

การตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับธรรมาภิบาล คุณภาพกำไร และผู้สอบบัญชี

อัญชลี พิพัฒน์เสริญ

รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

กรรมการมาตรฐานการสอบบัญชี สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเชิงคุณภาพที่แสดงถึงคุณลักษณะของบริษัทกับอัตราผลตอบแทนของหุ้น โดยเลือกตัวชี้วัดในการหาความสัมพันธ์ทั้งหมด 3 ตัวแปรได้แก่ (1) การกำกับดูแลกิจการที่ใช้คะแนนระดับการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยคณะกรรมการบริษัทมหาชนแห่งชาติ (2) คุณภาพกำไร ซึ่งวัดโดยใช้อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับกำไรสุทธิของบริษัท และ (3) ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี ซึ่งจัดประเภทโดยกำหนดให้กลุ่มสำนักงานสอบบัญชี 4 บริษัทชั้นนำเป็นสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ งานวิจัยนี้ใช้วิธีการวิเคราะห์แบบสมการถดถอยเชิงเส้นพหุนามในการวิเคราะห์แบบจำลอง และได้เลือกใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจัดกลุ่มอยู่ในดัชนี SET50 ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2555–2559 ผลที่ได้จากการวิเคราะห์พบว่า การกำกับดูแลกิจการ และคุณภาพของกำไรเป็นปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับหลักธรรมาภิบาล สำหรับปัจจัยอื่นไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนของหุ้น

คำสำคัญ: อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ธรรมาภิบาล คุณภาพกำไร ผู้สอบบัญชี ดัชนี SET50

Response of the Stock Exchange of Thailand on Corporate Governance, Earnings Quality and Auditors

Anchalee Pipatanasern

*Associate Professor of Department of Accounting,
Thammasat Business School, Thammasat University*

Dr.Sillapaporn Srijunpetch

*Assistant Professor of Department of Accounting,
Thammasat Business School, Thammasat University
Auditing Standards Committee, Federation of Accounting Professions*

ABSTRACT

This study's purpose is to identify the effect of the qualitative factors, which react the companies' characteristics, to total stock return. This study uses 3 factors as proxies to identify the relations. First, Corporate governance, this factor is measured by CG score which was assessed by National CG board. Second, Earnings quality, this factor is measured by Cash flow from operations to net income ratio. Last, Audit firms' size, this factor categorizes into 2 groups, 'Large and Small', the 'Large' group means that companies use BIG 4 audit firms as auditors. This study uses 'Multiple Linear Regression' as analysis model and uses Thai listed companies which categorized in SET 50 index during 2012–2016 as study's samples. The empirical results indicate that 'Corporate governance' and 'Earnings' quality' are significantly affected total stock return in positive way. This result can be explained by Corporate governance theory. However, the other factor, 'Audit', is not significantly affected total stock return.

Keywords: Total Stock Return, Corporate Governance, Earnings Quality, Auditors, SET50 Index

1. บทนำ

งานวิจัยเรื่องนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเชิงคุณภาพ 3 ปัจจัยได้แก่ การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) คุณภาพของกำไรในงบการเงิน (Cash Flow to Net Income) และขนาดของสำนักงานสอบบัญชีที่บริษัทเลือกใช้ (Audit Firm Size) กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา มีการศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อปัจจัยอื่นๆ ของกิจการหรือไม่ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการ มีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับโครงสร้างของกิจการ ความเป็นระบบ ซึ่งเรื่องต่างๆ เหล่านี้จะส่งผลกระทบต่อโดยตรงกับกิจการ ไม่ว่าจะผ่านทางด้านตัวเลขในงบการเงิน ประสิทธิภาพในการบริหาร หรือโอกาสในการทุจริตโดยผู้บริหารหรือพนักงาน

