

อิทธิพลกำกับของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ ระหว่างมูลค่าทางบัญชี กำไรทางบัญชี และราคาหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Moderating Effect of Corporate Governance Scores on the Relationship among Book Value, Earnings and Stock Prices: The Stock Exchange of Thailand

มนทกาน พงษ์เกษม¹ ธนาภิญญ์ อดตฤทธิ² อุษณา แจ้งคล้อย²

Monthakan Phongkasem Thanapin Attarit Usana Jangkloy

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลกำกับของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชี กำไรทางบัญชี และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากฐานข้อมูล SETSMART ในระหว่างปี พ.ศ. 2560-2562 จำนวน 1,274 บริษัท ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลแบบภาคตัดขวาง โดยมีสถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณในการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

ผลการวิจัย พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก ในทางตรงกันข้าม ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ กลับมีอิทธิพลในทางลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น งานวิจัยนี้เผยให้เห็นว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยเพิ่มความมั่นใจให้กับนักลงทุน

คำสำคัญ: มูลค่าทางบัญชี กำไรทางบัญชี ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ราคาหลักทรัพย์

¹ นักศึกษาหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน นครราชสีมา

² อาจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน นครราชสีมา

*Corresponding Author e-mail: monthakan.bh@rmuti.ac.th

Abstract

This research aimed to study the moderating effects of corporate governance rating scores on the relationship among book value, earnings, and the stock price of listed companies, the Stock Exchange of Thailand. The secondary data were collected from the SET SMART database from 2017 to 2019 of 1,274 firm's year, and the cross-sectional data analysis with descriptive statistics, correlation analysis, and multiple regression analysis for hypothesis testing.

The research results found that the corporate governance rating scores positively influenced the relationship between earnings and stock price. On the other hand, the corporate governance rating scores negatively influenced the relationship between book value and stock price. Therefore, this research reveals that good corporate governance practices to higher investor confidence.

Keywords: Book Value Earnings Corporate Governance Scores Stock Prices

บทนำ

ในอดีตมีการศึกษาประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีโดยต่างประเทศระยะแรกของการศึกษาได้เน้นการศึกษาถึงควมมีคุณค่าหรือประโยชน์ของข้อมูลกำไร ซึ่ง Beaver (1968) ได้ศึกษาข้อมูลบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี 1961-1965 พบว่าในช่วงของการประกาศกำไรจะมีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์สูงเกินปกติ ขณะที่ Ball & Brown (1968) พบว่า กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ จะเห็นได้ว่าข้อมูลทางการเงินบัญชี อันได้แก่ตัวเลขกำไรนั้นมีคุณค่าในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ นอกจากการศึกษาที่เน้นควมมีคุณค่าหรือประโยชน์ของข้อมูลกำไรแล้วยังมีการศึกษาที่ได้พิจารณาเรื่องมูลค่าตามบัญชี Feltham & Ohlson (1995) ได้นำเสนอโมเดลการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยมูลค่าตามบัญชี โดยอ้างอิงข้อสมมติฐานเรื่อง Clean Surplus Relation: CSR ไว้ว่า มูลค่าตามบัญชีของงวดปัจจุบันจะต้องเท่ากับมูลค่าตามบัญชีของงวดก่อนบวกด้วยกำไรสุทธิของงวดปัจจุบันหักด้วยการจ่ายเงินปันผล ซึ่งหากข้อมูลทางบัญชีรายการใดมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ก็จะต้องใช้ข้อมูลนั้นประกอบการตัดสินใจ (Value Relevance) กล่าวอีกนัยหนึ่งคือข้อมูลนั้นมีประโยชน์ในการใช้กำหนดราคาหลักทรัพย์

สำหรับในประเทศไทยการศึกษาในช่วงระยะแรกเป็นการศึกษาเกี่ยวกับความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรเช่นเดียวกันกับในต่างประเทศ Kearath (1996) ได้ศึกษาผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูลเกี่ยวกับคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีในการประเมินหรืออธิบายหลักทรัพย์ พบว่า ในช่วงเวลาที่ประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาสข่าวผลกำไรทั้งข่าวดีและข่าวไม่ดีของบริษัทจะมีผลกระทบในเชิงบวกต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ และในเวลาต่อมาได้มีผู้วิจัยอีกหลายท่านได้ศึกษาข้อมูลทางบัญชีในการประเมินหรืออธิบายราคาหลักทรัพย์ (Somrithpradit, 2002; Pitaksemakul, 2004; Sodo, 2006; Wichaisingha, 2015; Watcharanukul & Keawprapa, 2015; Hongsomdee, 2015; Jiaudomsarod, 2017; Toolthaisong & Bonmunewai, 2019) พบว่า ข้อมูลทางบัญชีใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เช่นเดียวกัน

ถึงแม้ว่าข้อมูลทางบัญชีที่เป็นผลรวมของการดำเนินงานอย่างตัวเลขกำไรสุทธิจะมีประโยชน์สามารถนำมาประเมินหรืออธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ แต่ถึงกระนั้นตัวเลขทางบัญชียังมีข้อจำกัดหลายประการ เช่น Thunputtadom & Bosakoranut (2018) กล่าวว่า มาตรฐานรายงานทางการเงินได้ยืดหยุ่นให้ผู้บริหารของกิจการ สามารถเลือกใช้นโยบายทางการเงินบัญชีให้เหมาะสมกับบริบทของกิจการตัวเองได้ ส่งผลให้ผู้บริหารอาจจะเลือกใช้นโยบายทางการเงินบัญชีเป็นเครื่องมือในการคำนวณตัวเลขกำไรให้สูงหรือต่ำตามเป้าหมายที่ผู้บริหารต้องการ โดยถือว่าเป็นการใช้ดุลยพินิจที่ไม่ขัดต่อมาตรฐานรายงานทางการเงิน แต่ถือเป็นการแทรกแซงในกระบวนการทำบัญชีที่ทำให้ตัวเลขในงบการเงินเปลี่ยนแปลงไป ส่งผลให้เกิดความเข้าใจผิดของผู้ใช้งบการเงิน ดังนั้นนอกจากกำไรที่เกิดจากกิจการแล้วยังจะต้องให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งการประเมินการกำกับดูแลกิจการเป็นการกระตุ้นให้บริษัทจดทะเบียนสนใจพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีในองค์กรเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และจริงจังกงทุนยังสามารถนำผลจากการประเมินมาเป็นข้อมูลสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนต่อไป

