



ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนอง
ของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน

โดย

นางสาวธัญวรัตน์ เล็กรุ่งเรืองกิจ

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนอง
ของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน

โดย

นางสาวธัญวรัตน์ เล็กรุ่งเรืองกิจ



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON MARKET
REACTION TO EARNINGS ANNOUNCEMENT

BY

MISS THANVARAT LEKRUNGRUANGKIT



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTING
INTEGRATIVE BUSINESS ACCOUNTING
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2015
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวธัญวรัตน์ เล็กรุ่งเรืองกิจ

เรื่อง

ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนอง
ของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

30 ธ.ค. 2559

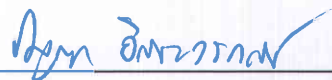
เมื่อ วันที่.....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปัญญา อิศระวารวณิช)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

| | |
|---------------------------------|--|
| หัวข้อการค้นคว้าอิสระ | ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนอง ของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน |
| ชื่อผู้เขียน | นางสาวธัญวรัตน์ เล็กรุ่งเรืองกิจ |
| ชื่อปริญญา | บัญชีมหาบัณฑิต |
| สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย | การบัญชีแบบบูรณาการ พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ |
| อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ | ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปัญญา อิศระวรวาณิช |
| ปีการศึกษา | 2558 |

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน โดยศึกษาผ่านความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงินโดยตรง รวมไปถึงผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่าง Earnings surprise และการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปีพ.ศ. 2557 ถึงพ.ศ. 2558 จำนวน 694 ข้อมูลตัวอย่าง

ผลจากการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) พบว่าการกำกับดูแลกิจการ ขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน แสดงว่านักลงทุนให้ความสำคัญกับกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่า ตลอดจนขนาดของกิจการที่ใหญ่กว่าและมูลค่าทางบัญชีที่สูงกว่ามีผลทางบวกต่อการตัดสินใจของนักลงทุน นอกจากนี้ยังพบว่า Negative Earnings Surprise มีความสัมพันธ์ในทางลบกับการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน แสดงว่านักลงทุนจะมีการตอบสนองทางลบสำหรับกิจการที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ, การตอบสนองของตลาด, การประกาศงบการเงิน

| | |
|-------------------------------|--|
| Independent Study Title | THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON MARKET REACTION TO EARNINGS ANNOUNCEMENT |
| Author | Miss Thanvarat Lekrungrangkit |
| Degree | Master of Accounting |
| Department/Faculty/University | Integrative Business Accounting Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University |
| Independent Study Advisor | Assistant Professor Panya Issarawornrawanich, Ph.D. |
| Academic Years | 2015 |

ABSTRACT

This research studies the impact of corporate governance on market reaction to earnings announcement by examining the relationship between corporate governance and market reaction to earnings announcement and the impact of corporate governance on the relationship between earnings surprise and market reaction to earnings announcement. The companies under study are listed Thai firms from 2014 to 2015, totaling 694 firms' observation.

The multiple regression analysis shows that corporate governance, size and book to market ratio are positively related to market reaction to earnings announcement. It means that investors value firms with better corporate governance, bigger size and higher book value. Besides, this research shows that negative earnings surprise is negatively related to market reaction to earnings announcement. It implies that investors negatively react to loss firms.

Keywords: Corporate Governance, Market Reaction, Earnings Announcement

กิตติกรรมประกาศ

ผู้วิจัยขอขอบคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปัญญา อิศระวรวานิช อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระสำหรับคำแนะนำต่างๆ รวมทั้งการตรวจสอบและแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ตลอดการจัดทำการค้นคว้าอิสระจนเสร็จสมบูรณ์

นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบคุณรองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์ที่ให้เกียรติมาร่วมเป็นกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระและให้คำแนะนำเพื่อปรับปรุงให้งานวิจัยมีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น รวมถึงถึงคณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่านที่ช่วยประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ต่างๆ

สุดท้ายนี้ผู้วิจัยขอขอบคุณครอบครัว เพื่อนๆ IBMP รุ่น 6 และเจ้าหน้าที่หลักสูตร IBMP ที่มีส่วนช่วยให้การค้นคว้าอิสระนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

นางสาวธัญรัตน์ เล็กรุ่งเรืองกิจ

สารบัญ

| | หน้า |
|--|------|
| บทคัดย่อภาษาไทย | (1) |
| บทคัดย่อภาษาอังกฤษ | (2) |
| กิตติกรรมประกาศ | (3) |
| สารบัญตาราง | (7) |
| สารบัญภาพ | (8) |
| บทที่ 1 บทนำ | 1 |
| 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา | 1 |
| 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย | 3 |
| 1.3 ขอบเขตของการศึกษา | 3 |
| 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย | 3 |
| บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง | 4 |
| 2.1 การตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน | 4 |
| 2.1.1 ทฤษฎีตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ | 4 |
| 2.1.2 Earnings Surprise | 5 |
| 2.1.3 การใช้ข้อมูลทางบัญชีในการตัดสินใจของนักลงทุน | 5 |
| 2.1.4 การตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน | 7 |
| 2.2 การกำกับดูแลกิจการ | 8 |

| | |
|---|----|
| 2.2.1 ทฤษฎีตัวแทน | 8 |
| 2.2.2 หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี | 9 |
| 2.2.3 การกำกับดูแลกิจการและความเชื่อมั่นต่องบการเงิน | 10 |
| 2.2.4 การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน | 11 |
| 2.2.5 การกำกับดูแลกิจการและราคาหลักทรัพย์ | 12 |
| 2.2.6 การกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนหลักทรัพย์ | 13 |
| 2.2.7 การตอบสนองของตลาดต่อการประกาศคะแนนการกำกับดูแลกิจการ | 14 |
| 2.3 การกำกับดูแลกิจการและการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน | 15 |
| 2.4 ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ | 16 |
| 2.5 กรอบแนวคิดในการวิจัย | 17 |
| บทที่ 3 วิธีการวิจัย | 18 |
| 3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา | 18 |
| 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล | 19 |
| 3.3 แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย | 19 |
| 3.4 ตัวแปรตาม: อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม | 19 |
| 3.5 ตัวแปรอิสระและตัวแปรกำกับ | 20 |
| 3.5.1 Earnings Surprise | 20 |
| 3.5.2 การกำกับดูแลกิจการ | 21 |
| 3.5.3 Negative | 23 |
| 3.6 ตัวแปรควบคุม | 23 |
| 3.6.1 ขนาดของบริษัท | 23 |
| 3.6.2 อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ | 23 |
| 3.7 การวิเคราะห์ข้อมูลและการประมวลผล | 23 |
| บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล | 25 |
| 4.1 การวิเคราะห์เชิงสถิติพรรณนา | 25 |

