

ความเกี่ยวข้องของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ และการกำกับดูแลกิจการในฐานะตัวแปรกำกับ

พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย^{1*}

สุวิทย์ ไวยทิพย์²

พัทธริยา เห็นกลาง³

สุขุมลย์ ชำนิจ⁴

กชกร ณ นครพนม⁵

Received 9 March 2025

Revised 4 July 2025

Accepted 17 July 2025

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา (1) อิทธิพลของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ และ (2) อิทธิพลร่วมของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณและใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ประชากรคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีข้อมูลครบถ้วนระหว่างปี 2560-2565 จำนวน 254 บริษัท (1,524 ข้อมูล) ตัวแบบที่นำมาใช้คือ Ohlson (1995) วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า (1) กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (2) การกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของกำไรต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 สำหรับตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการและความเสี่ยงทางการเงินมีอิทธิพลเชิงลบและบวกต่อราคาหลักทรัพย์ตามลำดับ

คำสำคัญ: ความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น การกำกับดูแลกิจการ

^{1, 4} สาขาวิชาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช เลขที่ 9/9 ตำบลบางพูด อำเภอปากเกร็ด จังหวัดนนทบุรี 11120

^{2, 3} คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร เลขที่ 86 ถนนพิษณุโลก แขวงสวนจิตรลดา เขตดุสิต กรุงเทพมหานคร 10300

⁵ สาขาวิชาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช เลขที่ 9/9 ตำบลบางพูด อำเภอปากเกร็ด จังหวัดนนทบุรี 11120

*Corresponding author e-mail: pichet.sit@stou.ac.th

THE VALUE RELEVANCE OF ACCOUNTING INFORMATION AND CORPORATE GOVERNANCE AS A MODERATOR VARIABLE

Pichet Sittichoksakunchai^{1*}

Suwit Waithip²

Pattareya Henklang³

Sukumarn Shumnij⁴

Kodchakorn Na Nakornphanom⁵

Abstract

The purpose of this research was to examine (1) the influence of earnings per share and book value per share on value relevance and (2) the interaction term of corporate governance with earnings per share and book value per share. This research was a quantitative research and secondary data was used. The population was listed companies on the Stock Exchange of Thailand with completed data between 2017 and 2022, 254 companies (1,524 observations). Ohlson's (1995) model was used for this study. The data were analyzed by regression equations. The results showed that: (1) earnings per share and book value per share had a positive impact on stock prices, statistically significant at 0.01. (2) corporate governance complemented the value relevance of earnings per share with a statistical significance of 0.01. In addition, the control variables size and leverage, had a negative and positive impact on stock prices, respectively.

Keywords: Value Relevance, Earnings Per Share, Book Value Per Share, Corporate Governance

^{1, 4} School of Management Science, Sukhothai Thammathirat Open University, 9/9 Bangpood, Pakkret Nonthaburi 11120

^{2, 3} Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Pra Nakhon, 86 Phitsanulok Road, Suan Chitlada, Dusit, Bangkok 10300

⁵ School of Science and Technology, Sukhothai Thammathirat Open University, 9/9 Bangpood, Pakkret Nonthaburi 11120

*Corresponding author email: pichet.sit@stou.ac.th

บทนำ

วัตถุประสงค์ของการเงินคือ การให้ข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของเจ้าของ รายได้ ค่าใช้จ่าย และกระแสเงินสด ซึ่งข้อมูลเหล่านี้มีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินในการประมาณกระแสเงินสดสุทธิในอนาคตของกิจการและการประเมินหน้าที่และความรับผิดชอบของฝ่ายบริหารต่อทรัพยากรเชิงเศรษฐกิจของกิจการ โดยงบการเงินสามารถสะท้อนภาพของธุรกิจที่เป็นจริงและยุติธรรม (Abdollahi et al., 2020) และผู้ใช้งบการเงินที่สำคัญคือ นักลงทุน (Investors) โดยกรอบแนวคิดสำหรับรายงานทางการเงินจากทางประกาศสภาวิชาชีพบัญชี ที่ 48/2563 (2563) อธิบายว่า นักลงทุนจะใช้ข้อมูลทางบัญชีเพื่อประกอบการตัดสินใจที่จะซื้อ ถือ หรือขายเงินลงทุน ทั้งนี้ข้อมูลทางบัญชีจะถือว่ามีความเกี่ยวข้องในการตัดสินใจ (Relevance) ก็ต่อเมื่อการตัดสินใจของผู้ใช้ข้อมูลในกรณีที่มีข้อมูลทางบัญชีกับไม่มีข้อมูลทางบัญชีที่แตกต่างกัน หรือกล่าวด้วยภาษาที่เข้าใจง่าย คือ การมีข้อมูลจะช่วยให้ผู้ใช้ข้อมูลสามารถตัดสินใจได้ดียิ่งขึ้น ดังนั้นนิยามของความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (Value Relevance) คือ ประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินสามารถอธิบายความมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ (Francis & Schipper, 1999) และหากอาศัยตัวแบบ Ohlson (1995) ซึ่งแสดงฟังก์ชันของข้อมูลทางบัญชีที่ใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ ประกอบด้วย กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) และมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น ซึ่งต่อไปจะเรียกแทนว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value per Share: BVS) โดยตัวแบบดังกล่าวถูกนำมาประยุกต์อย่างแพร่หลายในงานวิจัยที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตลาดทุน (Capital Market) และข้อมูลในงบการเงิน ที่เรียกว่า Capital Market-based Accounting Research: CMBAR (Beisland, 2009) และมีการเพิ่มตัวแปรที่ใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์เพื่อใช้ศึกษาว่า ตัวแปรดังกล่าวมีอิทธิพลหรือมีความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์หรือไม่ ตัวแปรที่นักวิจัยเพิ่มเข้าไปในตัวแบบมีทั้งข้อมูลที่เป็นตัวเงิน (Financial Information) และข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงิน (Non-financial Information) ข้อมูลที่เป็นตัวเงินมักเป็นข้อมูลที่มาจากงบการเงิน เช่น สินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Intangible Assets) ที่ปรากฏในงานวิจัยของ Al-Ani and Tawfik (2021) และ Egiyi (2021) เป็นต้น สำหรับข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินส่วนใหญ่คือ รายงานต่าง ๆ ตามที่หน่วยงานกำกับดูแลกำหนดขึ้นไม่ว่าจะเป็นในลักษณะภาคบังคับ (Mandatory) หรือภาคสมัครใจ (Voluntary) โดยหน่วยงานกำกับดูแลก็พยายามออกแบบรายงานที่จะสามารถเป็นแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องในตลาดสามารถนำไปประเมินมูลค่ากิจการสำหรับประกอบการตัดสินใจ โดยคาดหวังว่ารายงานนั้น ๆ จะช่วยเพิ่มหรือเสริมความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ เช่น รายงานเชิงบูรณาการ (Integrated Report) ที่ปรากฏในงานวิจัยของ Permatasari and Narsa (2022); Cooray et al. (2020) เป็นต้น หรือรายงานเพื่อความยั่งยืน (Sustainability Report) ที่ปรากฏในงานวิจัยของ Endiana and Suryandari (2022); Landau et al. (2020) เป็นต้น โดยงานวิจัยนี้ได้นำข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงิน คือ การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) มาทดสอบอิทธิพล สำหรับประเทศไทยกลไกดังกล่าวกำหนดขึ้นโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) เพื่อเป็นหลักปฏิบัติให้คณะกรรมการบริษัทนำไปปฏิบัติเพื่อให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาว น่าเชื่อถือ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย โดยปัจจุบันบริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยผลของการนำหลักการกำกับดูแลกิจการไปใช้ในรายงานประจำปีและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ดังนั้น การกำกับดูแล