Drobetz, Schillhofer, & Zimmermann (2004) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่คาดหวัง (Expected Stock Returns) โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เยอรมัน ตั้งแต่เดือนมกราคม ค.ศ. 1998 – กุมภาพันธ์ ค.ศ. 2002 รวมระยะเวลา 50 เดือน ผลการศึกษาพบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Rating: CGR) กับมูลค่าของกิจการ (Firm Value) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ กิจการใดที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ดีขึ้นมักจะมีแนวโน้มที่มูลค่าของกิจการจะเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน ซึ่งเป็นไปตามหลักบรรษัทภิบาล เพราะการกำกับดูแลกิจการถูกกำหนดขึ้นมาก็เพื่อให้กิจการสามารถเพิ่มมูลค่าให้ตนเองในระยะยาวได้ นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบอีกว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่คาดหวัง มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกัน เนื่องจากหุ้นของกิจการที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

(CGR) ที่สูงนั้นหมายถึงหุ้นที่มีมูลค่าของกิจการสูงอยู่แล้ว ซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนคาดหวังในผลตอบแทนลดน้อยลง โดยงานวิจัยนี้ได้ใช้แบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง

คุณภาพกำไรเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่สามารถส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ โดย Chan, Chan, Jegadeesh, & Lakonishok (2001) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของกำไรกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างเป็นกิจการในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) ตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา (AMEX) และตลาด NASDAQ ในระหว่างปี ค.ศ. 1971–1995 โดยได้ศึกษาคุณภาพของกำไรจากการวัดรายการคงค้าง (Accruals) ที่อยู่ในกำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษี (EBIT) ผลการศึกษาพบว่าคุณภาพของกำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยพบว่ากิจการที่ผลกำไรประกอบด้วยรายการคงค้างที่น้อย (กำไรที่คุณภาพดี) จะให้ผลตอบแทนของหุ้นสามัญสูงกว่ากิจการที่ผลกำไรประกอบด้วยรายการคงค้างที่มาก (กำไรที่คุณภาพไม่ดี)

Sloan (1996) กล่าวว่ากำไรที่มีคุณภาพดีจะต้องประกอบไปด้วยสัดส่วนของเงินสดมากกว่ารายการคงค้างหนึ่งในตัวชี้วัดที่สามารถวัดคุณภาพของกำไรได้ คืออัตราส่วนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับกำไรสุทธิ (Cash Flow to Net Income)

Lo (2008) อธิบายถึงคุณภาพของกำไรกับการตกแต่งกำไร โดยกำไรที่คุณภาพไม่ดีนั้น มักเป็นผลมาจากการตกแต่งกำไรโดยผู้บริหาร เนื่องจากผู้บริหารสามารถแทรกแซงระบบ และสร้างกำไรปลอมจากรายการที่ต้องใช้ดุลพินิจของผู้บริหาร อาทิ รายการคงค้างต่างๆ

Cornett, Marcus, & Tehranian (2008) ศึกษาถึงการจัดการโครงสร้างองค์กรตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี กับการให้ผลตอบแทนผู้บริหารโดยวัดจากผลประกอบการ งานวิจัยนี้พบว่าการที่ผลตอบแทนของผู้บริหารอ้างอิงกับผลประกอบการของบริษัท จะเป็นตัวกระตุ้นที่ทำให้ผู้บริหารพยายามสร้างผลตอบแทนที่สูงที่สุดให้กับบริษัท ซึ่งจะส่งผล

ให้ผู้ถือหุ้นพึงพอใจ อย่างไรก็ตามผู้บริหารไม่สามารถกำหนดหรือควบคุมตัวแปรที่เกิดขึ้นทั้งหมดในระหว่างการบริหารกิจการได้ ผลที่เกิดขึ้น คือผลประกอบการของกิจการอาจไม่เป็นไปตามที่ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นคาดหวัง ผู้บริหารจึงตกแต่งกำไร นอกจากนี้ ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีดัชนีการกำกับดูแลกิจการที่ดี มักจะลดการให้ผลตอบแทนของผู้บริหารที่อ้างอิงกับผลประกอบการของบริษัท ทั้งนี้เพื่อลดแรงจูงใจในการตกแต่งกำไร

