

## ความสัมพันธ์ระหว่างระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นรินทร์ สมทอง<sup>1</sup> พูนศักดิ์ แสงสันต์<sup>2</sup> กาญจนาท เรืองวรากร<sup>3</sup>

### บทคัดย่อ

บทความวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลที่ประเมินโดย IOD กับ Tobin's Q และ ROA รวมทั้งตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's Q กับ ROA ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เข้ารับการประเมินโดย IOD ประจำปี 2561 จำนวน 361 บริษัท โดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยวิธีของเพียร์สัน และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณทดสอบความสัมพันธ์

ผลการวิจัยพบว่าระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลที่ประเมินโดย IOD ไม่มีความสัมพันธ์กับ Tobin's Q และ ROA ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม เมื่อพิจารณาเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า กลุ่มบริการมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่าง ระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลที่ประเมินโดย IOD กับ ROA ส่วน ROA ว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q การศึกษาในครั้งนี้ยังพบว่า ความสามารถในการทำกำไร โอกาสในการเติบโต และศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น สามารถอธิบายความผันแปรของ Tobin's Q ในขณะที่ ROA กับขนาดของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร และ โอกาสในการเติบโต มีความสัมพันธ์เชิงบวกและความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงทางการเงิน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และยังพบว่าระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีความสัมพันธ์กับ ขนาดของบริษัท ยอดขายของกิจการ ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น และความเสี่ยงทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

**คำสำคัญ:** การเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน; การกำกับดูแลกิจการ; มูลค่ากิจการ

**ประเภทบทความ:** บทความวิจัย

### การอ้างอิง:

นรินทร์ สมทอง, พูนศักดิ์ แสงสันต์ และกาญจนาท เรืองวรากร. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารดุสิตบัณฑิตทางสังคมศาสตร์*, 11(1), 243-256.

<sup>1,2,3</sup> คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง

2086 ถนนรามคำแหง แขวงหัวหมาก เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร 10240, ประเทศไทย

อีเมล: narinsom@hotmail.com

## The Relationship Between Transparency Levels of Financial Information Disclosures through the Corporate Governance Scored, Performance and Firm Value of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

Narintorn Somthong<sup>1</sup> Poonsuk Sangsun<sup>2</sup> Kanjanat Ruangvarakorn<sup>3</sup>

### Abstract

The purpose of this research is to examine the relationship between the transparency levels of financial information disclosures through the corporate governance scored by Thai institute of directors (IOD) firm value according to the Tobin's Q concept and Return on asset (ROA) measured performance, including the investigate, the relationship between Tobin's Q and ROA of listed companies in the Stock Exchange of Thailand who were assessed by IOD, annual 2561, 361 company. The research used Pearson's correlation analysis and multiple regression analysis to test the relationships.

The results show that the transparency level of financial disclosure through regulatory scores evaluated by the IOD has no relationship with The Tobin's Q and ROA across all industry sector, Considered by industry sector, found that Service sectors had a significant negative relationship between The transparency level of financial disclosure through corporate governance scored assessed by IOD and ROA. The results revealed that ROA has positively relationship to Tobin's Q. This study also found that profitability, growth opportunities and the growth potential of the share price cloud explain Tobin's Q, while ROA with the firm size, profitability and growth opportunities, there were positive relationship, and negative relationship with financial risk, statistical significance. And also found that the transparency level of financial disclosure through good corporate governance scores has relationship with firm size, sales, stock price growth potential and financial risk statistical significance.

**Keywords:** Financial Information Disclosures; Corporate Governance; Tobin's Q

**Type of Article:** Research Article

### Cite this article as:

Somthong, N., Sangsun, P., & Ruangvarakorn, K. (2021). The relationship between transparency levels of financial information disclosures through the corporate governance scored, performance and firm value of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Ph.D. in Social Sciences Journal*, 11(1), 243-256.

---

<sup>1</sup> Faculty of Business Administration, Ramkhamhaeng University  
2086 Ramkhamhaeng Road, Haumark, Bangkok, Bangkok 10240, Thailand  
E-mail: narinsom@hotmail.com

## ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ประเทศไทยหลังจากเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 หลายหน่วยงานทั้งภาครัฐและเอกชนต่างเริ่มต้นตัวและผลักดันกิจการต่างๆ ให้เล็งเห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance—CG) และนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้ในการจัดการภายในควบคู่กับการบริหารงานของกิจการ อย่างน้อยอาจทำให้กิจการได้เห็นสัญญาณบางอย่างจากข้อมูลทางการที่เปิดเผยอย่างโปร่งใสก่อนที่จะเกิดวิกฤตทางการเงิน รวมถึงประเทศไทยต้องริบสร้างเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนในตลาดทุน โดยทำการพัฒนา การกำกับดูแลกิจการอย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด อนึ่งความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลเป็นองค์ประกอบพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการความโปร่งใสหมายถึง การแบ่งปันข้อมูลและดำเนินการในลักษณะที่เปิดเผยและโปร่งใสช่วยให้ผู้มีส่วนได้เสียได้รวบรวมข้อมูลที่อาจสำคัญต่อการเปิดเผย การละเมิดและปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ ขององค์กร ระบบความโปร่งใสมีกระบวนการที่ชัดเจนสำหรับการตัดสินใจต่อสาธารณะและช่องทางการสื่อสารระหว่างผู้มีส่วนได้เสียและคณะกรรมการ รวมถึงการสร้างข้อมูลที่หลากหลาย ความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลที่มากขึ้นช่วยให้ผู้มีส่วนได้เสียขององค์กรได้รับข้อมูลเกี่ยวกับวิธีการบริหารและวิธีควบคุมของบริษัทที่ดีขึ้น