การกำกับดูแลกิจการ ได้เข้ามามีบทบาทอย่างมากจากการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี 2540 โดยสาเหตุหนึ่งที่สำคัญมาจากการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินไม่เพียงพอที่จะสะท้อนความเป็นจริงของกิจการ และความไม่โปร่งใส ทำให้บริษัทหลาย ๆ แห่งล้มละลาย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้ออกหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการสำหรับบริษัทจดทะเบียนฯ เพื่อเป็นการกระตุ้นให้บริษัทจดทะเบียนสนใจพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีในองค์กรเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องทำให้การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยได้มีการพัฒนาเรื่อยมา

จนรองความเป็นผู้นำได้คะแนนเฉลี่ยสูงสุดตามมาตรฐาน ASEAN CG Scorecard 2018 แสดงถึงควมมีมาตรฐานระดับสากลที่นักลงทุนมั่นใจ สามารถนำผลจากการประเมินมาเป็นข้อมูลสนับสนุนการตัดสินใจลงทุนได้ หน่วยงานที่ทำหน้าที่ติดตามการกำกับดูแลกิจการ และประกาศผลการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนไทยก็คือ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors) หรือที่เรียกกันสั้น ๆ ว่า “IOD” ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ดังนั้นผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย เป็นสิ่งที่ช่วยยืนยันว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นำเอาหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนมาใช้เป็นแนวทางในการปฏิบัติงาน เพื่อให้เกิดการปฏิบัติอย่างเหมาะสมและเป็นประโยชน์ต่อการสร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืนซึ่งตามแนวปฏิบัติและคำอธิบายของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 มีหลักปฏิบัติสำหรับคณะกรรมการทั้งหมดแปดข้อ ซึ่งรวมถึงการรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG Thailand, 2017) ดังนั้นหากกิจการได้นำเอาหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีมาถือปฏิบัติ และกิจการนั้นยังได้รับรางวัลการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากการประเมินของ IOD ก็จะทำให้เชื่อได้ว่าข้อมูลทางบัญชีที่กิจการเปิดเผยมีคุณค่าต่อผู้ใช้งบการเงิน

จากการทบทวนงานวิจัยในอดีตของ Salaphai & Chopset (2017) ที่นำผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มาใช้เป็นตัวแปรกำกับระหว่างกำไรสุทธิต่อหุ้น และเงินปันผลต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลกระทบต่อความสามารถของข้อมูลกำไรในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่ากิจการที่ได้รับรางวัลการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากการประเมินของ IOD มีผลทำให้ข้อมูลทางบัญชีมีประโยชน์สามารถนำมาใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น แต่การศึกษาเป็นการศึกษาเพียงกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีเพียงกลุ่มเดียว ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจึงมุ่งศึกษาถึงคุณค่าหรือประโยชน์ของมูลค่าทางบัญชี และกำไรทางบัญชีของกิจการที่มีผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะสามารถสะท้อนไปสู่ราคาหลักทรัพย์หรือไม่ ผลการศึกษาจะทำให้ทราบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจะมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชี กำไรทางบัญชี และราคาหลักทรัพย์หรือไม่ อย่างไร

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลกำกับของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชี กำไรทางบัญชี และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ประโยชน์ในเชิงทฤษฎี

1.1 ทำให้ได้ทราบถึงอิทธิพลกำกับของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชี กำไรทางบัญชี และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามหลักเกณฑ์ประเมินของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

1.2 ข้อมูลที่ได้จากการวิจัยสามารถนำไปใช้เป็นความรู้พื้นฐานสำหรับงานวิจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องได้ต่อไป

2. ประโยชน์ในเชิงการปฏิบัติ

2.1 เพื่อให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการนำผลที่ได้จากการศึกษาอิทธิพลกำกับของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลให้ข้อมูลทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนไทยมีประโยชน์ โดยสามารถนำไปปรับใช้ในการพิจารณาตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสม

2.2 เพื่อให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารของกิจการในการตระหนักถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีในการใช้เป็นแนวทางบริหารงานธุรกิจ เพื่อสร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน

2.3 เพื่อให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานภาครัฐต่าง ๆ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในการวางแผนพัฒนาตลาดทุนต่อไป

ทบทวนวรรณกรรม

ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชี กำไรทางบัญชี และราคาหลักทรัพย์

ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดทุนตามแนวคิดของ Fama (1970) เป็นทฤษฎีที่ชี้ให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์จะเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ เมื่อราคาของหลักทรัพย์เป็นผลสะท้อนอย่างเต็มที่จากข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่ซึ่งหมายความว่า การรู้ข้อมูลจะไม่ทำให้บุคคลใด ๆ สามารถทำกำไร