Shiri, Vaghfi, Soltani, & Esmaeli (2012) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับคุณภาพของกำไร โดยเลือกใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เตหะราน (Tehran Stock Exchange) ในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 2004–2009 งานวิจัยนี้มุ่งเน้นที่การพิสูจน์สมมติฐานที่ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นจะสามารถเพิ่มคุณภาพของตัวเลขในงบการเงินได้ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสามารถลดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน ซึ่งเป็นผลมาจากการมีผลประโยชน์ทับซ้อนกันระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ผลจากการศึกษาพบว่าสมมติฐานนั้นเป็นจริง กล่าวคือ กิจการที่มีแนวโน้มในการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้น จะพบรายการคงค้างในกำไรของกิจการลดลง นอกจากนี้ตัวแปรควบคุมเรื่องขนาดกิจการยังมีความสัมพันธ์กับคุณภาพของกำไรอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และส่งผลให้มีรายการคงค้างที่น้อย ทำให้คุณภาพของกำไรดี

นอกจากคุณภาพของกำไรที่จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญแล้ว ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีก็ส่งผลต่อทั้งคุณภาพของกำไร และอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญอีกเช่นกัน Becker, DeFond, Jiambalvo, และ Subramanyam (1998) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของสำนักงานสอบบัญชีกับการตกแต่งกำไร โดยใช้แนวคิดเรื่องรายการคงค้างในกำไรเป็นตัวชี้วัดการตกแต่งกำไร ผลจากการศึกษาพบว่าบริษัทที่ใช้บริการสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะประกาศงบการเงินที่มี

คุณภาพมากกว่าบริษัทที่ใช้บริการสำนักงานสอบบัญชีขนาดเล็ก นอกจากนี้ ผลจากการที่ตัวเลขในงบการเงินมีคุณภาพยังส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญสูงกว่ากิจการที่ตัวเลขในงบการเงินคุณภาพต่ำเนื่องจากนักลงทุนมีความเชื่อมั่นกับงบการเงินที่ตรวจสอบโดยสำนักงานสอบบัญชีที่เป็นที่รู้จักมากกว่าสำนักงานสอบบัญชีทั่วไป (Francis, Maydew, และ Sparks (1999))

Teoh & Wong (1993) ศึกษาถึงผลกระทบจากขนาดของสำนักงานสอบบัญชีกับค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองต่อกำไร (Earnings Response Coefficient: ERC) โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นหุ้นของกิจการในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) ตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา (AMEX) และตลาด NASDAQ ในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 1981–1988 และกำหนดให้กลุ่มสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่เป็นกลุ่ม Big Eight ผลจากการศึกษาพบว่าค่าสัมประสิทธิ์การตอบสนองต่อกำไรของกลุ่มบริษัทที่ใช้บริการสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ สูงกว่ากลุ่มบริษัทที่ใช้บริการสำนักงานสอบบัญชีขนาดเล็กอย่างมีนัยสำคัญ

งานวิจัยนี้จึงต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี คุณภาพของกำไร และขนาดของสำนักงานสอบบัญชีกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยมีขนาดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุม และใช้กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาเป็นกลุ่มกิจการที่จัดอยู่ในดัชนี SET50 ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2555–2559

3. สมมติฐานงานวิจัย

H_0 : การกำกับดูแลกิจการที่ดี ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H_1 : คุณภาพกำไร ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H_2 : ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. วิธีการวิจัย

4.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในงานวิจัยนี้ คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 โดยได้เลือกกลุ่มตัวอย่างที่ใช้เป็นบริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่มดัชนี SET50 ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2555-2559 ซึ่งกลุ่มบริษัทที่อยู่ในดัชนี SET50 จะมีการประกาศเปลี่ยนแปลงทุก 6 เดือน ผ่านเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) สำหรับข้อมูลทางการเงินสามารถเข้าถึงได้จากระบบฐานข้อมูลสารสนเทศของตลาดหลักทรัพย์ (www.setsmart.com) และสำหรับคะแนนการกำกับดูแลกิจการสามารถเข้าถึงได้จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (www.thai-iod.com)

4.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้เลือกใช้แบบจำลองวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression Model) ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี คุณภาพของกำไร และขนาดของสำนักงานสอบบัญชีกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

$$\text{Return}_{i,t} = b_0 + b_1\text{CG}_{i,t-1} + b_2\text{CFNI}_{i,t-1} + b_3\text{AUDIT}_{i,t-1} + b_4\text{SIZE}_{i,t-1} + e_{i,t}$$