กิจการถือเป็นตัวแปรกำกับที่สำคัญในการเพิ่มความสามารถของข้อมูลทางบัญชีของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ด้วยการทำให้เกิดความเชื่อมั่นเรื่องความโปร่งใส ความรับผิดชอบตามหน้าที่ และการตัดสินใจที่มีประสิทธิภาพ (Bushman และ Smith, 2001) ผู้วิจัยจึงประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) โดยใช้ข้อมูลทางบัญชีตามตัวแบบดั้งเดิมคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น รวมทั้งอิทธิพลร่วม (Interaction) ของการกำกับดูแลกิจการในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในบริบทของตลาดทุนไทยโดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2565 ผลการวิจัยนี้จะมีประโยชน์ต่อนักลงทุนในการใช้ข้อมูลทางบัญชีและการกำกับดูแลกิจการประกอบการตัดสินใจ ตลอดจนสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับตลาดทุนโดยเฉพาะหน่วยงานกำกับดูแลว่าการกำกับดูแลกิจการยังคงเป็นกลไกที่มีประสิทธิภาพและช่วยเสริมความสามารถของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้

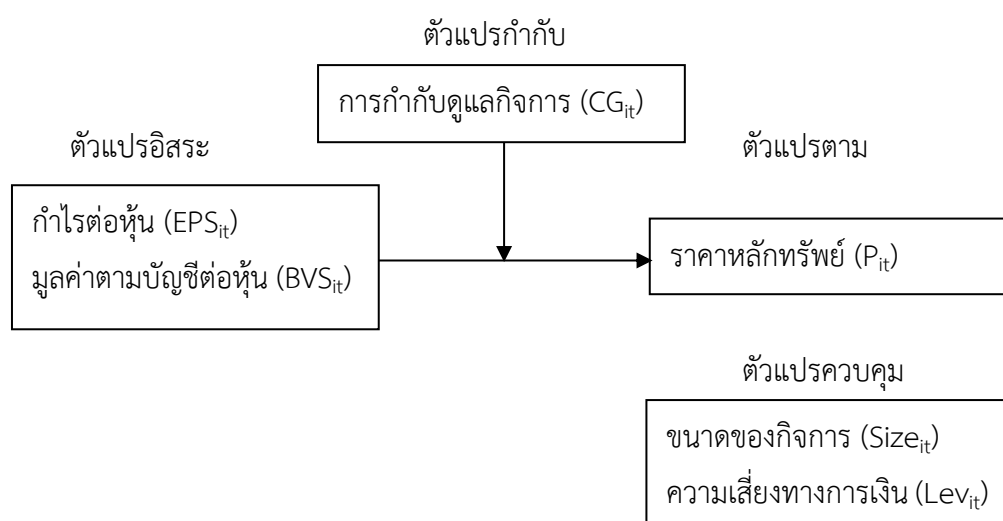
วัตถุประสงค์ในการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา

1. อิทธิพลของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์
2. อิทธิพลร่วมของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

กรอบแนวคิดในการวิจัย

การวิจัยนี้มีกรอบแนวคิดปรากฏตามภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

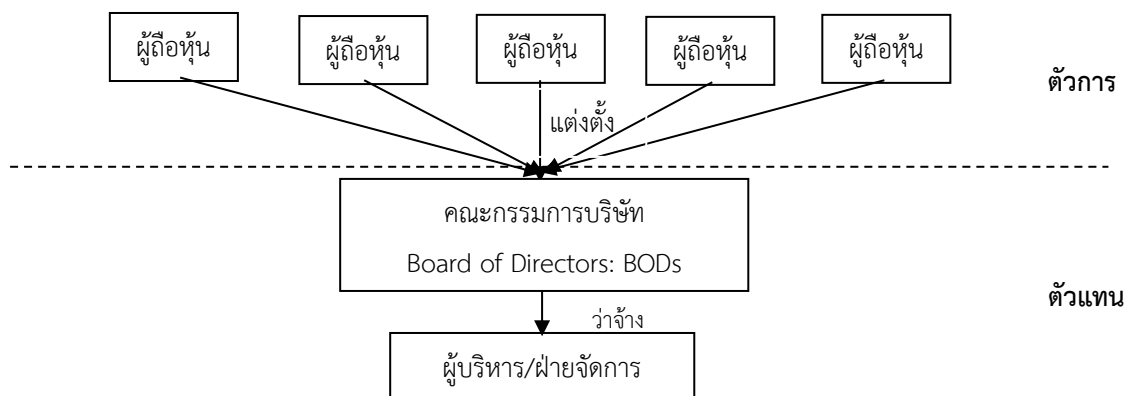
แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. ลักษณะเชิงคุณภาพ (Qualitative Characteristic) ของรายงานทางการเงินหรือ งบการเงินตามกรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน (ประกาศสภาวิชาชีพบัญชี ที่ 48/2563, 2563) กำหนด

ลักษณะเชิงคุณภาพไว้ 2 ส่วน คือ (1) ลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน (Fundamental Qualitative Characteristic) และ (2) ลักษณะเชิงคุณภาพเสริม (Enhancing Qualitative Characteristic) โดยที่ลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐาน ประกอบด้วย ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ และการเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม ส่วนลักษณะเชิงคุณภาพเสริม ประกอบด้วย ความสามารถเปรียบเทียบกันได้ การยืนยันความถูกต้องได้ ความทันเวลา และความเข้าใจได้ ในที่นี้จะกล่าวถึงเฉพาะความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ (Relevance) คือ ข้อมูลในรายงานทางการเงินหรืองบการเงินจะเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจได้ก็ต่อเมื่อข้อมูลนั้นช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินเหตุการณ์ในอดีต ปัจจุบัน และอนาคต รวมทั้งช่วยยืนยันหรือชี้ข้อผิดพลาดของผลการประเมินที่ผ่านมาของผู้ใช้งบการเงินได้