สำหรับการประเมินด้านการกำกับดูแลของตลาดทุนไทยจากหลายหน่วยงานของต่างประเทศ เช่น โครงการ CG-Rosc จัดโดย World Bank CG Watch, Asian Corporate Governance Association ร่วมกับ CLSA (Credit Lyonnais Securities Asia) Asia-Pacific Markets ซึ่งผลการประเมินแสดงให้เห็นว่า ตลาดทุนไทยเป็นผู้นำของภูมิภาคและประสบความสำเร็จอย่างสูงด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน เนื่องจากมีการยกระดับมาตรฐานต่างๆ ด้วย

การแก้ไขกฎหมาย กฎเกณฑ์ และแนวปฏิบัติ รวมถึงการกำกับดูแลที่สอดคล้องกับมาตรฐานสากลมากขึ้น นอกจากนี้การประเมินการกำกับดูแลกิจการรายบริษัทจดทะเบียนโดยหน่วยงานภายในประเทศ จะช่วยให้เกิดพัฒนาการของบริษัทจดทะเบียนในการปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการให้เป็นมาตรฐานสากล เช่น โครงการสำรวจและติดตามพัฒนาการด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย (Corporate Governance Report—CGR) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) โครงการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น โดยสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย เป็นต้น ทั้งนี้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้แก่บริษัทจดทะเบียน ซึ่งเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการขององค์การเพื่อความร่วมมือและการพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organization for Economic Co-operation and Development—OECD) ซึ่งเป็นองค์การระหว่างประเทศที่เป็นต้นแบบการกำหนดมาตรฐานสากลด้านการกำกับดูแลกิจการ และใช้เป็นบรรทัดฐาน และหลักเกณฑ์การประเมิน หลายประเทศได้มีการแนะนำโดยสมัครใจที่สนับสนุนหลักการของ OECD หลักการสากลด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีคือความเป็นธรรม ความรับผิดชอบ ความโปร่งใสและความรับผิดชอบ หลักการประกอบด้วย 4 หมวด ได้แก่ ผู้ถือหุ้น การเปิดเผยและความโปร่งใส ผู้มีส่วนได้เสีย และคณะกรรมการ (Capital Markets Board, 2003)

ส่วนการปฏิบัติที่ทำให้เกิดความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน OECD ได้กล่าวถึงไว้ในส่วนที่สองของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี หัวข้อหลักการเกี่ยวกับการเปิดเผยและปัญหาความโปร่งใส ประกอบด้วย หลักการของการกำหนดข้อมูลนโยบายในบริษัทที่เกี่ยวกับผู้ถือหุ้นและการปฏิบัติตามนโยบายเหล่านี้ของบริษัท ประเด็นที่เป็นเงื่อนไขของเศรษฐกิจการ

เงินทั่วโลกในปัจจุบันและเงื่อนไขภายในประเทศที่ต้องเผชิญได้รับการพิจารณา ในขณะที่มาตรฐานกำหนดขั้นตอนสำหรับการให้ข้อมูลผ่านงบการเงินเป็นระยะ และรายงานรายละเอียดตามมาตรฐานดังกล่าวโดยผ่านการพิจารณาจากคณะกรรมการ (Capital Markets Board, 2003) นอกจากนี้ การกำกับดูแลกิจการที่ดีของอาเซียนและอีกหลายประเทศรวมทั้งประเทศไทย เพื่อให้สอดคล้องกับ OECD มีเนื้อหาของเกณฑ์การประเมินโดยแบ่งออกเป็น 5 หมวด ได้แก่ (1) สิทธิของผู้ถือหุ้น (rights of shareholders) (2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (equitable treatment of shareholders) (3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (roles of stakeholders) (4) การเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส (disclosure and transparency) (5) ความรับผิดชอบของกรรมการ (board responsibilities) (The Securities and Exchange Commission, 2017) นอกจากนี้ IOD ใช้หลักดังกล่าวเป็นหลักเกณฑ์ในการประเมินและจัดระดับช่วงคะแนนการกำกับดูแลกิจการ การประเมินการกำกับดูแลกิจการโดย IOD เป็นการประเมินจากหลักฐานข้อมูลที่มีการเปิดเผยอย่างเป็นทางการ เช่น แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี รายงานประจำปีของบริษัท หนังสือนัดประชุมและรายงานการประชุมผู้ถือหุ้น เว็บไซต์ของบริษัท ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่เผยแพร่ผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก.ล.ต. และข้อมูลอื่น ๆ ที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ซึ่งเชื่อว่าจะสามารถสะท้อนคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการของบริษัทไทยโดยรวมได้ และสามารถใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจของนักลงทุน นักวิเคราะห์ และผู้สนใจ (Thai Institute of Directors Association, 2018)

สำหรับงานวิจัยที่ผ่านมา มีการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของกิจการ ส่วนใหญ่ใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัววัดผลการดำเนินงาน และใช้ Tobin's Q เป็นตัววัดมูลค่าของกิจการ พบว่า การ