| | |
|-------------------------------------|-----|
| | (6) |
| 4.2 การวิเคราะห์เชิงสถิติอนุमान | 27 |
| บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ | 32 |
| 5.1 สรุปผลการวิจัย | 32 |
| 5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย | 33 |
| 5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต | 34 |
| รายการอ้างอิง | 35 |
| ประวัติผู้เขียน | 41 |



สารบัญตาราง

| ตารางที่ | หน้า |
|---|------|
| 3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา | 19 |
| 3.2 จำนวนหลักเกณฑ์และน้ำหนักที่ใช้ในการประเมิน ปีพ.ศ. 2554 ถึงพ.ศ. 2558 | 23 |
| 3.3 ช่วงคะแนนของระดับการกำกับดูแลกิจการ | 23 |
| 4.1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา | 25 |
| 4.2 ระดับการกำกับดูแลกิจการของข้อมูลตัวอย่าง | 26 |
| 4.3 ค่า VIF ของตัวแปรอิสระ Interaction terms และตัวแปรควบคุม | 27 |
| 4.4 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ | 28 |
| 5.1 สรุปทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปร | 32 |

สารบัญภาพ

| ภาพที่ | หน้า |
|---------------------------|------|
| 2.1 Prospect Theory | 5 |
| 2.2 แนวคิดตัวแทนของกิจการ | 9 |
| 2.3 กรอบแนวคิดในการวิจัย | 17 |



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ภายหลังจากกรณีอื้อฉาวจากการฉ้อฉลตกแต่งบัญชีของบริษัท Xerox, Merck และ Qwest และการล้มละลายของบริษัท Enron และ WorldCom ในประเทศสหรัฐอเมริกา ทุกฝ่ายต่างตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ไม่ว่าจะเป็นหน่วยงานกำกับดูแลอย่างคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาที่ได้มีการออก Sarbanes-Oxley Act (SOX) ซึ่งเป็นกฎหมายบังคับใช้กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา เพื่อป้องกันนักลงทุนจากการตกแต่งบัญชีของบริษัท เพิ่มขอบเขตความรับผิดชอบของ CEO และ CFO ในเรื่องการควบคุมภายในและการรับรองความถูกต้องของการรายงานข้อมูลทางการเงิน (ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร, 2556) หรือนักลงทุนที่สนใจใช้การกำกับดูแลกิจการเป็นเกณฑ์ในการพิจารณาเลือกลงทุนโดยมีงานวิจัยจำนวนมากที่ยืนยันว่าการลงทุนในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า เช่น Gompers et al. (2003) พบว่ากลยุทธ์การลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยการซื้อหุ้นบริษัทที่ให้ความสำคัญกับสิทธิของผู้ถือหุ้นสูงและขายหุ้นบริษัทที่ไม่ให้ความสำคัญกับสิทธิของผู้ถือหุ้นต่ำ สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติ 8.5% ต่อปี หรือกรณีในประเทศไทย กมลรัตน์ อร่ามวิทยานุกูล (2557) พบว่าหลักทรัพย์ที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้ผลตอบแทนเกินปกติสูงกว่าหลักทรัพย์ที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี

สำหรับในประเทศไทยนั้น การกำกับดูแลกิจการเริ่มเข้ามามีบทบาทภายหลังวิกฤตการณ์ต้มยำกุ้งในปีพ.ศ. 2540 ซึ่งต้องกู้เงินจาก IMF โดยมีเงื่อนไขที่ประเทศสมาชิกที่ขอกู้เงินจะต้องมีระบบการกำกับดูแลตามข้อกำหนดและนับแต่นั้นมาประเทศไทยก็ได้พัฒนาการกำกับดูแลกิจการอย่างต่อเนื่อง (ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร, 2556) โดยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเสนอนั้นยึดตามหลักการกำกับดูแลกิจการของ Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance) ข้อเสนอแนะของธนาคารโลกจากการเข้าร่วมโครงการ Corporate Governance - Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC) และหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) ซึ่งเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้วัดระดับ “การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน” สำหรับประเทศในกลุ่ม ASEAN (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

นอกจากการพัฒนาหลักการกำกับดูแลกิจการโดยการเสนอหลักการกำกับดูแลกิจการสำหรับบริษัทจดทะเบียนแล้ว ยังมีการประเมินการกำกับดูแลกิจการรายบริษัทจดทะเบียนโดยหน่วยงานภายในประเทศ ซึ่งจะช่วยให้เกิดพัฒนาการของบริษัทจดทะเบียนในปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการให้เป็นมาตรฐานสากล เช่น โครงการการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน (CGR) โดยสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทย (IOD) ซึ่งทำการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนประเมินให้คะแนนและจัดกลุ่มบริษัทตามคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้งบการเงินของบริษัทมีความน่าเชื่อถือเพิ่มสูงขึ้น โดยจุฑา มาศ พิมพา (2552) พบว่าการบริหารความเสี่ยงตามแนวคิด COSO ERM และการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลต่อความเชื่อมั่นของงบการเงินของผู้ใช้งบการเงิน และเนื่องจากนักลงทุนใช้ข้อมูลทางบัญชีในการตัดสินใจลงทุน (Beaver, 1968) ดังนั้นนักลงทุนจึงน่าจะพิจารณาลงทุนในหลักทรัพย์ด้วยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานจากงบการเงินอย่างไรก็ตามจากผลสำรวจของอารี ยา ปัญญาคุณารณ์ (2553) พบว่านักลงทุนยังมีการนำหลักการกำกับดูแลกิจการมาใช้ในการพิจารณาลงทุนในหลักทรัพย์น้อยกว่าระดับที่ให้ความสำคัญกับการที่บริษัทจดทะเบียนจะต้องปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องยังไม่มีส่งเสริมและสนับสนุนให้มีการนำหลักการกำกับดูแลกิจการมาใช้อย่างแพร่หลายในกลุ่มของนักลงทุนรายย่อย รวมถึงข้อมูลทางด้านการกำกับดูแลกิจการมักจะเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพซึ่งแต่ละบริษัทมีการเปิดเผยในรูปแบบที่แตกต่างกันและนำมาเปรียบเทียบกันได้ยาก