โดย

$\text{Return}_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนของบริษัท i ณ เวลา t

$\text{CG}_{i,t-1}$ = การกำกับดูแลกิจการ (CG) ของบริษัท i ณ เวลา t-1

$\text{CFNI}_{i,t-1}$ = คุณภาพของกำไร (CFNI) ของบริษัท i ณ เวลา t-1

$\text{AUDIT}_{i,t-1}$ = ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (AUDIT) ของบริษัท i ณ เวลา t-1

$\text{SIZE}_{i,t-1}$ = ขนาดของกิจการ (SIZE) ของบริษัท i ณ เวลา t-1

ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Return)

การคำนวณอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญจากการลงทุน จะประกอบไปด้วยอัตราผลตอบแทนจากกำไรส่วนทุน และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ซึ่งแสดงการคำนวณได้ ดังนี้

ผลตอบแทนจากการลงทุน = กำไร (ขาดทุน) ส่วนทุน และ เงินปันผล

$$R_{i,t} = [(P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1} + D_{i,t} / P_{i,t-1}] \times 100$$

โดยกำหนดให้

$R_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัท i ณ เวลา t

$P_{i,t-1}$ = ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t-1

$P_{i,t}$ = ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t

$D_{i,t}$ = เงินปันผลของบริษัท i ณ เวลา t

ตัวแปรต้น ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการ (CG) คุณภาพกำไร (CFNI) และขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (AUDIT) การกำกับดูแลกิจการ (CG)

งานวิจัยนี้เลือกศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดปัญหาผลประโยชน์ทับซ้อนที่เกิดขึ้นจากการมีตัวแปรและตัวแทนตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เมื่อกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะเป็นไปตามเป้าหมายของการกำกับดูแล คือ สร้างผลตอบแทนที่สูงที่สุดให้กับผู้ถือหุ้น และสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการในระยะยาว ทั้งผลตอบแทนและมูลค่าเพิ่มของกิจการย่อมส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ งานวิจัยนี้จึงเลือกตัวแปรการกำกับดูแลกิจการเป็นหนึ่งในปัจจัยในการศึกษาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

คุณภาพกำไร (CFNI)

งานวิจัยนี้เลือกศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของกำไร กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ เนื่องจากคุณภาพกำไรที่ดีย่อมส่งผลต่อการวิเคราะห์ และการเลือกใช้ตัวเลขทางการเงินของนักลงทุน นอกจากนี้คุณภาพของกำไรที่ดีย่อมประกอบด้วยเงินสดเป็นหลัก และมีรายการคงค้างในระดับที่ต่ำ นั้นแสดงว่าโอกาสที่กิจการที่มีคุณภาพกำไรที่ดีจะเป็นกิจการที่การตกแต่งกำไรจะลดต่ำลงด้วยผลที่เกิดขึ้น คือนักลงทุนมีความเชื่อมั่นในกิจการมากขึ้น และสามารถส่งผลถึงอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ งานวิจัยนี้จึงเลือกตัวแปรคุณภาพกำไรเป็นอีกหนึ่งปัจจัยในการศึกษาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (AUDIT)

งานวิจัยนี้เลือกศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของสำนักงานสอบบัญชีกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ เนื่องจากขนาดของสำนักงานสอบบัญชีส่งผลต่อความเชื่อมั่น

ในการรับรู้งบการเงินของนักลงทุน โดยผลจากการศึกษาในอดีตกับกลุ่มตัวอย่างในต่างประเทศพบว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีส่งผลกระทบต่อโดยตรงกับสัมประสิทธิ์การตอบสนองต่อกำไร งานวิจัยนี้จึงเลือกตัวแปรขนาดของสำนักงานสอบบัญชีเป็นหนึ่งในปัจจัยในการศึกษาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ (SIZE)