เกินปกติจากตลาดได้ แต่จะทำได้เฉพาะผลตอบแทนที่เป็นปกติเท่านั้น ทั้งนี้เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนถึงข้อมูลที่มีอยู่แล้ว ดังนั้นนักลงทุนจึงได้พยายามค้นหาข้อมูลที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ เพื่อใช้ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ให้ใกล้เคียงกับมูลค่าของกิจการให้มากที่สุด โดยมีวิธีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เป็นที่รู้จักกันอย่างแพร่หลายมี 3 วิธีดังต่อไปนี้ (Gregory, 1992)

1. การกำหนดราคาหลักทรัพย์จากสินทรัพย์ (Asset Valuation) มีแนวทางปฏิบัติ 2 ลักษณะ คือ การวัดมูลค่าจากสินทรัพย์รวม (Total Asset) และการวัดมูลค่าจากสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset) หรือส่วนของผู้ถือหุ้น (Stockholder's Equity) ซึ่งการวัดมูลค่าจากส่วนของผู้ถือหุ้นจะสอดคล้องกับทฤษฎีความเป็นหน่วยงาน (The entity theory) ส่วนการประเมินมูลค่าโดยใช้สินทรัพย์สุทธินั้นนักลงทุนเชื่อว่ามูลค่าหุ้นของกิจการเกิดขึ้นจากปริมาณสินทรัพย์สุทธิที่กิจการมีอยู่หรือส่วนของผู้ถือหุ้น
2. การกำหนดมูลค่าจากกำไร (Earnings Valuation) และ
3. การกำหนดมูลค่าจากการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Valuation) เป็นวิธีที่จะต้องใช้ในการคาดคะเนกระแสเงินสดของกิจการ โดยการนำข้อมูลทางการเงินมาปรับปรุงตามสมมติฐานต่าง ๆ เพื่อหามูลค่าปัจจุบัน (Present Value) ของกระแสเงินสดเพื่อวัดมูลค่าของกิจการ ณ เวลาหนึ่ง ๆ โดยวิธีการที่รู้จักกันมากที่สุดคือตัวแบบการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ลงทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM)

โดยสองวิธีแรก เป็นการใช่มูลค่าทางบัญชีและกำไรทางบัญชีมาเป็นข้อมูลพื้นฐานในการกำหนดมูลค่าของกิจการ จึงทำให้มูลค่าทางบัญชีและกำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลที่สำคัญในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ Wichaisingha (2015) ได้ศึกษาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชีและกำไรสุทธิของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่ามูลค่าตามบัญชี และกำไรสุทธิ มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อราคาหลักทรัพย์ และการศึกษาของ Thooltaisong & Boonmunewai (2019) พบว่า มูลค่าทางบัญชี และกำไรสุทธิ มีความสัมพันธ์และมีผลกระทบในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

ต่อมาได้มีการศึกษาที่ละเอียดลงไปในองค์ประกอบของกำไรสุทธิ Watcharanukul & Kaewprapa (2015) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลองค์ประกอบกำไรและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น และกำไรขาดทุนสุทธิเป็นองค์ประกอบกำไรที่มีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนหรือมีความเกี่ยวข้องในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ โดยเฉพาะกำไรขาดทุนสุทธิ มีความสำคัญและมีความเกี่ยวข้องในมูลค่ามากที่สุดเมื่อเทียบกับองค์ประกอบกำไรอื่น โดยได้อธิบายว่ากำไร

ขาดทุนสุทธิ เป็นกำไรที่เกิดจากกิจกรรมหลัก (Core Operating Earnings) ที่มีคุณลักษณะเกิดขึ้นซ้ำอีกในอนาคต (Recurring) มีความยั่งยืนสูง (Persistent) และสามารถใช้นำมาได้อย่างดี (Predictability) ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารงานหลักของกิจการ หากนักลงทุนต้องการพิจารณาตามความเติบโตของกิจการ มักจะพิจารณาจากกำไรสุทธิของกิจการ นอกจากข้อมูลกำไรสุทธิทางบัญชีแล้วยังพบว่ามีการศึกษาที่ได้ใช้ข้อมูลกำไรต่อหุ้น อาทิ Jiraudomsarod (2017) ได้ศึกษาความสัมพันธ์มูลค่าราคาตามบัญชี กำไรต่อหุ้น และเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET 100 พบว่า มูลค่าราคาตามบัญชี กำไรต่อหุ้น มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าราคาตลาดไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ และในงานของ Buachoom & Donpad (2018) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มธุรกิจการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า กำไรทางบัญชีต่อหุ้นและมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มธุรกิจการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ และยังพบการศึกษาถึงคุณค่าหรือประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีในงานของ Hongsomdee (2015) ได้ศึกษาประโยชน์เชิงเศรษฐกิจของข้อมูลทางบัญชีภายหลังการปรับปรุงมาตรฐานการบัญชีปี 2552 กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า มูลค่าตามบัญชี และกำไรทางบัญชี มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ซึ่งสามารถสรุปได้ว่าข้อมูลมูลค่าทางบัญชีและกำไรทางบัญชีสามารถใช้เป็นปัจจัยพื้นฐานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

ดังนั้น จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชี กำไรทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ สามารถสรุปได้ว่ามูลค่าทางบัญชีและกำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

ความสัมพันธ์ระหว่างความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชี และคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

มูลค่าทางบัญชี และกำไรทางบัญชี เป็นข้อมูลทางบัญชีที่นักลงทุนให้ความสนใจเนื่องจากข้อมูลทางบัญชีของกิจการใด ณ เวลาใดเวลาหนึ่งได้ถูกบันทึกไว้ในบัญชีของกิจการอย่างครบถ้วนแล้วตามมาตรฐานการรายงานทางการเงิน ภายใต้การกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามหลักปฏิบัติสำหรับคณะกรรมการคือ ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน รวมถึงการรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG Thailand, 2017) ทำให้