กำกับดูแลกิจการที่ดีผ่านคะแนนการประเมินเป็นตัววัดความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลการดำเนินงาน (Ammann, Oesch, & Schmid, 2011; Kaewhanam, Sutthachai, & Likitwongkajon, 2017; Michelon & Parbonetti, 2012) และในขณะเดียวกันยังมีงานวิจัยที่ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์เช่นเดียวกันกลับพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กันระหว่างการกำกับดูแลกิจการ กับผลการดำเนินงานของกิจการ (Abatecola, Caputo, Mari & Poggese, 2012; Epps & Cereola, 2008; Pipatanasern & Srijunpetch, 2017; Sami, Wang, & Zhou, 2011) หรือไม่สามารถสรุปทิศทางความสัมพันธ์ได้ชัดเจน (Connelly, Limpaphayom, & Nagarajan, 2012; Price, Román, & Rountree, 2011) หากพิจารณาผลงานวิจัยที่ผ่านมาจะพบว่าเมื่อสภาพแวดล้อมต่างกัน หลายสถานการณ์เปลี่ยนแปลงไปจากแนวคิดที่ว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมส่งผลถึงผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพและความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินเป็นเครื่องบ่งชี้ถึงคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดีผ่านคะแนนการประเมินจาก IOD อีกทั้งตัววัดความมีประสิทธิภาพที่มีหลายแนวคิดที่ถูกนำมาใช้ทั้งตัวชี้วัดแบบดั้งเดิมได้แก่ ROA, ROE และตัวชี้วัดแบบสมัยใหม่ที่นิยมใช้คือ Tobin's Q ดังนั้น งานวิจัยฉบับนี้จึงให้ความสนใจที่จะศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลที่ตีผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีความสัมพันธ์ที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างไร

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลที่ประเมินโดย IOD กับ Tobin's Q และ ROA ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทยที่เข้ารับการประเมินโดย IOD ในภาพรวม ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมและในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม และตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's Q กับ ROA ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเข้ารับการประเมินโดยIOD ในภาพรวม ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

## ขอบเขตของการวิจัย

**ประชากร** คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจธนาคาร ธุรกิจการเงิน ประกันภัย และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม.เอ.ไอ (MAI) และได้เข้าร่วมการประเมินการกำกับดูแลกิจการจาก IOD ในปี พ.ศ. 2561 โดยได้คะแนนอยู่ในระดับดี ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่ม คือ ดี ดีมาก และ ดีเลิศ ตามช่วงคะแนนที่กำหนดขึ้นและใช้จำนวนตราสัญลักษณ์ของคณะกรรมการบริษัทมหาชนแห่งชาติ แสดงระดับคะแนนในแต่ละกลุ่ม (IOD จะไม่ประกาศรายชื่อบริษัทที่ได้รับการประเมินในช่วงคะแนนที่ต่ำกว่าระดับดี) จำนวน 557 บริษัท (Thai Institute of Directors Association, 2018) โดยศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนและปิดรอบบัญชี ณ 31 ธันวาคม ได้ทั้งสิ้นจำนวน 361 บริษัท ข้อมูลงบการเงิน และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัท จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงาน ก.ล.ต. สำหรับคะแนนการกำกับดูแลกิจการสามารถเข้าถึงได้จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors Association, 2018)

### ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

1. ตัวแปรอิสระ คือ ระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลกิจการประเมินโดย IOD ในระดับ ดีเลิศ ดีมาก และ ดี โดยที่หัวข้อความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน

เงินมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 85 มีความสำคัญเป็นลำดับ 3 ใน 5 หัวข้อที่ใช้ในการวัดคะแนนการกำกับดูแลกิจการ รองจากสิทธิของผู้ถือหุ้น และการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (Thai Institute of Directors Association, 2018)

### 2. ตัวแปรตาม

2.1 การวัดมูลค่ากิจการด้วย Tobin's Q จากสูตรในการคำนวณค่า Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) ที่ได้มีการปรับสูตรให้ง่ายต่อการคำนวณและมีค่าใกล้เคียงกับค่า Tobin's Q ที่คำนวณตามแนวทางของ Lindenberg and Ross (1981) ซึ่งเป็นวิธีการคำนวณอย่างง่ายและได้รับการยอมรับว่าถูกต้องตามหลักทฤษฎีพอสมควร

2.2 ผลการดำเนินงานวัดด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แสดงถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมดให้เกิดผลตอบแทน ค่าที่ได้หมายถึงกำไรที่บริษัททำได้จากสินทรัพย์ทั้งหมดจากการดำเนินงาน (The Stock Exchange of Thailand, 2015) ค่ารวมได้จากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม

3. ตัวแปรควบคุม ในบทความวิจัยนี้จะศึกษาเฉพาะตัวแปรที่เกี่ยวกับคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ประกอบด้วย (1) ขนาดของกิจการ (2) โครงสร้างของสินทรัพย์ (3) ความเสี่ยงทางการเงิน (4) ยอดขายหรือรายได้รวม (5) ความสามารถในการทำกำไร (6) โอกาสในการเติบโต (7) ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น และ (8) ความสามารถในการชำระหนี้ระยะยาว

### ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

1. สามารถนำข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับงบการเงินทั้งข้อเท็จจริงที่เกี่ยวข้องกับบริษัทซึ่งเป็นสิ่งสำคัญต่อการศึกษาเชิงวิชาการและนักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ สามารถนำข้อมูลที่ถูกต้องไปใช้ประโยชน์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

2. สามารถนำผลการประเมินโดย IOD สามารถนำไปใช้พัฒนากฎเกณฑ์การกำกับดูแลต่อไป และสำหรับบริษัทที่ไม่ผ่านเกณฑ์การประเมินสามารถนำข้อบกพร่องต่างๆไปปรับปรุงแก้ไขเพื่อให้ผ่านเกณฑ์การประเมินได้ในที่สุด

3. สามารถนำไปใช้ในการยกระดับหลักเกณฑ์การสำรวจตามมาตรฐานการกำกับดูแลให้สอดคล้องกับหลักการของ OECD ที่ว่าควรมีความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัททั้งข้อมูลทางการเงินและมีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วนทันเวลา โปร่งใสผ่านช่องทางที่เข้าถึงได้ง่ายมีความเท่าเทียมกันและน่าเชื่อถือ

### แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

**ทฤษฎีตัวแทน (agency theory)** เป็นแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) อธิบายไว้ว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานได้เพียงผู้เดียว เมื่อกิจการเจริญเติบโตเป็นบริษัทขนาดใหญ่ มีการระดมทุนที่มากขึ้นจากนักลงทุนหรือผู้ที่มีความสนใจทำให้กิจการต้องเกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้เสียจำนวนมากขึ้น ย่อมส่งผลกระทบต่อการบริหารงานที่เปลี่ยนแปลงไป ทำให้เกิดความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนขึ้นระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย ได้แก่ ตัวการ (principal) คือ ฝ่ายที่มอบอำนาจและตัวแทน (Agent) คือ ฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงาน เมื่อผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนตัดสินใจลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดจากเงินลงทุน และเพื่อการสร้างผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวการแล้วความสัมพันธ์ของการเป็นตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารยังคงมีประสิทธิผลดี

**แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ (corporate governance)** เป็นการกำกับดูแลกิจการที่ดี หมายถึง ระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างที่จะช่วยให้กิจการมีการจัดการภายในที่ดี มีการแบ่งแยกหน้าที่ควบคุมและตรวจสอบ ประเมินผลกันได้อย่างตรงไป

ตรงมา ระหว่างฝ่ายจัดการและคณะกรรมการบริษัท ซึ่งทำหน้าที่ในการสอดส่องให้ทุกคนในองค์กรมีความรับผิดชอบต่อนหน้าที่ของตนเองด้วยความโปร่งใส เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียกับกิจการทุกฝ่าย สร้างความสามารถในการแข่งขันและเพิ่มคุณค่าให้กับกิจการในระยะยาว (The Securities and Exchange Commission, 2017)

**โครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies--CGR)** เป็นโครงการที่จัดทำขึ้นเพื่อใช้ในการสำรวจและติดตามพัฒนาการการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ โครงการนี้ทำการสำรวจและประเมินการกำกับดูแลกิจการภายใต้การดูแลของ Institute of Directors Association (IOD) โดยได้รับการสนับสนุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เริ่มต้นโครงการตั้งแต่ปี 2544 ได้ทำการสำรวจการกำกับดูแลกิจการและจัดทำเป็นรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนเพื่อประกาศผลการประเมินมาแล้วทั้งหมด 16 ครั้ง (Thai Institute of Directors Association, 2018)

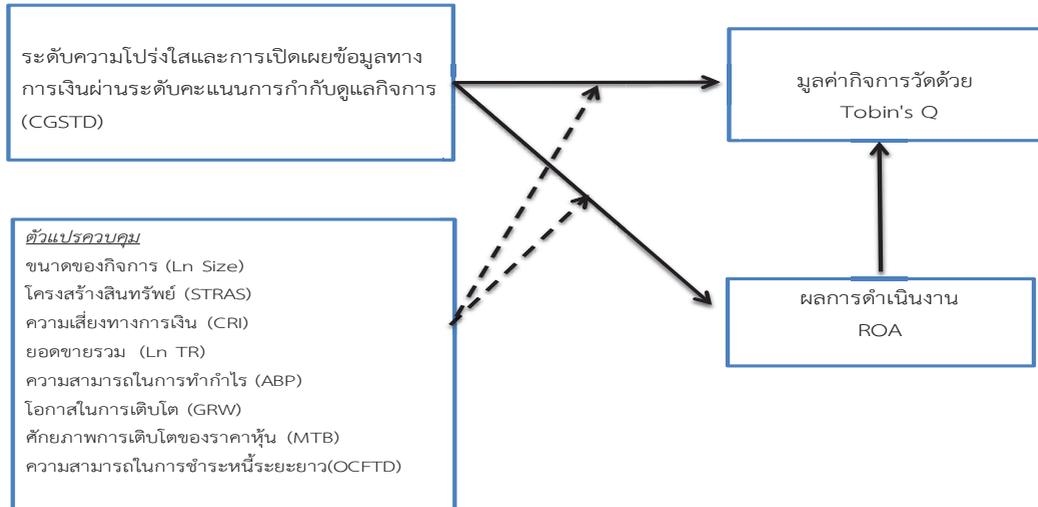
**ความสัมพันธ์ของระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนประเมิน CG กับ Tobin's Q และ ROA** งานวิจัยที่ผ่านมาได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ ได้ผลการศึกษาไปในทิศทางที่สอดคล้องกัน โดยที่ Sandeep, Patel, and Liliane (2002) ศึกษาโดยใช้ชุดข้อมูลคะแนนความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลในตลาดเกิดใหม่ในปี ค.ศ. 2000 จำนวน 19 แห่งพบว่า ในเอเชียและแอฟริกาได้มีคะแนนความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลที่สูงขึ้นอย่างมากเมื่อเทียบกับตลาดเกิดใหม่ในลาตินอเมริกา ยุโรปตะวันออกและ