ขนาดของกิจการมีผลต่อการเลือกใช้สำนักงานสอบบัญชี เนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่ย่อมมีเงินทุนมากกว่ากิจการขนาดเล็ก ทำให้สามารถเลือกใช้สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ที่มีชื่อเสียงได้ นอกจากนี้ ยังพบอีกว่าขนาดของกิจการขนาดใหญ่ยังส่งผลกระทบต่อการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะจำนวนของคณะกรรมการ ซึ่งจะทำการแบ่งแยกหน้าที่ทำได้ดีขึ้น

สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาและการคาดการณ์ความสัมพันธ์

ตารางที่ 1 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาและการคาดการณ์ความสัมพันธ์

ตัวแปร	คาดการณ์ความสัมพันธ์	คำอธิบาย
ตัวแปรตาม (Dependent Variable)		
Return		อัตราผลตอบแทนของบริษัท
ตัวแปรต้น (Independent Variables)		
CG	+	คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) จาก การประเมินโดยคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ
CFNI	+	คุณภาพของกำไร (CFNI)
AUDIT	+	ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (AUDIT)
ตัวแปรควบคุม (Control Variables)		
SIZE	+/-	ขนาดของกิจการ (SIZE)

5. ผลการวิจัยและอภิปรายผล

5.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

จากการสืบค้นข้อมูลเพื่อจัดทำรายชื่อกลุ่มบริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่มดัชนี SET50 ผ่านระบบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2555-2559 เป็นระยะเวลา 10 รอบการประกาศ (ประกาศปีละ 2 ครั้ง) ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทในกลุ่มดัชนี SET50 ทั้งหมด 50 บริษัทต่อรอบ รวมเป็น 500 กลุ่มตัวอย่าง จากนั้นจึงเก็บข้อมูลที่จำเป็นต่อการวิจัย ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) จากการประเมินโดยคณะกรรมการบริษัทมหาชนแห่งชาติ คุณภาพของกำไร (CFNI) หรืออัตราส่วนระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับกำไรสุทธิ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (AUDIT) ขนาดของกิจการ (SIZE) และอัตราผลตอบแทนของบริษัท (RETURN)

จากการเก็บข้อมูลพบว่า มีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 20 กลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากจากการไม่ขอรับการประเมิน หรืออาจได้รับผลประเมินต่ำกว่า 3 ซึ่งจะไม่ถูกประกาศคะแนน ทำให้ตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการเหลือเพียง 480 กลุ่มตัวอย่าง ซึ่งค่าสถิติเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างแสดงดังตารางที่ 2

เนื่องจากตัวแปรขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (AUDIT) มีลักษณะเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) ซึ่งใช้ 1 แทนสำนักงานขนาดใหญ่ และ 0 แทนสำนักงานขนาดเล็ก และตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG) มีลักษณะเป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ หากวิเคราะห์สัดส่วนระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการ กับขนาดของสำนักงานสอบบัญชี ได้ผลดังตารางที่ 3

จากตารางที่ 3 พบว่า ส่วนใหญ่บริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่มดัชนี SET50 มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีทั้งสิ้น

ตารางที่ 2 ค่าสถิติเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

ตัวแปร	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CG	4.43	0.68	3.00	5.00
CFNI	0.49	13.70	-241.89	24.28
AUDIT	0.87	0.33	0.00	1.00
SIZE	179,998.40	188,996.90	18048.00	1,062,544.00
RETURN	4.88	24.69	-96.24	212.16

ตารางที่ 3 ค่าสถิติของตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการและขนาดของสำนักงานสอบบัญชี

CG	0		1	
	Frequency	Percentage	Frequency	Percentage
3	11	21.15%	41	78.85%
4	11	6.43%	160	93.57%
5	41	15.95%	216	84.05%

257 บริษัทที่ได้รับคะแนนระดับ 5 โดยในกลุ่มนี้ใช้สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ทั้งสิ้น 216 บริษัท ส่วนในระดับคะแนนอื่นๆ สัดส่วนระหว่างขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีลักษณะคล้ายกันคือ ส่วนใหญ่ใช้บริการสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ประมาณร้อยละ 87

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของบริษัทพบว่าขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของบริษัทเท่ากับ -0.0994 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95%