ทั้งนี้ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ทางหน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้พัฒนาและส่งเสริมให้ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการแก่นักลงทุนมากขึ้น เช่น โครงการการกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน (CGR) ปรับปรุงหลักเกณฑ์การประเมินให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN CG Scorecard โดยปัจจุบันมีบริษัทที่เข้าร่วมโครงการกว่า 588 บริษัท เพิ่มจาก 290 บริษัทในปีพ.ศ. 2552 ทำให้ข้อมูล CG Score ครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งนักลงทุนสามารถนำไปใช้เปรียบเทียบในการพิจารณาลงทุนได้

งานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาว่านักลงทุนได้นำข้อมูลการกำกับดูแลกิจการไปใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนแตกต่างจากในอดีตหรือไม่ โดยศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน หากนักลงทุนมีการนำข้อมูลการกำกับดูแลกิจการมาใช้ตัดสินใจลงทุน การตอบสนองต่อการประกาศงบการเงินของบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่าควรแตกต่างจากบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่แย่กว่า

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

งานวิจัยนี้มีจุดประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาการกำกับดูแลกิจการและการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงินรายปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยศึกษาจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ที่เปิดเผยนับย้อนจากปีปัจจุบันไป 2 ปี คือ ปีพ.ศ. 2557 ถึงพ.ศ. 2558

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย

1.4.1 เพื่อให้ให้นักลงทุนในอนาคตสามารถนำผลที่ได้จากการศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงินไปประยุกต์ใช้ในการลงทุนต่อไป

1.4.2 เพื่อให้เป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ของการศึกษาเกี่ยวกับการตอบสนองต่อกำไรของนักลงทุนต่อการที่กิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่า และใช้เป็นแนวทางในการวิจัยในอนาคตเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน มีแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

2.1 การตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน

2.1.1 ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ หมายถึงตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดนั้นมีการปรับตัวอย่างรวดเร็วต่อข้อมูลใหม่ และราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์เป็นราคาที่สะท้อนข้อมูลทั้งหมดเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นอย่างเต็มที่ ซึ่งหมายความว่าราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในขณะใดขณะหนึ่งเป็นราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง (Fama, 1970)

ในทางปฏิบัติตลาดไม่ได้มีประสิทธิภาพเท่าเทียมกันในทุกตลาด โดยตลาดสามารถแบ่งได้เป็น 3 ระดับ ตามความมีประสิทธิภาพของตลาดจากพฤติกรรมข่าวสารข้อมูลดังนี้

(1) ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak Form Efficient Market) เป็นตลาดที่ราคามีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่มและมีความยืดหยุ่นต่ำ เนื่องจากนักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียมกันและข้อมูลด้านราคามีน้อย จึงไม่มีใครได้เปรียบจากข้อมูลด้านราคา ข้อมูลด้านราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีตไม่สามารถนำมาใช้เป็นแนวทางในการคาดคะเนแนวโน้มราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้

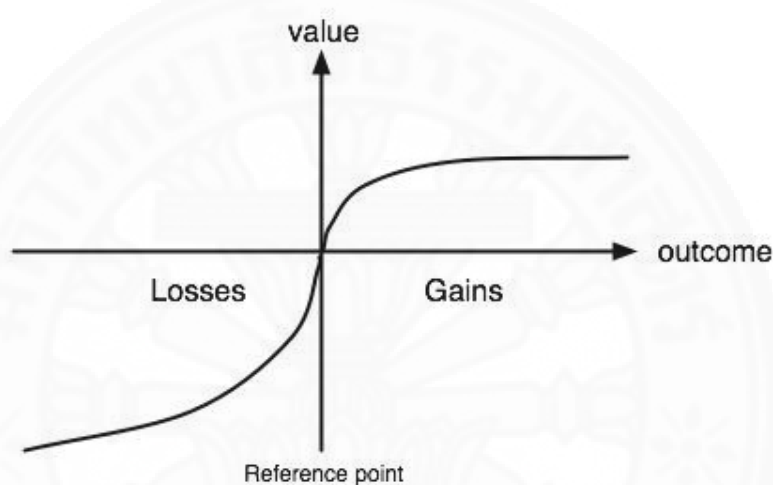
(2) ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-Strong Form Efficient Market) เป็นตลาดที่ราคาเป็นตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ต่อสาธารณะชนทั่วไป ราคาคุณภาพเปลี่ยนแปลงเมื่ออุปสงค์และอุปทานของหลักทรัพย์เปลี่ยนไปเมื่อได้รับข่าวสารใหม่ๆจนกระทั่งเกิดคุณภาพใหม่ โดยข้อมูลสาธารณะประกอบไปด้วยข้อมูลตลาด เช่น ราคาหลักทรัพย์ในอดีต อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ฯลฯ และข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลตลาด เช่น ข้อมูลการประกาศตัวเลขรายได้ของธุรกิจ ข้อมูลการประกาศจ่ายปันผล การแตกหุ้น ข่าวเกี่ยวกับการเมือง ฯลฯ