ข้อมูลทางบัญชีที่กิจการเปิดเผยสามารถสร้างความเชื่อมั่นและความน่าเชื่อถือให้แก่กิจการได้ หากผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นำเอาหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ฯ มาเป็นหลักปฏิบัติในการบริหารงาน ก็จะทำให้คุณค่าของข้อมูลทางบัญชีสามารถนำมาอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากขึ้น Salaphai & Chopset (2017) ได้ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และคุณภาพของผู้สอบบัญชี ที่มีต่อความสามารถของข้อมูลกำไรและข้อมูลเงินปันผลในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีผลกระทบต่อความสามารถของข้อมูลกำไรในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า กิจการที่มีการจัดการกำไรเพิ่มแสดงถึงกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้รับรางวัลการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน ที่จัดขึ้นโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) มีผลทำให้คุณค่าของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากยิ่งขึ้น

ในขณะที่ Promthong & Paveenpongpat (2017) ศึกษาคุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนที่กระทำผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ พบว่า การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศข่าวการกระทำผิดจะมีผลกระทบในเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ และยังพบว่าการกระทำผิดที่มีโทษต้องคดีอาญาจะมีผลกระทบในเชิงลบมากกว่าการกระทำผิดที่มีโทษเปรียบเทียบปรับอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนได้มีการนำข้อมูลข่าวสารการกระทำผิดของกิจการมาใช้ในการตัดสินใจ (Relevance) อีกทั้งการประเมินการกำกับดูแลกิจการโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ได้ใช้ข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะทั้งข่าวและข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการมาประเมินผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งสามารถสะท้อนคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดีของกิจการได้ เพราะข่าวการกระทำผิดของกิจการหรือกรรมการใดหรือผู้บริหารใดจะเป็นการส่งสัญญาณที่ไม่ดีของกิจการให้ผู้ที่สนใจหรือนักลงทุนทั่วไปได้รับรู้ข้อมูลข่าวสารก่อนการตัดสินใจลงทุน ซึ่งเป็นไปตามหลักทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่กล่าวว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการจะช่วยลดต้นทุนตัวแทนและเพิ่มมูลค่าของธุรกิจ สอดคล้องกับ Raksaphong & Nakprasit (2019) ที่กล่าวว่า ทฤษฎีตัวแทนก่อให้เกิดการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากทฤษฎีตัวแทนจะประกอบไปด้วย 2 กลไกที่จำเป็น คือ ผลการปฏิบัติงาน (Performance) และความรับผิดชอบต่อการปฏิบัติงานตามหน้าที่ (Accountability) กล่าวคือ เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทที่ถือเป็น

ตัวแทนของตนเองให้ทำหน้าที่ในการกำกับดูแลกิจการ โดยกรรมการบริษัทจะเป็นผู้กำหนดกลยุทธ์เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของกิจการและในขณะเดียวกันคณะกรรมการบริษัทก็ได้ว่าจ้างผู้บริหารหรือฝ่ายจัดการ ผู้ควบคุมงาน และพนักงานเพื่อนำกลยุทธ์ไปสู่การปฏิบัติ โดยที่กรรมการบริษัทมีความรับผิดชอบตามที่ต่อผู้ถือหุ้น และมีหน้าที่กำกับดูแลการดำเนินงาน ดังนั้นกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นจะประสบความสำเร็จบรรลุวัตถุประสงค์ตามที่กิจการตั้งไว้ คือ ผลกำไรจากการดำเนินงานหลักของธุรกิจ ซึ่งข้อมูลดังกล่าวนี้จะถูกบันทึกไว้ในบัญชีของกิจการ ผู้ใช้งบการเงินสามารถนำมาประกอบการตัดสินใจได้ จึงอาจกล่าวได้ว่า ข้อมูลทางบัญชีของกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และได้รับรางวัลการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีคุณค่า (Value relevance) แก่นักลงทุน โดยนักลงทุนสามารถนำข้อมูลนั้นมาใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้

ดังนั้น จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีและคะแนนการกำกับดูแลกิจการ สามารถตั้งสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

H1: ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก

H2: ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก

ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชี กำไรทางบัญชี และราคาหลักทรัพย์โดยมีขนาดของกิจการเป็นปัจจัยควบคุม

ขนาดของกิจการ (Size) คือ การเจริญเติบโตของธุรกิจ ซึ่งขนาดของกิจการที่ดีที่สุดขึ้นอยู่กับความหลากหลายของปัจจัยต่าง ๆ ทั้งภายในและภายนอกกิจการ โดยกิจการส่วนใหญ่มีความตั้งใจที่ต้องการขยายกิจการ ขยายการดำเนินงาน มีการเติบโตในรายได้และผลกำไรที่มากยิ่งขึ้น จากงานวิจัยของ Lee (2009) พบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะทำกำไรมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ในขณะที่ Collins et al. (1997) ได้กล่าวว่า จำนวนธุรกิจขนาดเล็กที่เพิ่มขึ้นในตลาดทุน เป็นปัจจัยที่ทำให้มูลค่าทางบัญชีมีประโยชน์ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี เนื่องจากธุรกิจขนาดเล็กอาจจะมีความสามารถในการดำเนินงานน้อยกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ และยังประสบผลขาดทุนได้ง่ายกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ การใช้กำไรทางบัญชีของกิจการขนาดเล็กในการวัดมูลค่าของธุรกิจอาจทำได้ยากกว่า ดังนั้นเมื่อมีธุรกิจขนาดเล็กเพิ่มขึ้นในตลาดทุน จึงอาจทำให้กำไรทางบัญชีลดความสำคัญในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ และมูลค่าทางบัญชีอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้ขนาดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุม โดยใช้สินทรัพย์รวมของกิจการเป็นตัววัดขนาดของกิจการ ซึ่งได้