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

	CG	CFNI	AUDIT	SIZE	RETURN
CG	1.0000				
CFNI	*0.1055	1.0000			
AUDIT	-0.0281	*0.1237	1.0000		
SIZE	*0.2740	0.0565	*-0.3225	1.0000	
RETURN	0.0379	0.0581	0.0414	*-0.0994	1.0000

* Correlation is significant at 0.05 level

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุนาม (Multiple Linear Regression Analysis)

Multiple Linear Regression				Number of obs	=	480
Source	SS	df	MS	F(4,475)	=	2.21
Model	5018.03	4	1254.51	Prob > F	=	0.0671
Residual	269835.03	475	568.07	R-squared	=	0.0183
Total	274853.06	479	573.81	Adj R-squared	=	0.0100
				Root MSE	=	23.8340

RETURN	Coef.	Std.Err.	t	P > t	[95% Conf. Interval]	
CG	2.2650	1.6753	1.69	0.097	-1.0269	5.5569
CFNI	0.1088	0.0792	1.63	0.090	-0.0469	0.2645
AUDIT	-0.2243	3.4550	-0.06	0.948	-7.0132	6.5646
SIZE	-0.0001	0.0000	-2.41	0.017	-0.0001	-0.0001
_cons	-2.3248	7.8549	-0.30	0.767	-17.7594	13.1099

5.2 สมมติฐาน

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์พบว่าตัวแปรต้นในแบบจำลอง 2 ตัวแปรมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของบริษัท ซึ่งเป็นตัวแปรตามของงานวิจัยนี้ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% โดยตัวแปรแรก ได้แก่คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG) และคุณภาพของกำไร (CFNI) โดยคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราผลตอบแทนของบริษัท (Coef. = 2.2650, Std. Err. = 1.6753, P-value = 0.097) ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก H_0 ที่ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และยอมรับสมมติฐานรองที่ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก กล่าวคือ หากกิจการใดกิจการหนึ่งมีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG) เพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของบริษัทเพิ่มขึ้นประมาณ 2.27%

สำหรับตัวแปรต้นอีกตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของบริษัท ได้แก่คุณภาพของกำไร (CFNI) โดยพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราผลตอบแทนของบริษัท (Coef. = 0.1088, Std. Err. = 0.0792, P-value = 0.090) ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก H_1 ที่ว่าคุณภาพของกำไร (CFNI) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และยอมรับสมมติฐานรองที่ว่าคุณภาพของกำไร (CFNI) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางบวก กล่าวคือ หากคุณภาพของกำไรเพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้ผลตอบแทนของบริษัทเพิ่มขึ้น 0.11%

สำหรับตัวแปรขนาดของสำนักงานสอบบัญชีไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อพิจารณาถึงทิศทางของความสัมพันธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์แล้วพบว่า ไม่มีความแตกต่างจากที่คาดการณ์ไว้

6. สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

6.1 สรุปผลการวิจัย

ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรต้นคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG) และคุณภาพของกำไรหรืออัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับกำไรสุทธิ (CFNI) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของบริษัท (RETURN) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% โดยทั้งคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG) และคุณภาพของกำไร (CFNI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราผลตอบแทนของบริษัท (RETURN) ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้น มักทำให้มูลค่าของกิจการดีขึ้น เนื่องจากช่วยให้บริษัทสามารถสร้างความมั่งคั่งระยะยาวได้ ตามหลักบรรษัทภิบาลที่นำเสนอเป็นวิธีการแก้ไขเพื่อให้กิจการสามารถสร้างผลประโยชน์สูงสุดในระยะยาวได้ ซึ่งถือเป็นตัวแปรหลักของงานวิจัยนี้ที่ต้องการหาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี กับอัตราผลตอบแทนของบริษัท

