำการวิเคราะห์โดยใช้วิธีทางสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่ามัธยฐานของข้อมูล (Median) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum: Max) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum: Min) เพื่อเป็นการอธิบายถึงลักษณะเบื้องต้นของข้อมูลแต่ละตัวแปร

### 3.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics)

การศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ทำการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of Correlation) ในการหาระดับและทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยพิจารณาเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์ของการตัดสินใจ (Adjusted  $R^2$ ) ของกลุ่มตัวอย่าง แสดงถึงความสามารถในการอธิบาย (Explanatory Power) นั่นคือค่าชี้วัดความมีคุณภาพของกำไรหากกลุ่มตัวอย่างใดที่มีค่า Adjusted  $R^2$  สูงยิ่งแสดงว่ากลุ่มตัวอย่างนั้นมีคุณภาพกำไรที่ดีกว่า

นอกจากนี้ผู้ศึกษาได้ใช้การคัดเลือกตัวแบบในการวิเคราะห์การถดถอยจากเกณฑ์อาไคเคะ (Akaike's Information Criterion: AIC) และเกณฑ์เบย์ส์ (Bayesian Information Criterion: BIC) มาร่วมวิเคราะห์พิจารณาในการศึกษานี้ โดยค่าทางสถิติของ AIC และ BIC ของทั้งสองมีค่าต่ำที่สุด เป็นตัวแบบที่ดีที่สุด (Muller, Scealy, & Welsh, 2013)

## ผลการศึกษา การอภิปรายผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

ตารางที่ 3 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรเชิงปริมาณ โครงการ ACGS ช่วงปี 2556 – 2562

ตัวแปร			Return <sub>t,j</sub>				EPS <sub>t,j</sub> /P <sub>t-1,j</sub>				ΔEPS <sub>t,j</sub> /P <sub>t-1,j</sub>			
ปี	กลุ่มตัวอย่าง	N	Max	Min	Med.	Mean	Max	Min	Med.	Mean	Max	Min	Med.	Mean
รวม	กลุ่ม 1	124	1.11	-0.91	0.09	0.14	0.22	-0.35	0.07	0.07	0.21	-0.33	0.00	0.00
	กลุ่ม 2	956	1.48	-0.91	0.04	0.09	0.58	-0.47	0.05	0.05	0.59	-0.46	0.00	0.00
	รวม	1,080	1.48	-0.91	0.05	0.09	0.58	-0.47	0.05	0.05	0.59	-0.46	0.00	0.00

ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนาในโครงการ ACGS ช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2562 จำนวน 1,080 ชุดข้อมูล มีผลตอบแทนรวม (Return<sub>t,j</sub>) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.09 เท่า ผลตอบแทนรวมสูงสุด เท่ากับ 1.48 เท่า ส่วนกำไรต่อหุ้นรวม (EPS<sub>t,j</sub>/P<sub>t-1,j</sub>) นั้นมีค่าเฉลี่ยรวมเท่ากับ 0.05 เท่า โดยกำไรต่อหุ้นรวมสูงสุดเท่ากับ 0.58 เท่า และส่วนผลต่างของการเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้นค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.59 เท่า

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของโครงการ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) ในช่วง ปี พ.ศ. 2556 – 2562

Group	Pearson Correlations			
		Return <sub>t,j</sub>	EPS <sub>t,j</sub> /P <sub>t-1,j</sub>	ΔEPS <sub>t,j</sub> /P <sub>t-1,j</sub>
กลุ่ม 1 บริษัทที่ได้รับการเผยแพร่รายชื่อ (124 ชุดข้อมูล)	Return <sub>t,j</sub>	1		
	EPS <sub>t,j</sub> /P <sub>t-1,j</sub>	0.451**	1	
	ΔEPS <sub>t,j</sub> /P <sub>t-1,j</sub>	0.185*	0.553**	1
กลุ่ม 2 บริษัทที่ไม่ได้รับการเผยแพร่รายชื่อ (956 ชุดข้อมูล)	Return <sub>t,j</sub>	1		
	EPS <sub>t,j</sub> /P <sub>t-1,j</sub>	0.431**	1	
	ΔEPS <sub>t,j</sub> /P <sub>t-1,j</sub>	0.014	0.514**	1