ตะวันออกกลาง และยังพบว่าตลาดทุนในประเทศบราซิล โปแลนด์ แอฟริกาใต้ อินเดีย และไทยยกเว้นประเทศเกาหลีมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี ส่วนตลาดในแอฟริกาใต้อีก 6 ตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี ส่วนงานวิจัยของ Aksu and Kosedag (2006) พบว่ากลไกของคะแนนความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลเชื่อมโยงกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์อิสตันบูล (ISE) ส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินทั้งในระดับบริษัทและภาคเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศและสามารถแก้ไขปัญหาตัวแทน (agency) ได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Healy and Palepu (2001) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลที่ดีกว่านั้นมีผลกระทบต่อการทำงานที่มีประสิทธิภาพของตลาดทุน ส่วนผลงานวิจัยของ Adiloglu and Vuran (2012) พบว่าบริษัทในตลาด ISE-100 มีความสัมพันธ์ระหว่างระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลผ่านการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับ ROA อัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมและอัตราหนี้ระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ในระดับที่มีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับงานวิจัย Kaewhanam et al. (2017) พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการประเมินโดย IOD ในปี พ.ศ. 2557 กับ ROA มีความสัมพันธ์เชิงบวก สอดคล้องกับงานของ Sami et al. (2011) ที่พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีในตลาดทุนของประเทศจีน มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับ ROA, ROE และ Tobin's Q แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีผลการดำเนินงานที่ดีด้วย เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Shrivastav and Kalsie (2017) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างดัชนีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGDI) กับ Tobin's Q และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี MVA, ROA, ROI และ ROE ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด NSE ประเทศอินเดียชี้ให้เห็นว่าการ

ปรับปรุงกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นนำไปสู่การเปิดเผยข้อมูลที่เพิ่มมากขึ้น

สำหรับงานวิจัยที่ให้ผลแตกต่างออกไปเช่น งานวิจัยของ Saidat, Silva, and Seaman (2019) พบความสัมพันธ์เชิงลบ ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ASE ในประเทศจอร์แดน ซึ่งสอดคล้องกับผลงานของ Phiromrak and Sinjaroonsak (2017) พบว่า การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA และ Tobin's Q ส่วน ROA มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีผลกำไรจากสินทรัพย์ทั้งหมดที่ใช้ในการดำเนินงาน ส่งผลต่อการเพิ่มมูลค่าของกิจการ ส่วนงานวิจัยของ Rajput (2015) พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติและสัดส่วนการถือหุ้นของคนในครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROE แต่สัดส่วนการถือหุ้นของภาครัฐ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย และ CGI มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROE และยังพบว่า ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (CGI) ไม่มีความสัมพันธ์กับ ROA และ Tobin's Q ผลการวิจัยสอดคล้องกับ Epps and Cereola (2008) พบว่า คะแนนการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของประเทศสหรัฐอเมริกา (CGQ) ไม่มีความสัมพันธ์กับตัววัดผลการดำเนินงานทั้ง ROA และ ROE ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Bencharongki (2010) ที่ได้นำช่วงผลคะแนนการกำกับดูแลของกิจการของ IOD ในปีพ.ศ. 2553 มาศึกษาความสัมพันธ์กับตัววัดผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ Tobin's Q ซึ่งจากผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการวัดผลการกำกับดูแลกิจการโดย IOD กับตัววัดผลการดำเนินงาน ROE และ Tobin's Q เช่นกัน

## กรอบแนวความคิดที่ใช้ในการวิจัย



ภาพ 1 กรอบแนวความคิดที่ใช้ในการวิจัย

### สมมุติฐานของการวิจัย

สมมุติฐานที่ 1 ระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดจากค่า Tobin's Q

สมมุติฐานที่ 2 ระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA

สมมุติฐานที่ 3 ระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดจากค่า Tobin's Q ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมแตกต่างกัน

สมมุติฐานที่ 4 ระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมแตกต่างกัน

สมมุติฐานที่ 5 ผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดจากค่า Tobin's Q

### ระเบียบวิธีวิจัย

งานวิจัยนี้ เป็นการศึกษาเชิงปริมาณ ผู้วิจัยใช้การเก็บข้อมูลแบบภาคตัดขวาง ขั้นตอนการวิจัยประกอบด้วย การสำรวจและวิจัยเอกสารจากงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2561 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เข้ารับการประเมินจาก IOD ในระดับดีเลิศ ดีมาก และดี โดยศึกษาทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน รวมทั้งสิ้น 361 บริษัท เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการประเมินโดย IOD ประจำปี 2561 ในเว็บไซต์ [www.thai-iod.com](http://www.thai-iod.com) งบการเงินประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) พ.ศ. 2561 ของบริษัท

การวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย

1. การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) เพื่ออธิบายลักษณะข้อมูลทั่วไปของตัวอย่าง ซึ่งประกอบด้วย Tobin's Q, ROA, CGSTD, Ln SIZE, STRUC, CRI, LnTR, ABP, GROW, MTB และ OCFTD โดยใช้หลักการทางสถิติเชิงพรรณนา (descriptive

statistics) ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

2. การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (correlation analysis) นำข้อมูลที่เกี่ยวข้องมาทำการวิเคราะห์โดยทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งหมดซึ่งประกอบด้วย ตัวแปรตาม Tobin's Q, ROA ตัวแปรอิสระคือ CGSTD ตัวแปรควบคุมประกอบด้วย Ln SIZE, STRUC, CRI, LnTR, ABP, GROW, MTB และ OCFTD โดยวิธีการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient)

3. การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (multiple regression analysis) ใช้อธิบายการวัดมูลค่ากิจการด้วย Tobin's Q และวัดผลการดำเนินงานด้วย ROA ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ผลการวิจัย

1. สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม

สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม Tobin's Q ของตัวอย่างทั้งหมด พบว่า มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.387 และสูงสุดเท่ากับ 11.323 ตามลำดับ แสดงว่าส่วนใหญ่มีมูลค่ากิจการต่ำ สำหรับ ROA ของบริษัทจดทะเบียนที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการในช่วง 3- 5 มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.668 และสูงสุดเท่ากับ 0.558 ตามลำดับ และระดับความโปร่งในการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินวัดจากคะแนนระดับการกำกับดูแลกิจการมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.98615 แสดงถึงตัวอย่างส่วนใหญ่มีความโปร่งใสค่อนข้างดีและมีผลกำไรจากการดำเนินงานผ่านการลงทุนในสินทรัพย์รวมมีค่าเป็นบวก แสดงว่ามีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ในขณะที่ขนาดของบริษัท (LnSize) ซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวมโดยใส่ Natural Logarithm ที่มีค่ามากเพื่อปรับความแตกต่างของขนาดบริษัทให้เป็นฐานเดียวกัน และโครงสร้าง

สินทรัพย์ (STRAS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 9.01978 เท่า และ 0.56090 เท่า แสดงให้เห็นว่าตัวอย่างมีขนาดใหญ่และการลงทุนในสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนมีสัดส่วนครึ่งหนึ่งของสินทรัพย์รวม ความเสี่ยงทางการเงิน (CRI) และความสามารถในการชำระหนี้ระยะยาว (OCFTD) ซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อหนี้สิน มีค่าเฉลี่ยที่ 1.05344 เท่า และ 0.23225 เท่า แสดงว่าตัวอย่างมีการก่อหนี้สูงและไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ระยะยาวด้วยเงินสดได้ดี อาจมีความเสี่ยงต่อการชำระหนี้ที่สูง ยอดขายรวม (LnTR) ความสามารถในการทำกำไร (ABP) และโอกาสในการเติบโต (GRW) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.47728 ล้านบาท 0.06299 เท่า และ 0.04009 เท่า แสดงว่า ตัวอย่างส่วนใหญ่มียอดขายที่สูงมีความสามารถในการทำกำไรและโอกาสในการเติบโตอยู่ในระดับที่ต่ำ ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้นวัดด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.125 เท่า สูงสุดเท่ากับ 436.00 เท่า โดยเฉลี่ย 1.62699 เท่า หมายถึง นักลงทุนยินดีจ่ายเงินซื้อหุ้นสามัญของบริษัทในราคาที่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชี 1.62699 เท่า แสดงว่าบริษัทไม่ประสบความสำเร็จในการเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น

2. ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ H1, H2 ค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์หรือ  $R^2$  ของโมเดลกรณีที่ใช้ Tobin's Q และ ROA เป็นตัวแปรตามเท่ากับ 0.624 และ 0.970 ตามลำดับ กล่าวคือ ความสามารถในการทำกำไร (ABP) โอกาสในการเติบโต (GRW) และศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น (MTB) สามารถอธิบายความผันแปรของมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ได้ร้อยละ 62.40 และ ความสามารถในการทำกำไร (ABP) โอกาสในการเติบโต (GRW) ขนาดของบริษัท (LnSize) และความเสี่ยงทางการเงิน (CRI) สามารถอธิบายความผันแปรของผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA ได้ร้อยละ 97 อธิบายได้ว่า กิจการที่มีมูลค่า Tobin's Q สูง จะมีความสามารถในการทำกำไรได้สูง

ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้นสูงจะมีโอกาสในการเติบโตต่ำ และกิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ดีหรืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูงจะมีความสามารถในการทำกำไรสูงโอกาสในการเติบโตสูงจะมีขนาดของกิจการเล็กกว่ามีความเสี่ยงทางการเงินต่ำกว่ากิจการที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ต่ำ โดยที่ ความสามารถในการทำกำไรสามารถอธิบายความผันแปรของมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q และ ROA ได้เหมือนกันและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเหมือนกัน ส่วนโอกาสในการเติบโตสามารถอธิบายความผันแปรได้เช่นเดียวกันและมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่ต่างกัน ในขณะที่ระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGSTD) โครงสร้างของสินทรัพย์ (STRAS) ยอดขาย (LnTR) และความสามารถในการชำระหนี้สั้นระยะยาว (OCFTD) ไม่สามารถอธิบายความผันแปรของมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q และ ROA ได้

3. ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม INDUS 1, INDUS 2, INDUS 4

ค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์หรือ  $R^2$  ของโมเดลกรณีที่ใช้มูลค่า Tobin's Q ของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (INDUS1) กลุ่มทรัพยากร (INDUS2) และกลุ่มบริการ (INDUS4) เป็นตัวแปรตาม เท่ากับ 0.697, 0.672 และ 0.876 ตามลำดับ กล่าวคือ ความสามารถในการทำกำไร (ABP) โอกาสในการเติบโต (GRW) สามารถอธิบายความผันแปรของมูลค่า Tobin's Q ของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (INDUS1) ได้ร้อยละ 69.70 ส่วนความสามารถในการทำกำไร (ABP) โอกาสในการเติบโต (GRW) และศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น (MTB) และความเสี่ยงทางการเงิน (CRI) สามารถอธิบายความผันแปรของมูลค่า Tobin's Q ของกลุ่มทรัพยากร (INDUS2) ได้ร้อยละ 67.20 และความสามารถในการทำกำไร (ABP) โอกาสในการเติบโต (GRW) และศักยภาพการ

เติบโตของราคาหุ้น (MTB) ขนาดของบริษัท (LnSize) โครงสร้างของสินทรัพย์ (STRAS) และความเสี่ยงทางการเงิน (CRI) สามารถอธิบายความผันแปรของมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ของกลุ่มบริการ (INDUS4) ได้ร้อยละ 87.60 กล่าวคือ มูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (INDUS1) มีมูลค่าสูง มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะมีโอกาสในการเติบโตต่ำ ส่วนมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ของ กลุ่มทรัพยากร (INDUS2) มีมูลค่าสูงมีความสามารถในการทำกำไรสูงศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้นสูงจะมีโอกาสในการเติบโตต่ำ และความเสี่ยงทางการเงินสูง สำหรับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ของกลุ่มบริการ (INDUS4) มีมูลค่าสูงมีโครงสร้างของสินทรัพย์สูงยอดขายสูงความสามารถในการทำกำไรสูงศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้นสูงจะมีโอกาสในการเติบโตต่ำ ขณะที่ขนาดบริษัทเล็กและและความเสี่ยงทางการเงินต่ำ

4. ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ROA, Tobin's Q

ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ( $R$ ) เท่ากับ 0.539 แสดงถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์กับตัวแปร มูลค่ากิจการ Tobin's Q ได้ร้อยละ 53.9 และค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์หรือ  $R^2$  เท่ากับ 0.29 แสดงถึง อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สามารถอธิบายความผันแปรของ Tobin's Q ได้ร้อยละ 29 สรุปได้ว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าเท่ากับ 0.539

5. ผลการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรที่ทำการศึกษาทั้งหมดซึ่งตัวแปรทั้ง 11 ตัวแปร ได้แก่ มูลค่า Tobin's Q, ROA ระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับ

ดูแลกิจการที่ดี (CGSTD) ขนาดของบริษัท (LnSize) โครงสร้างของสินทรัพย์ (STRAS) ความเสี่ยงทางการเงิน (CRI) ยอดขายของกิจการ (LnTR) ความสามารถในการทำกำไร (ABP) โอกาสในการเติบโต (GRW) ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น (MTB) และความสามารถในการชำระหนี้สินระยะยาว (OCFTD) พบว่า ในภาพรวมอยู่ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ตัวแปรมูลค่ากิจการวัดจากค่า มีความสัมพันธ์กับ ROA ความสามารถในการทำกำไร (ABP) ศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น (MTB) และความสามารถในการชำระหนี้สินระยะยาว (OCFTD) ส่วนโอกาสในการเติบโต (GRW) และศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น (MTB) มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการชำระหนี้สินระยะยาว (OCFTD) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 แสดงว่า บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตจะมีศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้นและมีความสามารถชำระหนี้ระยะยาว เนื่องจากมีการแสดงเงินสดจากการดำเนินงานมากเพียงพอต่อการชำระหนี้

### การอภิปรายผล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นบริษัทที่ได้เข้าร่วมการประเมินและได้รับการประกาศผลการกำกับดูแลกิจการจาก IOD ในปี พ.ศ. 2561 จำนวน 361 บริษัท ผลการทดสอบแบบรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า ระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลที่ประเมินโดย IOD ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการตามแนวคิด Tobin's Q ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Bencharongki (2010) ส่วนผลงานวิจัยที่พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่าน

คะแนนการกำกับดูแลที่ประเมินโดย IOD กับ ROA ไม่มีความสัมพันธ์กันนั้นสอดคล้องกับงานวิจัยของ Epps and Cereola (2008) และผลงานวิจัยที่พบว่าทั้ง Tobin's Q และ ROA ไม่มีความสัมพันธ์กับระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแล ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rajput, (2015) ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้งหมดไม่ได้ถูกนำมาพิจารณา เนื่องจาก IOD ประกาศผลการสำรวจเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนน CG ตั้งแต่ร้อยละ 70 ขึ้นไปหรือระดับดีขึ้นเท่านั้น ดังนั้น จึงไม่สามารถเก็บข้อมูลบริษัทที่มีผลคะแนน CG ระดับพอใช้ ระดับผ่าน และระดับที่ควรปรับปรุงได้ เมื่อกำหนดสัดส่วนของจำนวนบริษัทที่ไม่ได้รับการประกาศผล มีถึงประมาณร้อยละ 25 ซึ่งมีสัดส่วนที่ค่อนข้างสูง อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า กลุ่มบริการมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่าง ระดับความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินผ่านคะแนนการกำกับดูแลที่ประเมินโดย IOD กับ ROA ซึ่งสอดคล้องกับ Adiloglu and Vuran (2012); Phiromrak and Sinjaroonsak (2017); Saidat et al. (2019) อาจเป็นเพราะข้อมูลจำนวนบริษัทที่เข้ารับการประเมินในกลุ่มบริการที่ประกาศโดย IOD มากพอในการนำมาพิจารณากล่าวคือ มีจำนวนทั้งสิ้น 86 รายคิดเป็นสัดส่วนของจำนวนที่ประกาศและนำมาใช้ในการศึกษามีประมาณร้อยละ 24 ซึ่งมีสัดส่วนค่อนข้างสูง

ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของกิจการตามแนวคิด Tobin's Q กับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเข้าร่วมการประเมินโดย IOD พบ ROA ว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Phiromrak and Sinjaroonsak (2017) กล่าวคือ บริษัทที่มีผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพสูงส่งผลให้มูลค่าของ

กิจการตามแนวคิด Tobin's Q สูงขึ้นไปในทิศทางเดียวกัน

การศึกษาในครั้งนี้ยังพบว่าความสามารถในการทำกำไร (ABP) โอกาสในการเติบโต (GRW) และศักยภาพการเติบโตของราคาหุ้น (MTB) สามารถอธิบายความผันแปรของ มูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Wongyai, Chaiyakhet, and Neerapattanakun (2017) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพจะมีผลตอบแทนสูงทำให้สัดส่วนอัตราส่วนกำไรต่อหุ้นขึ้นพื้นฐานต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นและอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีจะเพิ่มขึ้นด้วยส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดทั้งหมดของบริษัทต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์