(3) ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong Form Efficient Market) เป็นตลาดที่มีความยืดหยุ่นมาก โดยราคาเป็นตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารใหม่ทุกชนิด ไม่ว่าจะเป็ข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณะชนหรือข้อมูลที่ไม่เปิดเผย (Inside Information) ซึ่งหมายความว่าไม่มีใคร

ผู้ขาดในการใช้ข้อมูลภายในเพื่อสร้างกำไรที่ปกติได้ เนื่องจากทุกคนรู้ข้อมูลภายในอย่างรวดเร็วเหมือนกัน

2.1.2 Earnings Surprise

Earnings Surprise คือระดับกำไร (ขาดทุน) จริงที่แตกต่างจากกำไร (ขาดทุน) ที่คาดหวัง โดยความแตกต่างสามารถเป็นได้ทั้งทางบวก (Positive) และทางลบ (Negative) Kahneman and Tversky (1979) นำเสนอทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์พฤติกรรมที่เรียกว่า Prospect Theory ซึ่งอธิบายพฤติกรรมการตัดสินใจดังภาพด้านล่าง



ภาพที่ 2.1 Prospect Theory

จากภาพที่ 2.1 จะเห็นได้ว่า กราฟมีลักษณะ S-shape โดยกราฟภายใต้สภาวะ Gains จะมีลักษณะโค้งเข้าหาจุดกำเนิด (Concave) แต่กราฟภายใต้สภาวะ Losses กราฟจะมีลักษณะโค้งออกจากจุดกำเนิด (Convex) และจะมีความชันสูงสุดที่จุดอ้างอิง (Reference point) แสดงถึงการให้น้ำหนักที่ต่างกันระหว่างสภาวะ Gains และ Losses กล่าวคือบุคคลจะรู้สึกว่าการสูญเสียมีความรุนแรงกว่า Gains ดังนั้น Negative Earnings Surprise จึงส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์รุนแรงกว่าที่ Positive Earnings surprise ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

2.1.3 การใช้ข้อมูลทางบัญชีในการตัดสินใจของนักลงทุน

ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ (Relevance) เป็นหนึ่งในลักษณะเชิงคุณภาพพื้นฐานของงบการเงิน โดยข้อมูลที่มีประโยชน์ต้องเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงินสามารถทำให้ผู้ใช้ตัดสินใจแตกต่างไป

ในอดีตมีงานวิจัยที่ยืนยันว่านักลงทุนมีการใช้ข้อมูลจากงบการเงินในการตัดสินใจลงทุนอยู่หลายงาน เช่น Beaver (1968) ศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา

ในช่วงปีค.ศ. 1961 ถึงค.ศ. 1965 พบว่าในช่วงของการประกาศกำไร มีปริมาณการซื้อขายและการเปลี่ยนแปลงของราคาสูงเกินปกติ สอดคล้องกับ Ball and Brown (1968) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการยืนยันความมีประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชี นอกจากนี้ Ball and Brown (1968) ยังพบการเกิดผลตอบแทนเกินปกติหลังการประกาศกำไร โดยมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นสำหรับบริษัทที่มี Positive Earnings Surprise และมีแนวโน้มลดลงสำหรับบริษัทที่มี Negative Earnings Surprise ซึ่งต่อมาเรียกปรากฏการณ์ดังกล่าวว่า Post-Earnings-Announcement Drift ทั้งนี้การเกิดปรากฏการณ์ดังกล่าวอาจเป็นผลจากการที่ตลาดขาดประสิทธิภาพ เนื่องจากข้อมูลบัญชีนั้นไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้นทันทีที่มีการประกาศสู่สาธารณะชน

ต่อมา Ohlson (1995) ได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์และข้อมูลทางบัญชีในเชิงเศรษฐศาสตร์ด้วยแบบจำลองทางสถิติ หลักการของ Ohlson นั้นมาจากทฤษฎีเกี่ยวกับการวัดมูลค่าราคาหลักทรัพย์ในทางการเงินที่กำหนดว่ามูลค่าราคาหลักทรัพย์เท่ากับเงินปันผลที่จ่ายในอนาคตคิดลดมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน โดย Ohlson ได้นำข้อมูลบัญชีมาใช้ในการกำหนดมูลค่าของกิจการแทนที่จะใช้เงินปันผลเหมือนเช่นอดีตที่ผ่านมาและได้กำหนดเงื่อนไขต่างๆเพิ่มเติมเพื่อความเหมาะสมแก่การนำไปใช้ อาทิเช่น Clean Surplus Relations (CSR) คุณสมบัติของ Abnormal Earnings เป็นต้น สรุปแล้วแบบจำลองของ Ohlson เป็นดังต่อไปนี้

$$P_t = b_t + \alpha_1 \tilde{X}_t^a + \alpha_2 V_t$$

โดย

$$\alpha_1 = \omega / (1 + r_e - \omega)$$

$$\alpha_2 = (1 + r_e) / (1 + r_e - \omega)(1 + r_e - \gamma)$$

γ และ ω คือ ค่าสัมประสิทธิ์ Persistence

$$\tilde{X}_t^a = x_t - (r_e * b_{t-1}) \text{ หรือ Residual Income ณ เวลาที่ } t$$

b_t คือ มูลค่าตามบัญชี ณ เวลา t

V_t คือ ข้อมูลอื่นที่ไม่ใช่ Abnormal Earnings

จากแบบจำลองจะเห็นว่ามูลค่าของกิจการสามารถวัดได้จากข้อมูลบัญชีโดยมูลค่าของกิจการเท่ากับผลรวมของมูลค่าตามบัญชี Abnormal Earnings และข้อมูลอื่นๆ ซึ่ง Ohlson ได้แสดงให้เห็นถึงประโยชน์ของข้อมูลบัญชีเพื่อการตัดสินใจของนักลงทุน ทั้งนี้แบบจำลองของ Ohlson เป็นที่ยอมรับในวงการวิจัยทางบัญชีและถูกนำไปประยุกต์ใช้ในงานวิจัยกันอย่างแพร่หลายในภายหลัง (ประวัฒน์ เบญญาศรีสวัสดิ์, 2554)