คำนวณจากลอริทึมของสินทรัพย์ทั้งหมด เพื่อลดความแตกต่างของตัวเลขในการแทนค่าตัวแปร และทำให้ตัวเลขมีค่าน้อยลง เพื่อให้ง่ายต่อการคำนวณ

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีเงื่อนไขดังต่อไปนี้ 1) บริษัทต้องไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากธุรกิจเหล่านี้มีกฎหมายกำกับดูแลโดยเฉพาะ 2) หลักทรัพย์ของบริษัทต้องไม่ขึ้นเครื่องหมายห้ามซื้อขายหรือเข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน คือ SP (Trading Suspension), NC (Non-Compliance) ในช่วงปี พ.ศ. 2560-2562 3) บริษัทต้องไม่อยู่ในหมวดที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน 4) บริษัทต้องไม่อยู่ในหมวดกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานและกองทรัสต์เพื่อการลงทุน 5) บริษัทที่มีข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วน และบริษัทที่มีข้อมูลผิดปกติ (ข้อมูลสูงหรือต่ำผิดปกติ) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560-2562 ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลในระหว่างปี พ.ศ. 2560-2562 รวมระยะเวลา 3 ปี มีจำนวนทั้งสิ้น 1,274 บริษัท และใช้แบบจำลองของ Feltham & Ohlson (1995) เป็นตัวแบบหลักในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ตามสมการที่ (1) และการทดสอบสมมติฐานตามสมการที่ (2) ดังต่อไปนี้

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

$$\text{LogPRICE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LogSIZE}_{it} + \beta_2 \text{BVPS}_{it} + \beta_3 \text{EPS}_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{LogPRICE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LogSIZE}_{it} + \beta_2 \text{BVPS}_{it} + \beta_3 \text{EPS}_{it} + \beta_4 \text{CGR}_{it} + \beta_5 (\text{BVPS}_{it} * \text{CGR}_{it}) + \beta_6 (\text{EPS}_{it} * \text{CGR}_{it}) + \epsilon_{it} \quad (2)$$

โดยที่ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา มีดังต่อไปนี้

1. ตัวแปรอิสระ ได้แก่ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น และกำไรสุทธิต่อหุ้น
 2. ตัวแปรตาม ได้แก่ ราคาหลักทรัพย์
 3. ตัวแปรกำกับ ได้แก่ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากผลการประเมินของ IOD โดยกำหนดเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ดังนี้ 1= ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และ 0 = ไม่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (Salaphai & Chopset, 2017)
 4. ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ วัดจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวม
- ผู้วิจัยนำข้อมูลที่รวบรวมได้มาวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) จากนั้นทำการหาความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวที่นำมาศึกษา มีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูงหรือไม่ เพื่อป้องกันปัญหา Multicollinearity และ

ทำการทดสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และ VIF ของตัวแปร

ผู้วิจัยได้ทำการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรกำกับ แต่ละตัวว่ามีความสัมพันธ์มากหรือน้อยเพียงใด และมีความสัมพันธ์ในทิศทางใด เพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวที่นำมาศึกษา มีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูงหรือไม่ เพื่อป้องกันปัญหา Multicollinearity ซึ่งแสดงได้ดังนี้

ตารางที่ 1 แสดงผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และ VIF

Variable	LogPRICE	LogSIZE	BVPS	EPS	CGR	BVPS*CGR	EPS*CGR	VIF
LogPRICE	1	0.315**	0.610**	0.582**	0.152**	0.527**	0.522**	
LogSIZE		1	0.130**	0.233**	0.280**	0.241**	0.279**	1.171
BVPS			1	0.737**	-0.109**	0.752**	0.535**	8.142
EPS				1	-0.020	0.541**	0.779**	7.762
CGR					1	0.240**	0.187**	1.444
BVPS*CGR						1	0.717**	7.683
EPS*CGR							1	7.095

** Correlation is significant at the 0.01 level

หมายเหตุ: (LogPRICE) คือ ราคาหลักทรัพย์, (LogSIZE) คือ ขนาดของกิจการ, (BVPS) คือ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น, (EPS) คือ กำไรสุทธิต่อหุ้น, (CGR) คือ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ, (BVPS*CGR) คือ อิทธิพลร่วมระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นและระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ, (EPS*CGR) คือ อิทธิพลร่วมระหว่างกำไรสุทธิต่อหุ้นและระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

จากตารางที่ 1 แสดงผลจากการวิเคราะห์ของ Pearson Correlation พบว่า ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวแปรตาม คือ ราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ $p < 0.01$ นั่นคือ ขนาดของกิจการ ($r = 0.315, p < 0.01$) มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ($r = 0.610, p < 0.01$) กำไรสุทธิต่อหุ้น ($r = 0.582, p < 0.01$) ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ($r = 0.152, p < 0.01$) อิทธิพลร่วมระหว่างมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นและระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ($r = 0.527, p < 0.01$) และอิทธิพลร่วมระหว่างกำไรสุทธิต่อหุ้นและระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ($r = 0.522, p < 0.01$) และทดสอบ Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าค่าสูงสุดของ VIF มีค่า 8.142 ซึ่งมีค่าต่ำกว่า 10 (Hair et al., 2010) แสดงถึงตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันมากจนอาจเกิดผลกระทบต่อการทดสอบสมมติฐานโดยให้ผลการถดถอยตามที่ได้กำหนดไว้

สรุปผลการวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้ เป็นการศึกษาอิทธิพลกำกับของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชี กำไรทางบัญชี และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

การวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานตัวแปรโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา

สถิติเชิงพรรณนาที่ใช้ในการวิเคราะห์เพื่อให้ทราบถึงข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ ได้แก่ ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ซึ่งแสดงดังนี้

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของตัวแปร

Variable	Mean	Standard Deviation	Minimum	Maximum
PRICE	16.96	34.41	0.02	446.52
SIZE	28,662.31	116,651.41	198.08	2,484,438.68
BVPS	9.95	17.14	0.04	118.34
EPS	0.84	2.02	-5.59	21.01
CGR	0.83	0.37	0.00	1.00

หมายเหตุ : (LogPRICE) คือ ราคาหลักทรัพย์, (LogSIZE) คือ ขนาดของกิจการ, (BVPS) คือ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น, (EPS) คือ กำไรสุทธิต่อหุ้น, (CGR) คือ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

จากตารางที่ 2 พบว่า ราคาหลักทรัพย์ (PRICE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.02 ค่าสูงสุดเท่ากับ 446.52 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 16.96 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 34.41 ขนาดของกิจการ (SIZE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 198.08 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 2.48 ล้านล้านบาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.03 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.12 มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.04 ค่าสูงสุดเท่ากับ 118.34 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 9.95 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 17.14 กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -5.59 ค่าสูงสุดเท่ากับ 21.01 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.84 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 2.02 ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.00 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.83 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

เท่ากับ 0.37 จากข้อมูลพื้นฐานนี้พบว่า ข้อมูลมีลักษณะที่ค่อนข้างแตกต่างกันเมื่อพิจารณาจากค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด ซึ่งชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นมีขนาดที่แตกต่างกันค่อนข้างมาก

ผู้วิจัยได้ดำเนินการแปลงข้อมูลของตัวแปรตาม (LogPRICE) และตัวแปรควบคุม (LogSIZE) ด้วยวิธีการทางคณิตศาสตร์ให้ข้อมูลอยู่ในรูปลอการิทึมฐาน 10 เพื่อให้ข้อมูลอยู่ในรูปโค้งปกติ หลังจากนั้นจึงนำข้อมูลทั้งหมดมาวิเคราะห์ตามสมมติฐานที่กำหนดไว้

การทดสอบสมมติฐานการวิจัยด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณ

ผลการทดสอบสมมติฐาน จากการสร้างสมการการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ โดยกำหนดให้ขนาดของกิจการ (LogSIZE) เป็นตัวแปรควบคุมของทุกสมการ ซึ่งแยกเป็น 2 สมการ เพื่อแสดงถึงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของตัวแปรอิสระที่ทำการศึกษา ในการวิเคราะห์จะแสดงถึงค่า p-value และใช้ค่า Adjusted R² ของแต่ละสมการเป็นตัวอธิบายถึงความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ผลการวิเคราะห์แสดงดังตารางที่ 3 ดังนี้

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ

	B	Unstandardized		SD	t-value	p-value Tolerance	Collinearity	
		Coefficients		Coefficients			Statistics	
		SE	Beta				VIF	
Model1	(Constant)	-0.173	0.080		-2.176	0.030*		
	LogSIZE	0.201	0.021	0.208	9.714	0.000**	0.942	1.061
	BVPS	0.015	0.001	0.417	13.531	0.000**	0.455	2.197
	EPS	0.071	0.010	0.226	7.205	0.000**	0.438	2.283
R ² = 0.451 Adjusted R ² = 0.450 F-Value = 348.461 Sig = 0.000								
Model2	(Constant)	-0.283	0.081		-3.491	0.000**		
	LogSIZE	0.158	0.021	0.164	7.525	0.000**	0.854	1.171
	BVPS	0.025	0.002	0.667	11.608	0.000**	0.123	8.142
	EPS	-0.012	0.018	-0.038	-0.678	0.498	0.129	7.762
	CGR	0.308	0.041	0.183	7.549	0.000**	0.693	1.444
	BVPS*CGR	-0.011	0.002	-0.247	-4.432	0.000**	0.130	7.683
	EPS*CGR	0.113	0.021	0.292	5.450	0.000**	0.141	7.095
R ² = 0.487 Adjusted R ² = 0.484 F-Value = 200.075 Sig = 0.000								

**p < 0.01, *p < 0.05

จากตารางที่ 3 สมการที่ 1 ตัวแบบ Feltham & Ohlson (1995) พบว่า มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ($\beta = 0.417, p < 0.01$) และกำไรสุทธิต่อหุ้น ($\beta = 0.226, p < 0.01$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 มีค่า Adjusted R2 เท่ากับ 0.450 หรือคิดเป็น 45.00% สามารถอธิบายได้ว่า ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ 45.00%

จากสมการที่ 2 ซึ่งเป็นการทดสอบสมมติฐาน พบว่า มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ($\beta = -0.247, p < 0.01$) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ โดยมีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรกำกับ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก

ในขณะที่กำไรทางบัญชีต่อหุ้น ($\beta = 0.292, p < 0.01$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ โดยมีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรกำกับ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 2 ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก โดยสมการที่ (2) นี้ มีค่า Adjusted R2 เท่ากับ 0.484 หรือคิดเป็น 48.40% สามารถอธิบายได้ว่า ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ 48.40%

อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการศึกษาอิทธิพลกำกับของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชี กำไรทางบัญชี และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