2. ทฤษฎีการประเมินมูลค่าทางตรง (Direct Valuation Theory) พัฒนาขึ้นโดย Holthausen and Watts (2001) ทฤษฎีนี้อธิบายว่า การเปลี่ยนแปลงมูลค่าตลาดส่วนของผู้ถือหุ้น เกิดจากการที่นักลงทุนได้รับข้อมูลหรือความรู้ที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นของธุรกิจ ทฤษฎีนี้ยังยืนยันว่า ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ ไม่เพียงแต่ได้มาจากการเงินหรือรายงานทางการเงิน แต่ยังรวมถึงข้อมูลจากแหล่ง อื่น ๆ ด้วย ดังนั้นมูลค่าของกิจการในปัจจุบันหรือการคาดการณ์มูลค่าของกิจการในอนาคต สามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรต่าง ๆ มากมาย ทั้งที่ปรากฏและไม่ปรากฏอยู่ในงบการเงินหรือรายงานทางการเงิน

3. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ทฤษฎีที่ใช้อธิบายพฤติกรรมของคน/กลุ่มบุคคลและความเป็นไปของกิจการคือ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งมาจากแนวคิดของ Jensen and Meckling ที่ได้พัฒนาไว้ในปี ค.ศ. 1976 แสดงความสัมพันธ์ของคน/กลุ่มบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกิจการภายใต้ทฤษฎีตัวแทน ดังภาพที่ 2



ภาพที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท และผู้บริหาร

จากภาพที่ 2 หากเป็นกิจการขนาดเล็กซึ่งมักพบว่าคน/กลุ่มบุคคลทั้ง 3 มักเป็นคน/กลุ่มบุคคลเดียวกันหรือมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด แต่ในกรณีของกิจการขนาดใหญ่ซึ่งระดมเงินทุนจากประชาชนจำนวนมาก เจ้าของเงินทุน (ผู้ถือหุ้น) ถือเป็นเจ้าของที่แท้จริง แต่ด้วยข้อจำกัดเรื่องของจำนวนคนที่นำเงินมา

ลงทุนที่มีทั้งผู้ลงทุนรายใหญ่และรายย่อย จึงไม่สามารถให้เจ้าของเงินทุนเข้าไปบริหารกิจการได้โดยตรง ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทผ่านที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อทำหน้าที่ในการกำกับควบคุมการดำเนินงานของผู้บริหาร/ฝ่ายจัดการมีอาชีพที่ถนัดกว่าจ้างมาทำหน้าที่จัดการงานของกิจการให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์

ดังนั้น ทฤษฎีนี้จึงอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยฝ่ายที่มอบอำนาจคือ ตัวการ (Principal) ในขณะที่อีกฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงานคือ ตัวแทน (Agent) ตราบใดที่ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนตัดสินใจดำเนินงานเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดจากเงินลงทุนในวิธีที่สอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวการแล้ว ความสัมพันธ์ของบุคคล 2 ฝ่ายก็ยังคงมีประสิทธิภาพที่ดี แต่ถ้าหากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นและผู้บริหารไม่สอดคล้องกัน จะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น กล่าวคือ หากผู้บริหารตัดสินใจดำเนินงานโดยคำนึงถึงเฉพาะประโยชน์ส่วนตน เช่น การถ่ายโอนทรัพยากรของกิจการไปเป็นของตนในรูปแบบผลประโยชน์ทั้งโดยตรงและโดยอ้อม เป็นต้น ก็ทำให้ความมั่นคงของกิจการลดลง และท้ายที่สุดก็ส่งผลต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น

4. การกำกับดูแลกิจการ

4.1 ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี พ.ศ. 2560 (Corporate Governance Code for Listed Companies 2017: CG Code) เป็นดังนี้

“การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง ความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแล รวมทั้งกลไกมาตรการที่ใช้กำกับการตัดสินใจของคนในองค์กรให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ ซึ่งรวมถึง (1) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลัก (2) การกำหนดกลยุทธ์ นโยบาย และพิจารณาอนุมัติแผนงานและงบประมาณ และ (3) การติดตามประเมิน และดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน”

4.2 วัตถุประสงค์ของการกำกับดูแลกิจการ

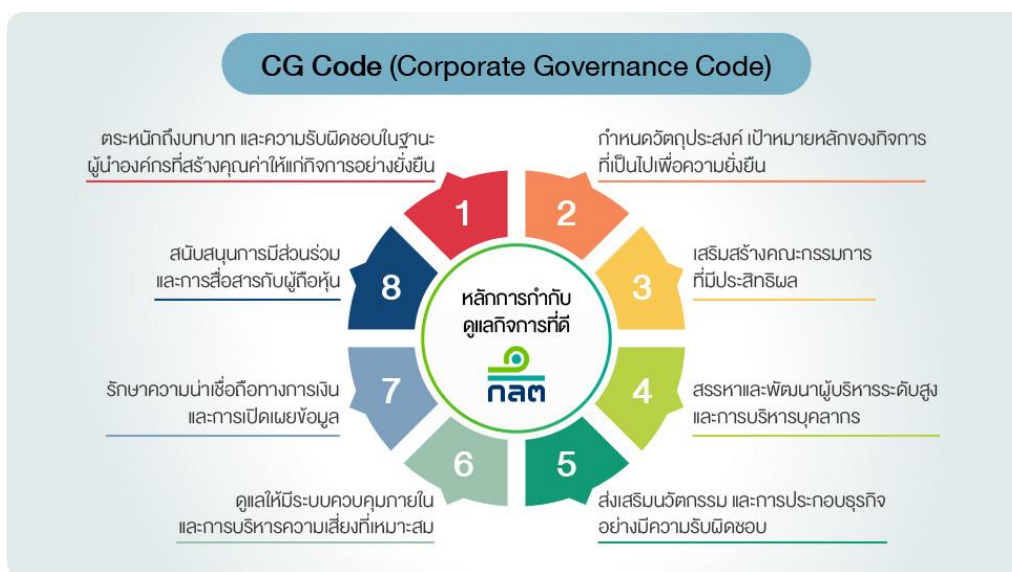
การกำกับดูแลกิจการที่เป็นไปเพื่อการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน นอกเหนือจากการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน ซึ่งคณะกรรมการบริษัทควรกำกับดูแลกิจการให้นำไปสู่ผลอย่างน้อยคือ (1) สามารถแข่งขันได้และมีผลประโยชน์ที่ดีโดยคำนึงถึงผลกระทบในระยะยาว (2) ประกอบธุรกิจอย่างมีจริยธรรม เคารพสิทธิและ มีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย (3) เป็นประโยชน์ต่อสังคม และพัฒนาหรือลดผลกระทบด้านลบต่อสิ่งแวดล้อม และ (4) สามารถปรับตัวได้ภายใต้ปัจจัยการเปลี่ยนแปลง