2.1.4 การตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน

ภายหลังจากที่ Ball and Brown (1968) พบ Post-Earnings-Announcement Drift ได้มีงานวิจัยต่างๆที่ศึกษาปรากฏการณ์นี้กันต่อมาจำนวนมาก โดย Bernard and Thomas (1989) ได้อธิบายว่า Post-Earnings-Announcement Drift เกิดจากการตอบสนองของราคาต่อสัญญาณการประกาศผลกำไรเข้าไป (Underreaction) ซึ่งเป็นผลจากความสนใจของนักลงทุนที่มีจำกัด

ปรากฏการณ์ Post-Earnings-Announcement Drift ไม่ได้เกิดขึ้นเพียงแต่ในประเทศสหรัฐอเมริกาเท่านั้น ในยุโรปและตลาดเกิดใหม่ก็เกิดปรากฏการณ์นี้เช่นกัน เช่น Liu et al. (2003) พบการเกิดปรากฏการณ์ในสหราชอาณาจักร Magnusson (2012) พบการเกิดปรากฏการณ์ในประเทศสวีเดน และ Alzahrani and Skerratt (2009) พบการเกิดปรากฏการณ์ในประเทศซาอุดีอาระเบีย

สำหรับในประเทศไทยก็มีงานที่ศึกษาเกี่ยวกับการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงินเช่นกัน โดยนิมมวล เขียวรัตน์ (2539) ศึกษาการประกาศงบการเงินรายไตรมาส ช่วงปีพ.ศ. 2535 ถึงพ.ศ. 2538 พบว่าในช่วงที่ประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส ค่าผลกำไรของบริษัทมีผลกระทบในทางบวกต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ แต่การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ไม่ได้ขึ้นอยู่กับทิศทางของผลกำไร ซึ่งอาจเป็นผลมาจากราคาหลักทรัพย์ได้ตอบสนองเกินจริงต่อข่าวผลกำไรของบริษัทของบริษัทในช่วงก่อนประกาศกำไรอย่างเป็นทางการ ประกอบกับในช่วงเวลานั้น นักลงทุนให้ความสำคัญต่อข่าวสารอื่นของบริษัทมากกว่าข่าวผลกำไร

ต่อมารัตน พฤษมาตวงศ์ (2546) ศึกษาการประกาศงบการเงินรายไตรมาส ช่วงปีพ.ศ. 2543 ถึงพ.ศ. 2544 พบว่าการประกาศผลกำไรรายไตรมาสของบริษัทมีผลต่อระดับราคาของหลักทรัพย์ สอดคล้องกับ Athavichian (2009) ซึ่งพบการเกิดผลตอบแทนเกินปกติในช่วงที่มีการประกาศงบการเงินรายปีตั้งแต่ปีพ.ศ. 2546 ถึงพ.ศ. 2551 อย่างไรก็ตามชนาธิป ชลิพันธ์ (2553) กลับไม่พบการเกิดผลตอบแทนเกินปกติในช่วงการประกาศงบรายไตรมาสช่วงปีพ.ศ. 2545 ถึงพ.ศ. 2552

จากการทบทวนวรรณกรรม สรุปได้ว่านักลงทุนมีการใช้ข้อมูลทางบัญชี เช่น กำไรสุทธิ มาใช้ในการตัดสินใจลงทุน โดยภายหลังการประกาศงบการเงิน มักพบการเกิดผลตอบแทนเกินปกติซึ่งมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นสำหรับบริษัทที่มี Positive Earnings Surprise และมีแนวโน้มลดลงสำหรับบริษัทที่มี Negative Earnings Surprise หรือที่เรียกว่าปรากฏการณ์ Post-Earnings-Announcement Drift ทั้งในต่างประเทศและประเทศไทย จึงเป็นที่มาของสมมติฐานแรกของงานวิจัย ดังนี้

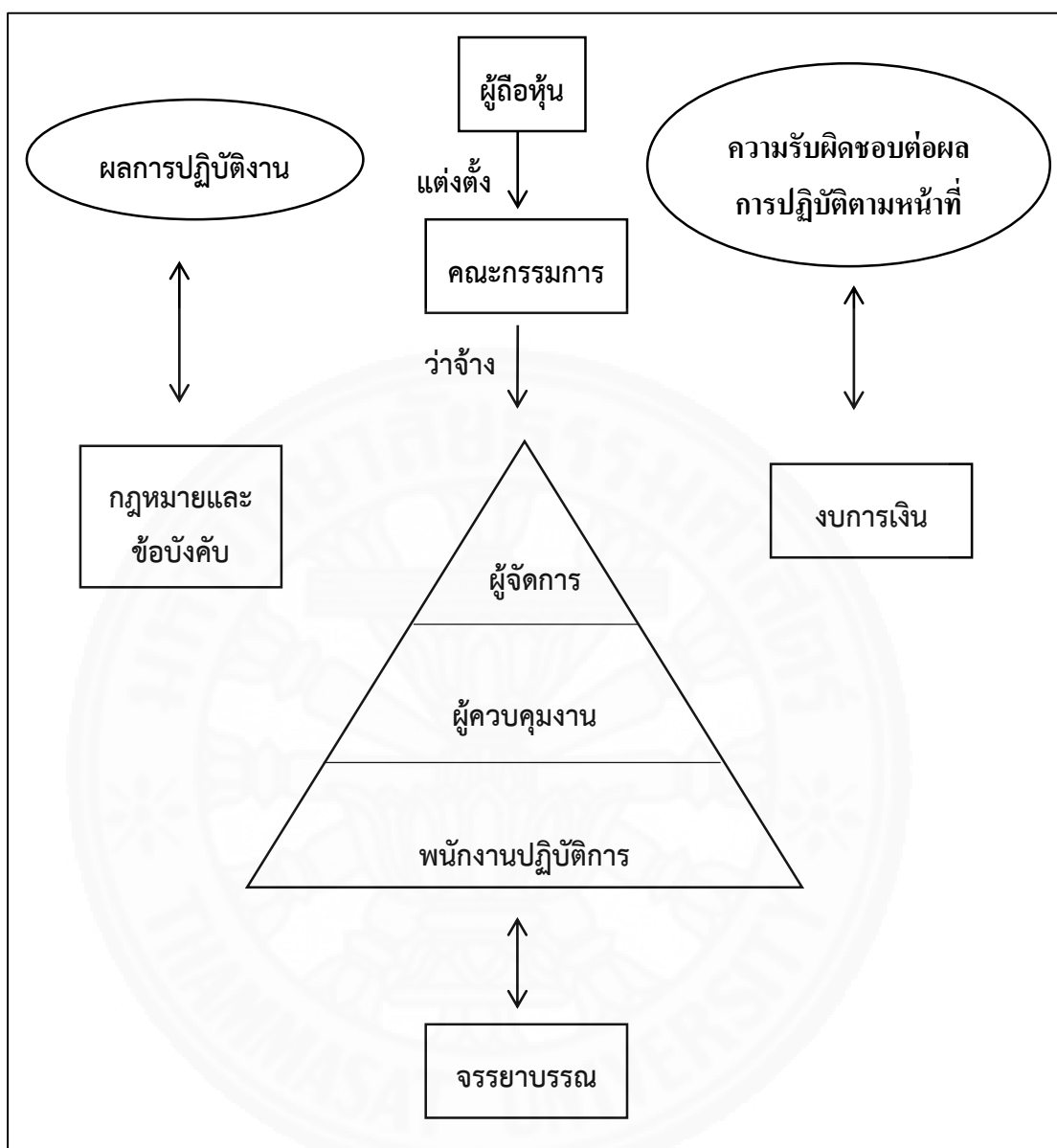
H1: Earnings Surprise มีความสัมพันธ์กับการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงินอย่างมีนัยสำคัญ โดยตลาดจะตอบสนองต่อ Negative Earnings Surprise ในทางลบรุนแรงกว่าที่ตอบสนองต่อ Positive Earnings Surprise ในทางบวก