ส่วนคุณภาพของกำไรหรืออัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับกำไรสุทธิ (CFNI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราผลตอบแทนของบริษัท (RETURN) ซึ่งอธิบายได้ว่าจากการที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้น ย่อมส่งผลให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดกับบริษัท ซึ่งในที่นี้ คือกำไร นอกจากนี้ การกำกับดูแลกิจการที่ดี ยังส่งผลให้คุณภาพงบการเงินดีขึ้น จากการที่ผู้บริหารมีธรรมาภิบาล ไม่มีการใช้อำนาจของผู้บริหารในการแก้ไขงบการเงิน ทั้งหมดนี้ทำให้เมื่อวัดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรคุณภาพของกำไร (CFNI) กับอัตราผลตอบแทนของบริษัท (RETURN) จึงพบความสัมพันธ์ในทางบวก

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของสำนักงานสอบบัญชี (AUDIT) กับอัตราผลตอบแทนของบริษัท (RETURN) ซึ่งผลที่เกิดขึ้นมีสาเหตุมาจากกลุ่มตัวอย่างที่เลือกใช้เป็นบริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่มดัชนี SET50 ซึ่งเป็นบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้น ย่อมมีความสามารถในการใช้บริการสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ได้ โดยเมื่อพิจารณาค่าสถิติแล้วพบว่ามากกว่าร้อยละ 80 ของกลุ่มตัวอย่าง

ใช้บริการสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ ทำให้กลุ่มตัวอย่างยังกระจายตัวไม่เพียงพอ จึงไม่อาจพบความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของบริษัทได้

6.2 ข้อเสนอแนะ

(1) เนื่องจากงานวิจัยนี้เลือกใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่มดัชนี SET50 ส่งผลให้ตัวแปรขนาดของสำนักงานสอบบัญชีไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้ เนื่องจากมากกว่าร้อยละ 80 ของกลุ่มตัวอย่างเลือกใช้สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ การเพิ่มขอบเขตการศึกษา ค้นคว้าให้กว้างขึ้น จะช่วยให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่เป็นสำนักงานสอบบัญชีขนาดเล็กเพิ่มมากขึ้น

(2) เกณฑ์การประกาศคะแนนของคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติจะไม่ประกาศคะแนนสำหรับบริษัทที่ได้รับผลประเมินระดับ 2 หรือต่ำกว่า ทำให้การเก็บข้อมูลพบว่าได้ข้อมูลไม่ครบถ้วน งานวิจัยต่อไปอาจเลือกใช้วิธีการอื่นในการวัดระดับการกำกับดูแลกิจการ โดยอาจใช้ตัวชี้วัดอื่น เพื่อนำมาประเมินระดับคะแนนของแต่ละกิจการ โดยวิธีนี้นอกจากจะสามารถแก้ปัญหาข้อมูลไม่ครบถ้วนได้แล้ว ยังช่วยให้สามารถขยายขอบเขตการศึกษาได้กว้างขึ้น

REFERENCES

Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary accounting research*, 15(1), 1–24.

Chan, K., Chan, L. K., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (2001). *Earnings quality and stock returns (No. w8308)*. National bureau of economic research.

Cornett, M. M., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of financial economics*, 87(2), 357–373.

Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European financial management*, 10(2), 267–293.

Francis, J. R., Maydew, E. L., & Sparks, H. C. (1999). The Role of Big 6 Auditors in the Credible Reporting of Accruals. *Auditing: a Journal of Practice & theory*, 18(2), 17–34.

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107–156.

Investopedia Staff. (2015, September 18). *Q Ratio (Tobin's Q Ratio)*. Retrieved October 23, 2017, from Investopedia: <http://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>

Lo, K. (2008). Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2), 350–357.

Shiri, M. M., Vaghfi, S. H., Soltani, J., & Esmaeli, M. (2012). Corporate governance and earning quality: Evidence from Iran. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 11(6), 702–708.

Sloan, R. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? (Digest summary). *Accounting review*, 71(3), 289–315.

Srijunpetch, S. (2008). Corporate Governance Theory. *Journal of Business Administration*, 120, pp. 1–4.

Teoh, S. H., & Wong, T. J. (1993). Perceived auditor quality and the earnings response coefficient. *Accounting Review*, 346–366.

The Stock Exchange of Thailand. (2012). *Principle of Good Corporate Governance for Listed Companies of Year 2012*. Retrieved from <http://www.set.or.th/>