บริษัทจดทะเบียน (Listed Companies) เป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ ทั้งในแง่การสร้างรายได้ การจ้างงาน รวมถึงการมีส่วนร่วมดูแลสังคมและสิ่งแวดล้อม ดังนั้น คณะกรรมการบริษัท ฝ่ายจัดการและหน่วยงานภายในองค์กรจึงควรให้ความสำคัญในการส่งเสริมให้องค์กรมีบรรษัทภิบาล หรือการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้บริษัทสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับทั้งตนเองและสังคมได้อย่างยั่งยืน โดยต้องมีการวางโครงสร้างและระบบการกำกับดูแลกิจการอย่างมีประสิทธิภาพทั้งด้านการกำกับดูแล การติดตาม และการประเมินผล เพื่อให้ทุกฝ่ายมีแนวปฏิบัติไปในทิศทางเดียวกันตามหลักพื้นฐานการกำกับดูแล

กิจการที่ดี 5 ประการ คือ ความยุติธรรม (Fairness) ความโปร่งใส (Transparency) ความซื่อสัตย์ (Integrity) ความรับผิดชอบตามหน้าที่ (Accountability) และภาระรับผิดชอบ (Responsibility)

4.3 องค์ประกอบของ CG Code

เพื่อเป็นหลักปฏิบัติให้คณะกรรมการบริษัท ซึ่งเป็นผู้นำหรือผู้รับผิดชอบสูงสุดขององค์กร นำไปปรับใช้ในการกำกับดูแลให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีในระยะยาว นำเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้นและผู้คนรอบข้าง เพื่อประโยชน์ในการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน ตรงตามความมุ่งหวังของทั้งภาครัฐกิจ ผู้ลงทุน ตลาดทุนและสังคมโดยรวมบนหลักการ Apply or Explain โดยบริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยผลของการนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีไปปรับใช้ตามบริบทของธุรกิจ (Apply) หรืออธิบายเหตุผลของการที่บริษัทไม่สามารถนำหลักการไปปรับใช้หรืออธิบายการมีมาตรการอื่นที่บริษัทนำมาใช้ทดแทน (Explain) ในรายงานประจำปีและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ที่ต้องจัดส่งในปี พ.ศ. 2562 เป็นต้นไป โดย CG Code ประกอบด้วย 8 หมวดที่เน้นบทบาทและการทำหน้าที่ของคณะกรรมการ ซึ่งถือเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนและกำกับดูแลกิจการของบริษัทให้มีผลประกอบการที่ดีในระยะยาวอย่างยั่งยืน และเป็นที่น่าเชื่อถือสำหรับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย ดังภาพที่ 3



ภาพที่ 3 เนื้อหาของ CG Code

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2568)

4.4 การจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการ

เพื่อติดตามและวัดผลพัฒนาการการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: Thai IOD) จะดำเนินการประเมินบริษัทจดทะเบียนที่เข้าร่วมการประเมิน โดยอาศัยข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยต่อสาธารณชน ข่าว/ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับบริษัท โดยมีกรอบการพิจารณา

แบ่งเป็น 5 หมวด (สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ) โดยในแต่ละหมวดจะมีจำนวนหลักเกณฑ์การประเมิน (ข้อ) และค่าน้ำหนัก ซึ่งจะทำให้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำผลการประเมินไปวิเคราะห์ข้อดีข้อเสียในภาพรวมของกิจการ และนำไปปรับปรุงวิธีการกำกับดูแลกิจการของตนเองได้ สำหรับผลการประเมินจะแสดงเป็นสัญลักษณ์ของอันดับดังตารางที่ 1 ซึ่งนักลงทุนหรือผู้สนใจทั่วไปสามารถเข้าถึงผลการประเมินของแต่ละบริษัทในหัวข้อสารสนเทศบริษัทจดทะเบียนจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 1 ความหมายสัญลักษณ์ CG Rating

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 - 100		ดีเลิศ (Excellent)
80 - 89		ดีมาก (Very Good)
70 - 79		ดี (Good)
60 - 69		ดีพอใช้ (Satisfactory)
50 - 59		ผ่าน (Pass)
ต่ำกว่า 50	-	N/A

ที่มา: สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (2566ก)

เมื่อได้คะแนนการประเมินแล้ว สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยจะจัดกลุ่มบริษัทตามช่วงคะแนนที่ได้รับและให้ตราสัญลักษณ์ตามช่วงคะแนน โดยประกาศรายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้รับคะแนนตั้งแต่ 70 คะแนนขึ้นไป โดยแบ่งเป็น 3 ระดับ ได้แก่ ระดับดี (70-79 คะแนน) ระดับดีมาก (80-89 คะแนน) และระดับดีเลิศ (90-100 คะแนน) โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่มเรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อในภาษาอังกฤษ (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2566ข)

5. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่ใช้กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ยังแสดงผลลัพธ์แบบผสม (Mixed Results) กล่าวคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นแสดงทั้งอิทธิพลเชิงบวกและเชิงลบ เช่น El-Diftar and Elkalla (2019) ที่ศึกษาข้อมูลในภูมิภาค Middle East and North Africa (MENA) ระหว่างปี ค.ศ. 2007-2016 พบว่า กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ เช่นเดียวกับ Mirza et al. (2019) ที่ศึกษาในประเทศมาเลเซียระหว่างปี ค.ศ. 2012-2016 ซึ่ง กิติมา อัครนุพงศ์ (2560) และกิติมา อัครนุพงศ์ (2565) ก็พบอิทธิพลเชิงบวกเช่นกัน อย่างไรก็ตาม Eugenio et al. (2019)

ที่ศึกษาข้อมูลของประเทศในแถบเอเชียตะวันออก 6 ประเทศพบว่า กำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงปี ค.ศ. 2008-2009 ซึ่งเป็นช่วงการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน หรือ Fiador (2013) ที่ไม่พบอิทธิพลของกำไรต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ หรืออนุวัฒน์ ภักดี และศิลปพร ศรีจันทเพชร (2563) ที่พบว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ในบางปีที่ทดสอบคือ ปี พ.ศ. 2552 และ 2556

สำหรับงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาอิทธิพลร่วมของการกำกับดูแลกิจการในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ ผู้วิจัยจะใช้องค์ประกอบต่าง ๆ ของการกำกับดูแลกิจการเป็น Proxy เช่น Almujaed and Alfraih (2020) ทดสอบคุณลักษณะของคณะกรรมการ (ขนาดของคณะกรรมการ จำนวนคณะกรรมการที่มีผู้ใช้ผู้บริหาร และการปฏิบัติหน้าที่ควบของ CEO) ของประเทศคูเวตพบว่า อิทธิพลร่วมของขนาดของคณะกรรมการและการปฏิบัติหน้าที่ควบของ CEO กับกำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ หรือ Habib and Azim (2008) ที่ศึกษาข้อมูลของประเทศออสเตรเลียก็พบอิทธิพลร่วมเชิงบวกของโครงสร้างคณะกรรมการกับทั้งกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชี ต่อหุ้น ในขณะที่ Fiador (2013) ที่ศึกษาข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์กานาพบว่า อิทธิพลร่วมของขนาดของคณะกรรมการกับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นแสดงอิทธิพลเชิงลบ ในขณะที่อิทธิพลร่วมของการทำหน้าที่ควบของ CEO กับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นแสดงอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ หรือนันทิยา พรหมทอง และวรวิทย์ กุลตังวัฒนา (2564) ที่ไม่พบอิทธิพลร่วมของคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ลำดับขั้นที่ 1 และ 2