ผลการวิจัย ยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง ROA กับขนาดของบริษัท (LnSize) และความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงทางการเงิน (CRI) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kaewhanam et al. (2017) และ Samia et al. (2011) นอกจากนั้น ยังพบว่า ROA กับความสามารถในการทำกำไร (ABP) และ โอกาสในการ

เติบโต (GRW) มีความสัมพันธ์กัน แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีมูลค่าของสินทรัพย์รวมสูงซึ่งมีขนาดใหญ่ย่อมมีผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์สูง มีความสามารถในการทำกำไรสูงโดยไม่คำนึงถึงดอกเบี้ยจ่ายและภาษีมีโอกาสนำเงินกำไรแต่ไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ อาจเกิดจากการนำเงินกำไรที่ได้จากกิจกรรมดำเนินงาน และกระแสเงินสดที่ได้จากการจัดหาเงินด้วยวิธีการกู้ยืมระดมทุนจากผู้ถือหุ้นเพื่อการขยายธุรกิจทำให้เกิดขาดสภาพคล่องส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงทางการเงิน ไม่สามารถชำระดอกเบี้ยและเงินต้น

### ข้อเสนอแนะ

1. ผลการประเมินโดย IOD สามารถนำไปใช้พัฒนา กฎเกณฑ์การกำกับดูแลต่อไปเพื่อเป็นการยกระดับหลักเกณฑ์การสำรวจตามมาตรฐานการกำกับดูแลให้สอดคล้องกับหลักการของ OECD

2. ข้อคำถามในการประเมินควรจะมีการปรับปรุงให้เกิดความทันสมัยสอดคล้องกับสถานการณ์ปัจจุบันที่ทำการธุรกรรมผ่านระบบดิจิทัล เพื่อให้การเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสมากขึ้น

## References

- Abatecola, G., Caputo, A., Mari, M., & Poggesi, S. (2012). Relations among corporate governance, codes of conduct, and the profitability of public utilities: An empirical study of companies on the Italian Stock Exchange. *International Journal of Management*, 29(2), 611-626.
- Adiloglu, B., & Vuran, B. (2012). The relationship between the financial ratios and transparency of financial information disclosures within the scope of corporate governance: Evidence from Turkey levels. *The Journal of Applied Business Research*, 28(4), 543-554.
- Aksu, M., & Kosedag, A., (2006). Transparency and disclosure scores and their determinants in the Istanbul Stock Exchange. *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), 277-296
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.
- Bencharongki, U. (2010). *The relationship between corporate governance level and performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. Independent study.* Master's thesis of business administration, Kasetsart University. [In Thai]
- Capital Markets Board. (2003). *Corporate governance principles.* Author. [In Thai]
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management* 23(3), 70-74.
- Connelly, J. T., Limpaphayom, P., & Nagarajan, N. J. (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1722-1743.
- Epps, R. W., & Cereola, S. J. (2008). Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company operating performance? *Critical Perspectives on Accounting*, 19(8), 1135-1148.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001.). Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Jensen, M. C., & Mecking, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kaewhanam, K., Sutthachai, S., & Likitwongkajon, N. (2017) The relationship between corporate governance scored by Thai institute of directors and corporate performance among Thai Listed Companies. *Journal of Management, Walailak University*, 6(1), 45-53. [In Thai]
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's Q ratio and industrial organization. *The Journal of Business*, 54(1), 1-32.

- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effects of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management and Governance*, 16(3), 477-509.
- Pipatanasern, A., & Srijunpetch, S. (2017). Response of the Stock Exchange of Thailand on corporate governance, earnings quality, and auditors. *Journal of Accounting Profession*, 13(40), 22-31. [In Thai]
- Phiromrak, P., & Sinjaroonsak, T. (2017). *The impact of corporate governance on return on asset and business value of listed companies in the stock exchange of Thailand*. the 9th NPRU National Academic Conference, Nakorn Pathom Rajabhat University, 28-29 September 2017, pp. 872-880. [In Thai]
- Price, R., Román, F.J., & Rountree, B. (2011). The impact of governance reform on performance and transparency. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 76-96.
- Rajput, N. (2015). Shareholder types, corporate governance and firm performance: An anecdote from Indian Corporate Sector. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 7(1), 45-63.
- Saidat, Z., Silva, M., & Seaman, C. (2019). The relationship between corporate governance and financial performance: Evidence from Jordanian family and nonfamily firms. *Journal of Family Business Management*, 9(1), 54-78.
- Sami, H., Wang, J. T., & Zhou, H. (2011). Corporate governance and operating performance of China Listed Firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 106-114.
- Sandeep, A., Patel, A. B., & Liliane, B. (2002). Measuring transparency and disclosure at firm level in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 3(4), 325-337.
- Shrivastav, S. M., & Kalsie, A. (2017). Corporate governance disclosure index and firm performance: Evidence from NSE companies. *Business Analyst*, 38(1), 173-213.
- Thai Institute of Directors Association. (2018). *CGR 2018 report*. Retrieved from <http://www.thai-iod.com/imgUpload/รายชื่อบริษัทที่ได้ผลคะแนนระดับดี-ดีเลิศ%20และ%20Top%20Quartile%20แต่ละกลุ่ม%20ประจำปี%202561.pdf> [In Thai]
- The Securities and Exchange Commission. (2017). *CG Thailand for sustainability of business and society*. Retrieved from <https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/pages/cgcode/cgcodeintroduction.aspx> [In Thai]
- The Stock Exchange of Thailand. (2015). *Manual guides*. Author. [In Thai]
- Wongyai, S., Chaiyakhet, N., & Neerapattanakun, D. (2017). The relationship between capital structure and firm value: A case study of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Business Administration and Accountancy, Khonkaen University*, 1(3), 1-17. [In Thai]