1. มูลค่าทางบัญชี และกำไรทางบัญชี มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ ผลการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยพหุคูณ พบว่า มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น และกำไรสุทธิต่อหุ้น มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางบัญชี และกำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลทางบัญชีที่มีประโยชน์ต่อนักลงทุน สอดคล้องกับข้อสมมติฐานเรื่อง Clean Surplus Relation:CSR ของ Feltham & Ohlson (1995) นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับการศึกษาของ Acaranupong (2017) ได้ศึกษาการเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไร มูลค่าตามบัญชี และกระแสเงินสด : หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100 ในประเทศไทย พบว่า กำไรทางบัญชี มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และ Buachoom & Donpad (2018) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีและ

มูลค่าตามบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า กำไรทางบัญชีต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2. ผลการวิเคราะห์สมมติฐานการวิจัยด้วยสมการถดถอยพหุคูณ พบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทางบัญชี และราคาหลักทรัพย์ในเชิงลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้อาจเนื่องจากการคณะกรรมการอิสระผู้ที่มีความรู้ความสามารถด้านบัญชีและการเงินนั้น จะเป็นผู้ที่เข้าใจเรื่องเกี่ยวกับมาตรฐานการบัญชีและทางเลือกของการใช้มาตรฐานการบัญชีที่มีผลกระทบต่อมูลค่าของสินทรัพย์ของกิจการ ดังนั้นหากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และยึดหลักความระมัดระวังอาจทำให้มูลค่าทางบัญชีของกิจการลดลง แต่อย่างไรก็ตามผลการศึกษาของ Whelan (2007) ได้ศึกษาโดยใช้ข้อมูลระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากรายงาน Horwath Corporate Governance ในช่วงปี 2002-2005 เป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการที่ดี พบว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์โดยอ้อมกับราคาหุ้นของบริษัทตัวอย่าง ผ่านทางข้อมูลทางบัญชี คือ ข้อมูลทางบัญชีของส่วนผู้ถือหุ้น และกำไรสุทธิ ในขณะที่ Orathaiwan (2019) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าทางการตลาดและอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาบัญชี นอกจากนั้น Jiamsagul (2018) ยังได้ศึกษาระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับราคาหุ้นในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี จากการรายงานของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย เป็นตัวแทนการกำกับดูแลกิจการที่ดี และได้ใช้ข้อมูลมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนมูลค่าราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรควบคุม พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจากผลการศึกษาในอดีต พบว่าไม่มีความสอดคล้องกัน และไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ดังนั้นจึงเป็นเรื่องที่จะต้องมีการศึกษาเพิ่มเติมถึงรายละเอียดในเชิงลึกต่อไป

3. ผลการวิเคราะห์สมมติฐานการวิจัยด้วยสมการถดถอยพหุคูณ พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีและราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับการศึกษาของ Salaphai & Chopset (2017)

ได้ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และคุณภาพของผู้สอบบัญชี ที่มีต่อความสามารถของข้อมูลกำไรและข้อมูลเงินปันผลในการอธิบายราคาหลักทรัพย์: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีผลกระทบต่อความสามารถของข้อมูลกำไรในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเมื่อกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และได้รับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากการประเมินของ IOD มีผลทำให้คุณค่าหรือประโยชน์ของกำไรทางบัญชีอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากขึ้น ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลให้ข้อมูลทางบัญชี มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น นักลงทุน นักวิเคราะห์ ตลอดจนผู้ใช้การเงินสามารถนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจได้

กล่าวโดยสรุปคือ คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีส่วนในการอธิบายตัวเลขกำไรทางบัญชีต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น ซึ่งชี้ให้เห็นว่านักลงทุนนั้นให้ความสนใจตัวเลขทางบัญชีเนื่องจากเป็นตัวเลขที่พยากรณ์อนาคตของกิจการได้ดีและโดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าเป็นตัวเลขกำไรทางบัญชีที่ประกอบการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะยิ่งส่งผลให้ข้อมูลตัวเลขกำไรทางบัญชื่อนั้นถูกนำไปกำหนดราคาของหลักทรัพย์นั้นได้น่าเชื่อถือ ส่วนตัวเลขมูลค่าตามบัญชียังมีข้อขัดแย้งกันในหลายประเด็นจากงานวิจัยในอดีตรวมทั้งในงานวิจัยนี้

ข้อจำกัดในงานวิจัย

ข้อมูลผลการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีการเผยแพร่เฉพาะกลุ่มบริษัทที่ได้ระดับ 5 คะแนนหรือ 5 ดาว คือ บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” มีช่วงคะแนนระหว่าง 90-100 หรือกลุ่มบริษัทที่ได้ระดับ 4 คะแนน หรือระดับ 4 ดาว คือ บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดีมาก” มีช่วงคะแนนระหว่าง 80-89 และกลุ่มบริษัทที่ได้ระดับ 3 คะแนนหรือ 3 ดาว คือ บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” มีช่วงคะแนนระหว่าง 70-79 เท่านั้น โดยบริษัทที่ได้ผลคะแนนต่ำกว่าระดับดี คือ มีคะแนนน้อยกว่า 70 จะไม่มีการเปิดเผยข้อมูลทำให้ภาพรวมคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่นำเสนอในงานวิจัยเป็นเพียงส่วนหนึ่งของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้มีการเปิดเผยเท่านั้น

ข้อเสนอแนะ

1. การศึกษาในครั้งต่อไป อาจศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างอื่น เช่น ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) เพื่อเปรียบเทียบกับผลการวิจัยครั้งนี้ที่ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

2. งานวิจัยชิ้นนี้มุ่งเน้นข้อมูลทางบัญชีเฉพาะมูลค่าทางบัญชี และกำไรทางบัญชี โดยมีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นตัวแปรกำกับความสัมพันธ์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ งานวิจัยในอนาคตอาจทำการศึกษาโดยเพิ่มตัวแปรข้อมูลทางบัญชีอื่นที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ เช่น กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากเงินปันผล เพื่อให้ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษามีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น หรืออาจเพิ่มตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการอื่น เพื่อให้ตัวแทนด้านการกำกับดูแลกิจการมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