ระเบียบวิธีการวิจัย

1. ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 254 บริษัท ที่มีข้อมูลครบถ้วนระหว่างปี พ.ศ. 2560 - 2565 โดยมีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม และส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ติดลบ ทั้งนี้ ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากมีลักษณะการดำเนินงานแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ดังนั้น จำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย คือ 1,524 ข้อมูล (Observations)

2. สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

2.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของตัวแปร ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

2.2 สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

2.3 สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) เพื่ออธิบายอิทธิพลของตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัวแปรที่มีต่อตัวแปรตาม (ราคาหลักทรัพย์) สำหรับค่าสถิติที่ใช้ในการอธิบายอิทธิพลของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในสมการถดถอยพหุคูณนั้น จะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Coefficient) เพื่อใช้อธิบายผลว่าตัวแปรอิสระนั้น ๆ มีอิทธิพลต่อตัวแปรตามในทิศทางบวกหรือลบ และมีขนาดเท่าใด รวมทั้งพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Coefficient of Determination) หรือ adjusted R^2 ที่ใช้อธิบายว่า ตัวแปรอิสระที่อยู่ในสมการถดถอยพหุคูณสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ร้อยละเท่าใด นอกจากนั้น ราคาหลักทรัพย์จะถูกอธิบายด้วยตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่อยู่ในสมการถดถอยพหุคูณ

สำหรับข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยมีขนาดใหญ่ ($n > 200$) อาจไม่จำเป็นต้องพิจารณาการแจกแจงปกติ ซึ่งเป็นข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอย เพราะทฤษฎีแนวโน้มเข้าสู่ส่วนกลาง เมื่อข้อมูลตัวอย่างเพิ่มขึ้น ค่าเฉลี่ยของตัวอย่างจะมีแนวโน้มเข้าใกล้การกระจายตัวแบบปกติตามแนวคิดของ Memon, et al. (2020)

3. ตัวแบบที่ใช้ งานวิจัยนี้ประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) ซึ่งมีความนิยมแพร่หลายในการนำมาใช้ในงานวิจัยความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (พิเชษฐ์ สิริโชคสกุลชัย และคณะ, 2566) ตัวแบบ Ohlson (1995) แสดงความสัมพันธ์เชิงเส้นของราคาหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชีคือ กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value per Share: BVS) จะเห็นว่าข้อมูลทางบัญชีที่เป็นกำไรและมูลค่าตามบัญชีนั้นผู้วิจัยใช้จะเป็นมูลค่าต่อหุ้น (per share) รวมทั้งการนำราคาปิดของหลักทรัพย์ช่วงเวลาเดียวกันของปีก่อน (P_{it3m_lag}) มาหารข้อมูลทางบัญชีดังกล่าวเพื่อลดปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจาก Scale Effect ตามแนวทางของ Lee and Lee (2013); Banimahd et al. (2013) แสดงตามสมการถดถอยที่ (1)

$$P_{it3m}/P_{it3m_lag} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it}/P_{it3m_lag} + \beta_2 BVS_{it}/P_{it3m_lag} + \epsilon_{it} \quad \dots\dots\dots (1)$$

โดยที่ P_{it3m} = ราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคม²

P_{it3m_lag} = ราคาปิดของหลักทรัพย์เดือนมีนาคมปีก่อน

EPS_{it} = กำไรต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t คำนวณโดยกำไรสำหรับปีหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

BVS_{it} = มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t คำนวณโดยยอด ส่วนของผู้ถือหุ้นหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

β = ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปรอิสระแต่ละตัว

ϵ_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน

และได้เพิ่มตัวแปรควบคุม 2 ตัวคือ ขนาดของกิจการซึ่งวัดด้วยลอการิทึมของสินทรัพย์รวม ($Size_{it}$) ความเสี่ยงทางการเงินที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Lev_{it}) (Samki, 2013; Habib & Azim, 2008) แสดงสมการถดถอย (2)

$$P_{it3m}/P_{it3m_lag} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it}/P_{it3m_lag} + \beta_2 BVS_{it}/P_{it3m_lag} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \epsilon_{it} \quad \dots\dots\dots (2)$$

โดยที่ $Size_{it}$ = ขนาดของกิจการที่วัดด้วยลอการิทึมของสินทรัพย์รวม

² สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องส่งงบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีภายใน 3 เดือนนับแต่วันสิ้นสุดรอบระยะเวลาบัญชี

Lev_{it} = ความเสี่ยงทางการเงินที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
 นอกจากนี้ได้เพิ่มตัวแปรการกำกับดูแลกิจการซึ่งมีลักษณะเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy) เพื่อศึกษาอิทธิพลร่วมที่มีต่อข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ สมการถดถอยพหุคูณจะแสดงทั้งกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุมและมีตัวแปรควบคุมดังสมการถดถอยที่ (3) และ (4) ตามลำดับ

$$P_{it3m}/P_{it3m_lag} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it}/P_{it3m_lag} + \beta_2 BVS_{it}/P_{it3m_lag} + \beta_3 CG_{it} + \beta_4 CG_{it} * (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_5 CG_{it} * (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \epsilon_{it} \dots (3)$$

โดยที่ CG_{it} = ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ เมื่อ 1 คือ ผลการประเมินตั้งแต่ระดับดีขึ้นไป และ 0 คือ ผลการประเมินต่ำกว่าระดับดี (นันทิยา พรหมทองและวรวิทย์ กุลตั้งวัฒนา, 2564)

$$P_{it3m}/P_{it3m_lag} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it}/P_{it3m_lag} + \beta_2 BVS_{it}/P_{it3m_lag} + \beta_3 CG_{it} + \beta_4 CG_{it} * (EPS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_5 CG_{it} * (BVS_{it}/P_{it3m_lag}) + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \epsilon_{it} \dots (4)$$

ผลการวิจัย

1. ลักษณะทั่วไปของตัวแปร อธิบายด้วยสถิติเชิงพรรณนา ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปร

(n = 1,524)

ตัวแปร	หน่วยวัด	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	S.D.
P_{it3m}	บาท	0.030	226.000	12.075	19.003
EPS_{it}	บาท	-4.708	10.317	0.594	1.196
BVS_{it}	บาท	0.151	82.833	7.191	10.867
CG_{it}	ระดับ	0.000	1.000	0.919	0.274
$Size_{it}$	Log. สินทรัพย์รวม	2.248	6.534	3.952	0.646
Lev_{it}	เท่า	0.030	12.400	1.151	1.066