2.2 การกำกับดูแลกิจการ

2.2.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งเสนอโดย Jensen and Meckling (1976) อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มคนสองกลุ่ม โดยกลุ่มแรกคือตัวการ (Principal) ซึ่งคือเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น และกลุ่มที่สองคือตัวแทน (Agent) ซึ่งคือผู้จัดการหรือฝ่ายบริหาร กล่าวคือเมื่อบริษัทมีการเติบโตและเกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนได้เสียมากขึ้น ฝ่ายเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นจำเป็นต้องแต่งตั้งผู้จัดการให้เข้ามาช่วยบริหารงานแทนตนเพื่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดแก่บริษัท ทว่าการแยกความเป็นเจ้าของกิจการและการบริหารกิจการออกจากกันส่งผลให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) เนื่องจากฝ่ายเจ้าของกิจการไม่สามารถที่จะติดตามตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้จัดการได้อย่างใกล้ชิด

ปัญหาตัวแทนประกอบด้วย การขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ซึ่งเป็นการเห็นแก่ผลประโยชน์ส่วนตนจนขัดแย้งต่อหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายและทำให้ประโยชน์ของกิจการเสียไป ปัญหา Moral Hazard ซึ่งเป็นปัญหาที่ตัวการไม่สามารถแน่ใจได้ว่าตัวแทนที่เลือกเข้ามาได้ทำงานเต็มประสิทธิภาพหรือไม่ และปัญหา Adverse Selection ซึ่งเป็นปัญหาที่ตัวการไม่สามารถแน่ใจได้ว่าตัวแทนที่เลือกเข้ามานั้นจะมีความสามารถในการบริหารงานได้สอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่ (ศิลาพร ศรีจันเพชร, 2552) เพื่อบรรเทาปัญหาเหล่านี้ แนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการจึงเกิดขึ้นและเป็นหนึ่งในกลไกสำคัญในการควบคุมการทำงานของฝ่ายจัดการให้นำไปสู่ความมีประสิทธิภาพสูงสุด



(จันทนา สาขากร และคณะ. "การควบคุมภายในและการตรวจสอบภายใน", 2550)

ภาพที่ 2.2 แนวคิดตัวแทนของกิจการ

2.2.2 หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หรือ บริษัทภิบาลตามความหมายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันนำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555 ซึ่งเสนอโดย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วยหลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแล กิจการ แต่ไม่รวมถึงเรื่องที่ถูกกฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติไว้ชัดเจนแล้ว ซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด ดังนี้

หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมบริษัท ผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลง ที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน

หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน ผู้ถือหุ้นทุกรายทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกัน และเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย

หมวดที่ 3 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัท ตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้เกิด ความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและความ ยั่งยืนของกิจการ

หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัท เปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่าง ถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกันและ น่าเชื่อถือ

หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ โดยมีหลักการคือ คณะกรรมการ มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความ รับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ

2.2.3 การกำกับดูแลกิจการและความเชื่อมั่นต่องบการเงิน

การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของงบการเงิน โดยการสำรวจของ จูทามาต พิมพา (2552) ซึ่งสำรวจความคิดเห็นของผู้ใช้งบการเงินในเรื่องการบริหารความเสี่ยงตาม แนวคิด COSO ERM และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นำมาใช้ใน องค์กร พบว่าการบริหารความเสี่ยงตามแนวคิด COSO ERM และการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลต่อ ความเชื่อมั่นต่องบการเงินของผู้ใช้งบการเงิน อาจกล่าวได้ว่าถ้าองค์กรมีการบริหารความเสี่ยงและการ กำกับดูแลกิจการที่ดี ก็จะทำให้เกิดความเชื่อมั่นกับผู้ใช้งบการเงินในการนำเสนองบการเงินของ องค์กรเช่นกัน