References

- Acaranupong, K. (2017). Comparative value relevance of earnings, book values and cash flows: Empirical evidence from listed companies on SET100 in Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 13(38), 95-114. (In Thai)
- Ball, R. & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 3(1), 159-178.
- Beaver, W.H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Buachoom, W. & Donpad, S. (2018). Association of earnings and book value with stock price of financial firms in The Stock Exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 14(44), 55-67. (In Thai)
- CG Thailand. (2017). *Corporate governance code for listed companies 2017*. Retrieved November 10, 2019, from <https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/Documents/Regulation/CGCode.pdf>
- Collins, D.W., Maydew, E.L. & Weiss, I.S. (1997). Changes in the values-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting & Economics*, 24(1) 39-67.
- Fama, E.F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-420.
- Feltham, G.A. & Ohlson, J.A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689-731.

- Gregory, A. (1992). *Valuing companies: analyzing business worth*. New York: Woodhead-Faulkner.
- Hair, J.F. et al. (2010). *Multivariate data analysis*. Upper Saddle River, NJ.: Prentice Hall.
- Hongsomdee, N. (2015). *The value relevance of accounting information after the accounting standard reform 2009: A case study of Thai listed companies*. Songkla: Prince of Songkla University. (In Thai)
- Jiamsagul, S. (2018). Corporate governance levels and stock prices in Thailand. *MUT Journal of Business Administration*, 15(1), 123-143. (In Thai)
- Jiraudomsarod, P. (2017). Relationship book value, earnings and dividends of listed companies on the Stock Exchange of Thailand's SET 100. *Journal of Thonburi University*, 11(25), 99-106. (In Thai)
- Kearath, N. (1996). *The effects of accounting earnings announcements on stock prices of listed companies in the Stock Exchange of Thailand: A case differences in information availability*. Bangkok: Chulalongkorn University. (In Thai)
- Kumyim, T. (2008). *The impact of accounting conservatism on the valuation properties of earnings and book value: Evidence from the Stock Exchange of Thailand*. Bangkok: Chulalongkorn University. (In Thai)
- Lee, J. (2009). Does size matter in firm performance? Evidence from US public firms. *International Journal of the Economics of Business*, 16(2), 189-203.
- Lekrungrangkit, T. (2015). *The impact of corporate governance on market reaction to earnings announcement*. Bangkok: Thammasat University. (In Thai)
- Orathaiwan, S. (2019). *The relationship between corporate governance and market value and the ratio of market price to book price of listed companies in the Stock Exchange of Thailand technology industry group*. Bangkok: Sripatum University. (In Thai)

- Pitaksemakul, A. (2004). *Value relevance of components of book value and earning: The case of foreign board in the Stock Exchange of Thailand*. Chonburi: Burapha University. (In Thai)
- Promthong, P. & Paveenpongpat, S. (2017). The characteristics of the listed companies violated the securities and exchange Act B.E. 2535 and impact on stock prices. *KKBS Journal of Business Administration and Accountancy*, 1(2), 44-64. (In Thai)
- Raksaphong, S. & Nakprasit, C. (2019). A comparative study of corporate governance between failed and non-failed firms evidenced from the Stock Exchange of Thailand. *KKBS Journal of Business Administration and Accountancy*, 3(1), 21-48. (In Thai)
- Salaphai, T. & Chopset, S. (2017). The impact of good corporate governance, quality of auditors on value relevance of earnings: Evidence form the Stock Exchange of Thailand. *Innovation and Technology Conference*. (pp.447-463). Surin: RMUT Esarn. (In Thai)
- Sincharoonsak, T. (2007). A study of book value and earning in relation to stock prices of service industry group officially listed in the Stock Exchange of Thailand. *Research Journal Rajamangala University of Technology Thanyaburi*, 10(2), 70-78. (In Thai)
- Sodo, W. (2006). *The relationship between stock price and book value of equity for loss firms in the Stock Exchange of Thailand*. Bangkok: Chulalongkorn University. (In Thai)
- Somrithpradit, P. (2002). *A study of factors influencing value-relevance of earnings and book value in the Stock Exchange of Thailand*. Bangkok: Chulalongkorn University. (In Thai)
- Thai-iod. *Survey criteria for corporate governance survey of Thai listed companies*. Retrieved November 10, 2019, from <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=447>
- Thai-iod. *ASEAN CG Scorecard 2018*. Retrieved December 5, 2019, from <http://www.thai-iod.com/th/projects-2-detail.asp?id=482>

- Thooltaisong, T. & Boonmunewai, S. (2019). The relationship between book value, operating income, net income, cash flow from dividend and cash flow from operations and stock price of firms listed in the Stock Exchange of Thailand. *KKBS Journal of Business Administration and Accountancy*, 3(1), 73-90. (In Thai)
- Thunputtadom, P. & Bosakoranut, S. (2018). The impacts of corporate governance mechanisms on earnings management of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. *Social Sciences Journal*, 8(Special Issue), 104-119. (In Thai)
- Watcharanukul K. & Kaewprapa, K. (2015). The relationship between earnings component information and stock price of listed firms in the Stock Exchange of Thailand. *Parichart Journal*, 28(3), 230-248. (In Thai)
- Whelan, C. (2007). The value-relevance of corporate governance: Australian evidence. *Corporate Ownership & Control*, 4(4) 292-298.
- Wichaisingha, S. (2015). *Value relevance of book value and net income of listed companies in the Stock Exchange of Thailand*. Chiang Mai: Chiang Mai University. (In Thai)