จากตารางที่ 2 พบว่าราคาปิดของหลักทรัพย์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12.075 บาท โดยมีค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดเท่ากับ 0.030 บาทและ 226.000 บาทตามลำดับ สำหรับส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 19.003 บาท ส่วนข้อมูลทางบัญชีที่นำมาใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์คือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น โดยที่

กำไรต่อหุ้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.594 บาท โดยค่าต่ำสุดเป็นขาดทุนต่อหุ้นเท่ากับ 4.708 บาท ในขณะที่ค่าสูงสุดคือ 10.317 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.196 บาท สำหรับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.151 บาท สูงสุดเท่ากับ 82.833 บาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.191 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 10.867 บาท สำหรับตัวแปรกำกับในงานวิจัยนี้คือ การกำกับดูแลกิจการ โดยกำหนดเป็นตัวแปรหุ่นมีค่าต่ำสุดคือ 0.000 ซึ่งหมายถึง ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการต่ำกว่าระดับดี ส่วนค่าสูงสุดคือ 1.000 ซึ่งหมายถึง ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการตั้งแต่ระดับดีขึ้นไป โดยการกำกับดูแลกิจการมีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.919 และ 0.274 ตามลำดับ ทั้งนี้ บริษัทส่วนใหญ่ได้รับการประกาศรายชื่อ (ผลการประเมินระดับดีขึ้นไป) ครบทั้ง 6 ปี จำนวน 204 บริษัท (80.31%) รองลงมาคือบริษัทที่ได้รับการประกาศรายชื่อ 5 ปี จำนวน 27 บริษัท (10.63%) ส่วนบริษัทที่ไม่ได้รับการประกาศรายชื่อเลยทั้ง 6 ปี จำนวน 9 บริษัท (3.54%) สำหรับตัวแปรควบคุมคือขนาดของกิจการ ซึ่งวัดด้วยค่าล็อกการิทึมของสินทรัพย์รวมมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.952 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.646 ในขณะที่ ค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดเท่ากับ 2.248 (1,170.01 ล้านบาท) และ 6.534 (3,415,632.29 ล้านบาท) ตามลำดับ ส่วนความเสี่ยงทางการเงินซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.151 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.030 เท่ากับ ค่าสูงสุดเท่ากับ 12.400 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.066 เท่า

2. ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร วัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน แสดงได้ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

(n = 1,524)

	P_{it3m}	EPS_{it}	BVS_{it}	CG_{it}	$Size_{it}$	Lev_{it}
P_{it3m}	1.000	0.651***	0.575***	0.080***	0.315***	-0.096***
EPS_{it}		1.000	0.713***	0.099***	0.263***	-0.202***
BVS_{it}			1.000	0.091***	0.372***	-0.123***
CG_{it}				1.000	0.072***	-0.002
$Size_{it}$					1.000	0.367***
Lev_{it}						1.000

หมายเหตุ *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากตารางที่ 3 พบว่าตัวแปรส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ยกเว้นความเสี่ยงทางการเงินที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ กำไรต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น จากตารางที่ 3 จะเห็นว่าตัวแปรเพียงคู่เดียวคือ การกำกับดูแลกิจการกับความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้จะเห็นว่า ไม่มีตัวแปรคู่ใดโดยเฉพาะระหว่างตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กันเกินกว่า 0.80 (Gujarati, 2003) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าชุดข้อมูลที่น่ามาวิจัยในครั้งนี้ไม่พบปัญหา multicollinearity

3. อิทธิพลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ การอธิบายอิทธิพลของข้อมูลทางการบัญชีที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ จะใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ โดยประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) ทั้งกรณีไม่มีและมีตัวแปรควบคุม ตามตารางที่ 4 รวมทั้งการพิจารณาอิทธิพลร่วมของการกำกับดูแลกิจการกับข้อมูลทางบัญชีในการอธิบาย ราคาหลักทรัพย์ในลักษณะที่ไม่มีและมีตัวแปรควบคุมตามตารางที่ 5 ดังนี้

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อราคาหลักทรัพย์

ตัวแปร	ไม่มีตัวแปรควบคุม				มีตัวแปรควบคุม			
	Coefficient	t-Statistic	P-value	VIF	Coefficient	t-Statistic	P-value	VIF
Constant	0.655***	27.098	0.000		0.978***	7.177	0.000	
EPS_{it}/P_{it3m_lag}	0.728***	6.106	0.000	2.516	0.793***	6.519	0.000	2.634
BVS_{it}/P_{it3m_lag}	0.456***	60.016	0.000	2.516	0.460***	59.683	0.000	2.599
$Size_{it}$					-0.098***	-2.726	0.006	1.169
Lev_{it}					0.052**	2.352	0.018	1.210
Adj.R-squared		83.53				83.61		
F-statistic		3862.72***				1943.21***		
D.W. stat.		1.86				1.86		

หมายเหตุ *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4 กรณีไม่มีตัวแปรควบคุมนั้น ข้อมูลทางบัญชีทั้ง 2 ตัวคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยที่กำไรต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นซึ่งสังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ($0.728 > 0.456$) การวิเคราะห์อิทธิพลในกรณีที่มีตัวแปรควบคุมก็แสดงผลเช่นเดียวกับกรณีที่ไม่มีตัวแปรควบคุม กล่าวคือ ทั้งกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยที่อิทธิพลหรือความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรต่อหุ้นก็สูงกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเช่นเดียวกัน ($0.793 > 0.456$) สำหรับตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ในขณะที่ความเสี่ยงทางการเงินมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 4 นี้แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์อิทธิพลทั้ง 2 กรณีสามารถอธิบาย ตัวแปรตามได้ประมาณร้อยละ 83 ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และไม่พบปัญหา autocorrelation โดยสังเกตจากสถิติเดอร์บิน-วัตสัน (Durbin-Watson Statistic) ที่มีค่าระหว่าง 1.5-2.5 รวมทั้งไม่พบปัญหา multicollinearity โดยสังเกตจากค่า Variance Inflation Factor (VIF) ที่มีค่าไม่เกิน 10

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์หัตถิพลร่วมของการกำกับดูแลกิจการกับข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อราคาหลักทรัพย์

ตัวแปร	ไม่มีตัวแปรควบคุม				มีตัวแปรควบคุม			
	Coefficient	t-Statistic	P-value	VIF	Coefficient	t-Statistic	P-value	VIF
Constant	0.475***	6.207	0.000		0.8580***	5.7242	0.0000	
EPS_{it}/P_{it3m_lag}	0.337*	1.845	0.065	5.950	0.3384*	1.8598	0.0631	5.969
BVS_{it}/P_{it3m_lag}	0.439***	42.169	0.000	4.766	0.4400***	42.3873	0.0000	4.776
CG_{it}	0.220***	2.608	0.009	1.147	0.2374***	2.8244	0.0048	1.152
$CG_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag})$	0.708***	2.889	0.004	2.264	0.8575***	3.4681	0.0005	2.326
$CG_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag})$	-0.020	-0.690	0.490	1.280	-0.0207	-0.7247	0.4688	1.281
$Size_{it}$					-0.1218***	-3.3637	0.0008	1.193
Lev_{it}					0.0669***	2.9885	0.0028	1.243
Adj.R-squared	83.68				83.81			
F-statistic	1562.52***				1127.56***			
D.W. stat.	1.91				1.91			