หมายเหตุ: \* ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

\*\* ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) ของโครงการ ACGS ในช่วง ปี พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2562 พบว่าผลตอบแทนประจำปี (Return<sub>t,j</sub>) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรต่อหุ้นประจำปี (EPS<sub>t,j</sub>/P<sub>t-1,j</sub>) ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยกลุ่มที่ 1 บริษัทที่ได้รับการเผยแพร่รายชื่อ และกลุ่มที่ 2 บริษัทที่ไม่ได้รับการเผยแพร่รายชื่อ มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.451 และ 0.431 ตามลำดับ อีกทั้งพบว่ากำไรต่อหุ้นประจำปี (EPS<sub>t,j</sub>/P<sub>t-1,j</sub>) มีนัยสำคัญทางสถิติอยู่ระดับ 0.01 กับผลต่างการเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้นประจำปี (ΔEPS<sub>t,j</sub>/P<sub>t-1,j</sub>) โดยกลุ่มที่ 1 บริษัทที่ได้รับการ

เผยแพร่รายชื่อ และกลุ่มที่ 2 บริษัทที่ไม่ได้รับการเผยแพร่รายชื่อ มีค่าประสิทธิสหสัมพันธ์เท่ากับ 0.553 และ 0.514 ตามลำดับ แต่พบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างผลตอบแทนประจำปี ( $Return_{it}$ ) กับผลต่างการเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้นประจำปี ( $\Delta EPS_{it}/P_{t-1j}$ ) ในระดับความสำคัญทางสถิติที่ 0.05 เฉพาะกลุ่มที่ 1 บริษัทที่ได้รับการเผยแพร่รายชื่อ มีค่าประสิทธิสหสัมพันธ์เท่ากับ 0.185

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณตามตัวแบบในการวิเคราะห์ข้อมูลของ โครงการ ASEAN Corporate Governance Scorecard สามารถสรุปผลค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted  $R^2$ ) AIC และ BIC ได้ดังตารางที่ 2

**ตารางที่ 5** ผลการเปรียบเทียบคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการเผยแพร่รายชื่อในการกำกับดูแลกิจการที่ดีในโครงการ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS)

กลุ่มตัวอย่าง	N	Coefficient			F-Test	AIC	BIC	$R^2$	Adjusted $R^2$
		Constant	$EPS_{it}/P_{t-1j}$	$\Delta EPS_{it}/P_{t-1j}$					
กลุ่ม 1	124	-0.052 (0.515)	2.789 (0.006)**	-0.738 (0.428)	116.812 (0.000)	0.543	0.612	0.217	0.205
กลุ่ม 2	956	-0.027 (0.040)	2.298 (0.000)**	-1.180 (0.000)**	116.812 (0.000)	0.561	0.576	0.243	0.241

**หมายเหตุ:** \*\* ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 5 เมื่อเรียงลำดับค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted  $R^2$ ) ของกลุ่มตัวอย่างในโครงการ ACGS จากค่าที่ตัวแปรอิสระ อันได้แก่ กำไรต่อหุ้น ผลต่างการเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้น สามารถอธิบายถึงผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีที่สุดไปน้อยที่สุดเป็นดังนี้ บริษัทที่ไม่ได้รับการเปิดเผยรายชื่อในการจัดลำดับ (กลุ่ม 2) เท่ากับ 0.241 หรือร้อยละ 24.1 และบริษัทที่ได้รับการเปิดเผยรายชื่อในการจัดลำดับ (กลุ่ม 1) เท่ากับ 0.205 หรือร้อยละ 20.5 ตามลำดับ

นอกจากนี้ผลการวิเคราะห์ค่าทางสถิติในการคัดเลือกโมเดลของกลุ่มที่ 1 บริษัทที่ได้รับการเปิดเผยรายชื่อในการจัดลำดับ มีค่า AIC และ BIC เท่ากับ 0.543 และ 0.612 ตามลำดับ ส่วนกลุ่ม 2 บริษัทที่ไม่ได้รับการเปิดเผยรายชื่อในการจัดลำดับ มีค่า AIC และ BIC เท่ากับ 0.561 และ 0.576 ตามลำดับ ผลการศึกษาข้างต้นเมื่อเรียงลำดับค่า BIC จากน้อยที่สุดไปมากที่สุด จะสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ Adjusted  $R^2$  แต่ผลการวิเคราะห์ไม่สอดคล้องกับค่า AIC จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 2 ดังนั้น ไม่สามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่ถูกเปิดเผยรายชื่อในการจัดลำดับ จะมีกำไรที่สามารถอธิบายถึงความแตกต่างของราคาหลักทรัพย์ (คุณภาพกำไร) ดีกว่าบริษัทที่ไม่ถูกเปิดเผยรายชื่อในการจัดลำดับ

### การสรุปและอภิปรายผลการศึกษา

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ากำไรต่อหุ้นประจำปีสามารถอธิบายถึงผลตอบแทนประจำปีได้ กล่าวคือ นักลงทุนและผู้ใช้งบการเงินสามารถใช้ข้อมูลกำไรต่อหุ้นในการคาดการณ์ผลตอบแทนเพื่อตัดสินใจลงทุน

ผลการเปรียบเทียบคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการเปิดเผยรายชื่อในการจัดลำดับมีคุณภาพกำไรที่น้อยกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับการเปิดเผยรายชื่อในการจัดลำดับ มีความสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ด้วยค่าสถิติ BIC แต่ไม่สอดคล้องกับค่าสถิติ AIC จึงสรุปได้ว่าเป็นไม่ไปตามสมมติฐาน และไม่สอดคล้องกับการศึกษาของวารสาร Meeampol, et al. (2013) ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่า โครงการ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) มีการประกาศผล 2 ปีต่อครั้ง

ไม่ได้เปิดเผยเป็นประจำทุกปี แม้ว่า ASEAN Corporate Governance Scorecard จะอิงกับข้อมูลที่มีการเปิดเผยแก่สาธารณะ โดยทำให้มีข้อจำกัดต่าง ๆ ซึ่งการเปิดเผยยังไม่ได้แสดงถึงการปฏิบัติตามสิ่งที่เปิดเผยไว้ รวมถึงไม่สามารถประเมินกรรมการและผู้บริหารถึงพฤติกรรมด้านจริยธรรมและการเป็นผู้นำพาองค์กรให้ประสบความสำเร็จ (Stewardship) ได้ (ศิลปพร ศรีจันเพชร และธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ, 2559) อาจส่งผลให้ไม่สัมพันธ์กับผลงานด้านการเงินของกิจการ ดังเช่น การวัดการกำกับดูแลกิจการที่ใช้ตัววัดการกำกับดูแลกิจการที่ตีรวม (Positive CG) ไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ได้ (Mardnly, et al., 2018)

## บรรณานุกรม

- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2556). *สถิติสำหรับงานวิจัย*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์ศูนย์หนังสือแห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- จิภัตสร บุญรอด. (2558). *การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (การค้นคว้าแบบอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565). *ASEAN Corporate Governance Scorecard*. สืบค้นจาก [https://www.setsustainability.com/page/asean-corporate-governance-scorecard\\_\(28](https://www.setsustainability.com/page/asean-corporate-governance-scorecard_(28) เมษายน 2565).
- ธันยกร จันทร์สาสน์. (2559). คุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยที่มีบริษัทภิบาลในระดับดีเลิศ: นัยจากรายการคงค้าง. *วารสารนักบริหาร*, 38(2), 52-61.
- วารภรณ์ สิงห์แก้วสืบ. (2560). *การเปรียบเทียบคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย* (การค้นคว้าแบบอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่).
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). ทฤษฎีบริษัทภิบาล. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 12(31), 2-3.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร, และธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ. (2559). การประเมินการกำกับดูแลกิจการของประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน: หนึ่งในความพร้อมของประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 38(147), 80-106.
- สุทธิณี เทพปริยะพล. (2554). พฤติกรรมการตกแต่งกำไรในไตรมาสที่สี่ เพื่อบรรลุเป้าหมายกำไรประจำปี. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 7(19), 63-73.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2559). *การกำกับดูแลกิจการที่ดี*. สืบค้นจาก [http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/EquityDebt/Pages/linkLaws\\_Regulations/CorporateGovernanceCG.aspx](http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/EquityDebt/Pages/linkLaws_Regulations/CorporateGovernanceCG.aspx)
- Dimitropoulos, P. E., & Asteriou, D. (2009). The value relevance of financial statements and their impact on stock prices: Evidence from Greece. *Managerial Auditing Journal*, 24(3), 248-265.
- Easton, P. D., & Harris, T. S. (1991). Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research*, 29(1), 19-33.
- Elfiswandi, E., Angela, C., & Ramadhan, M. F. (2022). The Effect of Company Size, Exchange Rate and Earnings Per Share on Stock Returns. *UPI YPTK Journal of Business and Economics*, 7(1), 1-8.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.
- Kothari, S. P., & Zimmerman, J. L. (1995). Price and Return Models. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 155-192.



- Mardhly, Z., Mouselli, S., & Abduraouf, R. (2018). Corporate governance and firm performance: an empirical evidence from Syria. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11(4), 591-607.
- Meeampol, S., Rodpetch, V., Srinammuang, P., & Wongsorntham, A. (2013). *The Relationship Between Corporate Governance and Earnings Quality: A Case Study of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand (SET)*.  
Retrieved from <http://www.toknowpress.net/ISBN/978-961-6914-02-4/papers/ML13-460.pdf>
- Muller, S., Scealy, J. L., & Welsh, A. H. (2013). Model Selection in Linear Mixed Models. *Statistical Science*, 28(2), 135-167.