หมายเหตุ *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 5 เป็นผลการวิเคราะห์หัตถิพลร่วมของการกำกับดูแลกิจการว่าช่วยเพิ่มความสามารถของข้อมูลทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้หรือไม่ โดยสังเกตจากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของผลคูณระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับข้อมูลทางบัญชีแต่ละตัวคือ $CG_{it}*(EPS_{it}/P_{it3m_lag})$ และ $CG_{it}*(BVS_{it}/P_{it3m_lag})$ จะพบว่า ผลการวิเคราะห์มีลักษณะทำนองเดียวกันทั้งกรณีที่ไม่มีและมีส่วนประกอบ กล่าวคือ การกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความสามารถของกำไรต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แต่การกำกับดูแลกิจการกลับไม่ช่วยเพิ่มความสามารถของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ สำหรับตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการมีอิทธิพลเชิงลบและความเสี่ยงทางการเงินมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 5 นี้แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระที่นำมาใช้การวิเคราะห์หัตถิพลทั้ง 2 กรณีสามารถอธิบาย ตัวแปรตามได้ประมาณร้อยละ 83 ทั้งนี้ F-statistic แสดงให้เห็นว่าชุดของตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และไม่พบปัญหา autocorrelation โดยสังเกตจากสถิติเดอร์บิน-วัตสัน (Durbin-Watson Statistic) ที่มีค่าระหว่าง 1.5-2.5 รวมทั้งไม่พบปัญหา multicollinearity โดยสังเกตจากค่า Variance Inflation Factor (VIF) ที่มีค่าไม่เกิน 10

สรุปและอภิปรายผล

จากผลการวิจัยข้อมูลทางบัญชีในงานวิจัยนี้ซึ่งประยุกต์ตัวแบบ Ohlson (1995) พบว่า กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นสามารถใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ กล่าวคือ หากบริษัทมีกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นซึ่งสอดคล้องกับ El-Diftar and

Elkalla (2019); Mirza and Abdul-Humid (2019); กิติมา อัครนุพงศ์ (2560) และกิติมา อัครนุพงศ์ (2565) แต่ขัดแย้งกับผลการวิจัยในบางช่วงเวลาทดสอบของ Eugenio et al. (2019); อนุวัฒน์ ภักดี และศิลปพร ศรีจันเพชร (2563) นอกจากนี้ การกำกับดูแลกิจการซึ่งเป็นกลไกที่ สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดขึ้นเพื่อให้บริษัทจดทะเบียนนำไปปฏิบัติ โดยผลของการประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับดีขึ้นไปช่วยเพิ่มความสามารถของกำไรต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างดี กล่าวคือ กลไกดังกล่าวจะเป็นกรอบการดำเนินงานที่โปร่งใส ตรวจสอบและถ่วงดุลได้ จนก่อให้เกิดภาพลักษณ์ที่ดีและนักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นในบริษัท อันนำไปสู่ผลประโยชน์ที่ดีขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับ Almujafer and Alfraih (2020); Habib and Azim (2008) ที่พบว่า การกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความเกี่ยวข้องของทั้งกำไรต่อหุ้น อย่างไรก็ตาม Habib and Azim (2008) พบอิทธิพลร่วมเชิงบวกกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นด้วย แต่งานวิจัยนี้ไม่พบอิทธิพลร่วมดังกล่าว

กล่าวโดยสรุป นักลงทุนยังสามารถใช้ข้อมูลทางบัญชีคือ กำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น เพื่อประกอบการตัดสินใจ รวมทั้ง กลไกการกำกับดูแลกิจการยังเป็นเครื่องมือที่จะช่วยส่งเสริมการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างยั่งยืนตามเจตนารมณ์ของกลไกดังกล่าว โดยเฉพาะข้อมูลผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการตั้งแต่ระดับดีขึ้นไปช่วยเสริมความสามารถของกำไรต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

ข้อเสนอแนะที่ได้จากการวิจัย

1. นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลทางบัญชีจากกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นไปประกอบการตัดสินใจลงทุน
2. หน่วยงานกำกับดูแลจำเป็นต้องพัฒนาและ/หรือปรับปรุงหลักเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลที่ไม่เป็นตัวเงินเพื่อให้ผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดหลักทรัพย์สามารถทำความเข้าใจลักษณะการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนได้ดียิ่งขึ้น อันจะแหล่งข้อมูลสนับสนุนการตัดสินใจ

ข้อเสนอแนะในการวิจัยในอนาคต

1. นักวิจัย นักวิชาการ และผู้สนใจทั่วไป ควรขยายขอบเขตการวิจัยหรือนำผลการวิจัยไปบูรณาการกับงานวิจัยอื่น เพื่อเติมเต็มงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอนาคต
2. ทดสอบความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ด้วยตัวแบบอื่น เช่น ตัวแบบผลตอบแทน (Return Model) เป็นต้น หรือการใช้มูลค่าของบริษัทที่ประเมินด้วยวิธีการต่างๆ เป็นตัวแปรตาม เช่น มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) หรือ Tobin's Q เป็นต้น
3. ทดสอบความเกี่ยวข้องในการอธิบายราคาหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลทางบัญชีรายไตรมาสที่ผ่านการสอบทานแล้ว ซึ่งมีความถี่ที่บริษัทจดทะเบียนนำเสนอหรือเปิดเผยต่อสาธารณชนมากกว่าข้อมูลรายปี ซึ่งอาจทำให้เห็นบทบาทของข้อมูลทางบัญชีได้รวดเร็วขึ้น
4. เพิ่มตัวแปรข้อมูลที่ไม่ใช่ตัวเงินอื่นเข้าในตัวแบบ เช่น รายงานด้านความยั่งยืน รางวัลต่าง ๆ ที่บริษัทจดทะเบียนได้รับ เป็นต้น

ข้อจำกัดของงานวิจัย

งานวิจัยนี้จัดเก็บข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2565 ซึ่งครอบคลุมระยะเวลาช่วงการแพร่ระบาดของ COVID-19 ซึ่งเป็นวิกฤตการณ์ที่มีผลกระทบต่อตลาดทุนทั่วโลก ดังนั้น ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยนี้หลายตัว เช่น ราคาปิดของหลักทรัพย์ กำไรต่อหุ้น เป็นต้น มีความผันผวนต่างจากช่วงเวลาปกติ ทำให้ต้องระมัดระวังการนำผลการวิจัยไปใช้อ้างอิงในสถานการณ์ปกติ

เอกสารอ้างอิง

- กิตติมา อัครนุพงศ์. (2560). การเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไร มูลค่าตามบัญชี และกระแสเงินสด: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในประเทศไทย. **วารสารวิชาชีพบัญชี**, 13(38), 95-114.
- กิตติมา อัครนุพงศ์. (2565). การเปลี่ยนแปลงของความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของข้อมูลทางการเงินบัญชีหลังจากนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินไทย (ปรับปรุง 2562) มาใช้: หลักฐานจากสถาบันการเงินในประเทศไทย. **วารสารวิชาชีพบัญชี**, 18(58), 82-115.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2568). Corporate Governance. Sustainable Capital Market Development. <https://setsustainability.com/page/corporate-governance>
- นันทิยา พรหมทอง และวรัญญู กุลตังวัฒนา. (2564). ความเกี่ยวข้องในมูลค่าของข้อมูลลำดับชั้นมูลค่ายุติธรรมและผลกระทบของคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อราคาหุ้น. **วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์**, 41(3), 56-72.
- ประกาศสภาวิชาชีพบัญชี ที่ 48/2563 เรื่อง กรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน. (2563, 6 ตุลาคม). **ราชกิจจานุเบกษา**. เล่ม 137 ตอนพิเศษ 271. หน้า 14.
- https://eservice.tf.ac.or.th/get_file/index.php?file=Frame%20work_03.10.66.pdf
- พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย, สุวิทย์ ไวยทิพย์ และพัทธยา เห็นกลาง. (2566). ความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์: การทบทวนวรรณกรรมข้อมูลที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน. **งานประชุมทางวิชาการระดับชาติและนานาชาติ หาดใหญ่วิชาการ ครั้งที่ 14** (น. 2008-2021). มหาวิทยาลัยหาดใหญ่.
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (2566ก). **หลักเกณฑ์การสำรวจ โครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนบริษัทไทย**. <https://corporate.airportthai.co.th/storage/2021/03/หลักเกณฑ์การสำรวจโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย.pdf>
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2566ข). Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. <https://thai-iod.com/th/publications.asp?type=4&page=all>
- อนุวัฒน์ ภักดี และศิลปพร ศรีจันเพชร. (2563). ความเกี่ยวข้องของข้อมูลบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน: มุมมอง 15 ปี. **วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ**, 9(1), 196-214.

- Abdollahi, A., Pitenoei, Y. R., & Gerayli, M. S. (2020). Auditor's report, auditor's size and value relevance of accounting information. **Journal of Applied Accounting Research**, **21**(4), 721-739. <https://doi.org/10.1108/JAAR-11-2019-0153>
- Al-Ani, M. K., & Tawfik, O. I. (2021). Effect of Intangible Assets on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Emerging Markets. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, **8**(2), 387–399. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO2.0387>
- Almujamed, H. I. & Alfraih, M. M. (2020). Corporate governance and value relevance of accounting information Evidence from Kuwait. **International Journal of Ethics and Systems**, **36**(2), 249-262. <https://doi.org/10.1108/IJOES-08-2019-0140>
- Banimahd, B., Poorzamani, Z., & Ahmadi, S. A. (2013). The value relevance of audit report, auditor type and auditor tenure: Evidence from Iran. **Asian Journal of Finance & Accounting**, **5**(1), 89-103. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v5i1.2787>
- Beisland, L. A. (2009). A Review of the Value Relevance Literature. **The Open Business Journal**, **2**, 7-27. <https://doi.org/10.2174/1874915100902010007>
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, **32**(1-3), 237-333. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Cooray, T., Senaratne, S., Gunarathne, A. D. N., Herath, R., & Samudrage, D. (2020). Dose Integrated Reporting Enhance the Value Relevance of Information? Evidence from Sri Lanka. **Sustainability**, **12**(19), 8183. <https://doi.org/10.3390/su12198183>
- Egiyi, M. A. (2021). Value-Relevance of Accounting Information in the Nigerian Stock Exchange. **Global Journal of Finance and Business Review**, **4**(2), 19-28.
- El-Diftar, D., & Elkalla, T. (2019). The value relevance of accounting information in The MENA region A comparison of GCC and non-GCC country firms. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, **17**(3), 519-536. <http://dx.doi.org/10.1108/JFRA-09-2018-0079>
- Endiana, I. D. M., & Suryandari, N. N. A. (2022). Value Relevance of Sustainability Report: Evidence from Indonesia. **Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia**, **18**(2), Article 3. <https://doi.org/10.21002/jaki.2021.09>
- Eugenio, K., Parel, R., Reyes, K., Yu, K., & Cudia, C. (2019). How does value relevance of accounting information react to financial crisis?. **DLSU Business and Economics Review**, **28**(2), 133-141.

- Fiador, V. O. (2013). Corporate governance and value relevance of financial information: evidence from the Ghana Stock Exchange. **Corporate Governance**, 13(2), 208-217. <https://doi.org/10.1108/14720701311316689>
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance?. **Journal of accounting Research**, 37(2), 319-352. <https://doi.org/10.2307/2491412>
- Gujarati, D. N. (2003). **Basic Econometrics** (4th ed.). McGraw-Hill.
- Habib, A., & Azim, I. (2008). Corporate Governance and the value-relevance of Accounting information Evidence from Australia. **Accounting Research Journal**, 21(2), 167-194. <https://doi.org/10.1108/10309610810905944>
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, 31(1-3), 3-75. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)
- Landau, A., Rochell, J., Kelein, C., & Zwergel, B. (2020). Integrated reporting of environmental, social, and governance and financial data: Does the market value integrated reports?. **Business Strategy and the Environment**, 29(4), 1750-1763. <https://doi.org/10.1002/bse.2467>
- Lee, H. L., & Lee, H. (2013). Do Big 4 audit firms improve the value relevance of earnings and equity?. **Managerial Auditing Journal**, 28(7), 628-646. <https://doi.org/10.1108/MAJ-07-2012-0728>
- Memon, M. A., Ting, H., Cheah, J. H., Thurasamy, R., Chuah, F., & Cham, T. H. (2020). Sample size for survey research: Review and recommendations. **Journal of applied structural equation modeling**, 4(2), 1-20. [https://doi.org/10.47263/jasem.4\(2\)01](https://doi.org/10.47263/jasem.4(2)01)
- Mirza, A., Malek, M., & Abdul-Hamid, M. A. (2019). Value relevance of financial reporting: Evidence from Malaysia. **Cogent Economics & Finance**, 7(1). 1651623.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, 11(2), 661-687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Permatasari, I., & Narsa, I. M. (2022). Sustainability reporting or integrated reporting: Which one is valuable for investors?. **Journal of Accounting & Organizational Change**, 18(5), 666-684. <https://doi.org/10.1108/JAOC-12-2020-0204>
- Shamki, D. (2013). The Influence of Economic Factors on the Value Relevance of Accounting Information in Jordan. **International Journal of Business and Management**, 8(6), 89-104. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v8n6p89>