ความเชื่อมั่นต่องบการเงินเป็นผลมาจากกำไรในงบการเงินของบริษัทที่มีการ กำกับดูแลกิจการที่ดีมีคุณภาพสูงกว่า โดย Meeampol et al. (2013) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง

การกำกับดูแลกิจการและคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปีพ.ศ. 2554 พบว่าบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่ามีคุณภาพกำไรที่สูงกว่า นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยจำนวนมากที่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการตกแต่งกำไร (Earnings Management) เช่น

Chen et al. (2007) ศึกษากรณีบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยได้พบว่า การบังคับใช้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถลดความเป็นไปได้ในการตกแต่งกำไรอย่างชัดเจน สอดคล้องกับ Kang and Kim (2011) ซึ่งศึกษาว่าการตกแต่งกำไรจะเพิ่มความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศเกาหลีใต้หรือไม่ ผลการศึกษาพบว่าการตกแต่งกำไรจะลดลงหากบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยการตกแต่งกำไรที่ลดลงมีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทด้วย

ในกรณีของประเทศไทยนั้น ไพริน ใจทัต (2555) ได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ช่วงปีพ.ศ. 2553 โดยเน้นศึกษาในประเด็นโครงสร้างคณะกรรมการและสัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทของคณะกรรมการและผู้บริหาร ผลการศึกษาพบว่าการแยกแยะระหว่างบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการตกแต่งกำไร ส่วนจำนวนบริษัทที่กรรมการอิสระดำรงตำแหน่งและสัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทของคณะกรรมการและผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการตกแต่งกำไรอย่างมีนัยสำคัญ

ต่อมาเวศิตา รัตน์วิจิตร (2556) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ ธุรกิจครอบครัวและการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ช่วงปีพ.ศ. 2554 ถึงพ.ศ. 2555 พบว่าความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการตกแต่งกำไร และบริษัทที่เป็นธุรกิจครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการตกแต่งกำไร

2.2.4 การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน

การกำกับดูแลกิจการทำให้เกิดความโปร่งใสในการบริหารงาน ทำให้เกิดประสิทธิภาพในการดำเนินงานมากขึ้น จึงส่งผลให้มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น โดย Gomper et al. (2003) ซึ่งศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่าจะมีมูลค่ากิจการ กำไรและการเติบโตของรายได้สูงกว่าสอดคล้องกับ Klapper and Love (2004) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการซึ่งใช้ผลการจัดอันดับของสถาบัน Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) และผลการดำเนินงานของ 374 บริษัทจาก 14 ประเทศคือ บราซิล ชิลี ฮองกง อินเดีย อินโดนีเซีย เกาหลีใต้ มาเลเซีย ปากีสถาน ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ แอฟริกาใต้ ไต้หวัน ตุรกีและไทย โดยวัดจากอัตราส่วน Tobin's Q (อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดของกิจการหารด้วยราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์) และ ROA ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการจัด

อันดับการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่สูงขึ้น

ผลการศึกษาในกรณีของประเทศไทยเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับต่างประเทศเช่นกัน โดยวาสนา จันทรศรี (2549) ซึ่งศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปีพ.ศ. 2548 พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลต่อผลการดำเนินงาน โดยค่าเฉลี่ย ROA ของกลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีสูงกว่าของกลุ่มบริษัทที่ไม่ได้รับคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี อย่างไรก็ตาม ROE ของสองกลุ่มบริษัทมีความแตกต่างอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลการศึกษาของชาญศิริ ชาวนาใต้ (2554) ซึ่งศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ระหว่างปีพ.ศ. 2549 ถึงพ.ศ. 2553 พบว่าบริษัทที่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีอัตราส่วนประสิทธิภาพการทำการกำไรดีกว่าบริษัทที่ไม่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยวัดจาก Net Profit Margin ROA และ EBIT Margin ส่วนบริษัทที่ได้รับประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับดีกับบริษัทที่ได้รับคะแนนระดับดีเลิศจะมีประสิทธิภาพการทำการกำไรไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากโครงสร้างองค์กรหรือระบบการบริหารอยู่ในเกณฑ์ใกล้เคียงกัน

ต่อมา กานดา พิศาลปิติ (2557) ได้ศึกษาผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดี ดีมากและดีเลิศในปีพ.ศ. 2549 และพ.ศ. 2551 ถึงพ.ศ. 2554 โดยศึกษาจาก ROA และ ROE ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพของผลการดำเนินงาน ผลการศึกษาพบว่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระและจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA นอกจากนี้คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระจำนวนครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัทและการควมรวมตำแหน่งของผู้จัดการใหญ่และประธานกรรมการยังมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROE

จากผลการศึกษาข้างต้น กล่าวได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีส่วนช่วยให้เกิดประสิทธิภาพในการทำการกำไร ซึ่งจะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานและภาพรวมของบริษัท

2.2.5 การกำกับดูแลกิจการและราคาหลักทรัพย์

การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนทั้งหลายที่เข้ามาลงทุนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นความน่าเชื่อถือของงบการเงิน ความโปร่งใสในการบริหารงาน ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ฯลฯ โดยมีงานวิจัยจำนวนมากที่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและราคาหลักทรัพย์ เช่น

Black et al. (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการซึ่งวัดจากดัชนี KCGI และมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้ การศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระสูงกว่าจะมีอัตราส่วน Tobin's Q สูงกว่า กล่าวคือสัดส่วนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

ในกรณีของประเทศไทยก็มีการพบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและราคาหลักทรัพย์เช่นกัน โดย Kouwenberg (2006) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปีพ.ศ. 2546 ถึงพ.ศ. 2548 พบว่าบริษัทที่ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของตลาดหลักทรัพย์จำนวน 15 ข้อ มีราคาหลักทรัพย์ดีกว่าบริษัทที่ไม่ได้ปฏิบัติตาม สอดคล้องกับผลการศึกษาของภาวนา สุขเกษม (2552) ซึ่งศึกษาบริษัทที่ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดี ดีมากและดีเลิศในปีพ.ศ. 2549 และพ.ศ. 2551 โดยพบว่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าของกิจการซึ่งวัดจากอัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ

ต่อมาอนุสรรา ศิลาน้ำเที่ยง (2555) ได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับดี ดีมากและดีเลิศในระหว่างปีพ.ศ. 2552 ถึงพ.ศ. 2554 จากการศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยวิธี Pearson Correlation พบว่าราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี อย่างไรก็ตามการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างราคาหลักทรัพย์และการกำกับดูแลกิจการที่ดี

2.2.6 การกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนหลักทรัพย์

ในอดีตมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนหลักทรัพย์อยู่จำนวนมาก อาทิเช่น Gompers et al. (2003) ศึกษากรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาในปีค.ศ. 1990 ถึงค.ศ. 1999 โดยใช้ GIM Index ซึ่งวัดระดับสิทธิของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนการกำกับดูแลกิจการ พบว่ากลยุทธ์การลงทุนโดยการซื้อ (Long) หุ้นบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ให้ความสำคัญกับสิทธิของผู้ถือหุ้นสูง) และขาย (Short) หุ้นบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ให้ความสำคัญกับสิทธิของผู้ถือหุ้นต่ำหรือ) สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติสูงถึง 8.5% ต่อปี สอดคล้องกับการศึกษาของ Drobetz et al. (2003) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเยอรมนีช่วงปีค.ศ. 1998 ถึงค.ศ. 2002 โดยพบว่ากลยุทธ์ Long-Short สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติถึง 16.4%

อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนหลักทรัพย์เช่นกัน เช่น Bebchuk et al. (2010) ซึ่งศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าผลตอบแทนเกินปกติจากการกำกับดูแลกิจการหายไปหลังปีค.ศ. 2000 เนื่องจากนักลงทุนต่างได้เรียนรู้ความแตกต่างระหว่างบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี และให้ความสนใจกับเรื่องการกำกับดูแลกิจการภายหลังการล่มสลายของบริษัท Enron และ WorldCom

ในกรณีของประเทศไทย ผลการศึกษาส่วนใหญ่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลตอบแทนหลักทรัพย์ เช่น วีระยุทธ หล่อเสถียร (2552) ศึกษาผลของการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ออัตราผลตอบแทนและความผันผวนของอัตราผลตอบแทน โดยใช้ข้อมูลการประเมินการกำกับดูแลกิจการปีพ.ศ. 2546 พ.ศ. 2548 พ.ศ. 2549 และพ.ศ. 2551 แบ่งบริษัทออกเป็น 2 กลุ่ม คือกลุ่มที่เปิดเผยผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการหรือได้รับการประเมินระดับดี ดีมากและดีเลิศ และกลุ่มที่ไม่เปิดเผยผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ผลการศึกษาพบว่ากลุ่มที่เปิดเผยผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าและมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่ากลุ่มที่ไม่เปิดเผยผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

ต่อมาพัชรวดี จุ้ยชุม (2556) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ สภาพคล่องและอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการในระดับดี ดีมากและดีเลิศในช่วงปีพ.ศ. 2550 ถึงพ.ศ. 2554 พบว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ รวมทั้งการกำกับดูแลกิจการและสภาพคล่องต่างมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ การเพิ่มขึ้น 1% ของคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการจะส่งผลให้หลักทรัพย์มีสภาพคล่องเพิ่มขึ้น 0.37% ต่อปีและมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเพิ่มขึ้น 0.01% ต่อปีในปีถัดไป สอดคล้องกับผลการศึกษาของกมลรัตน์ อร่ามวิทยานุกูล (2557) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปีพ.ศ. 2553 ถึงพ.ศ. 2557 พบว่าการกำกับดูแลกิจการสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยหลักทรัพย์ที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะให้ผลตอบแทนเกินปกติสูงกว่าหลักทรัพย์ที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีนอกจากนี้จากการทดสอบเพิ่มเติมยังพบว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROE อย่างมีนัยสำคัญอีกด้วย

2.2.7 การตอบสนองของตลาดต่อการประกาศคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี

สุรียพร ช่วยป้อง (2554) ศึกษาการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศคะแนนการกำกับดูแลกิจการเฉพาะระดับดี ดีมากและดีเลิศของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วง

ปีพ.ศ. 2551 ถึงพ.ศ. 2553 โดยศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ก่อนและหลังวันประกาศคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีในช่วงเวลา 3 วัน 5 วัน และ 7 วัน พบว่ามีการตอบสนองเชิงบวกของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี แต่ไม่พบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันสำหรับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างกัน จากการทดสอบเพิ่มเติมโดยแบ่งบริษัทออกเป็นบริษัทขนาดใหญ่และขนาดเล็กโดยใช้สินทรัพย์รวม พบว่ามีการตอบสนองที่แตกต่างกันของราคาหลักทรัพย์เมื่อบริษัทขนาดใหญ่ประกาศคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี อาจกล่าวได้ว่า นักลงทุนใช้ข้อมูลการประกาศคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีประกอบการตัดสินใจลงทุนโดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริษัทขนาดใหญ่มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

การศึกษาของสุรียพร ช่วยป้อง (2554) แสดงให้เห็นว่านักลงทุนในตลาดน่าจะมีการใช้ข้อมูลการกำกับดูแลกิจการในการตัดสินใจลงทุน ซึ่งเป็นไปในทางเดียวกันกับวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ที่ต้องการศึกษาว่านักลงทุนได้นำข้อมูลการกำกับดูแลกิจการไปใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุนหรือไม่ โดยศึกษาผ่านผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน

2.3 การกำกับดูแลกิจการและการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน

จากการศึกษาของ Gomper et al. (2003) ซึ่งพบว่าบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่ำกว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างมีนัยสำคัญ และบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีกว่าจะมีมูลค่ากิจการ กำไรและการเติบโตของรายได้สูงกว่า Core et al. (2006) จึงทำการศึกษาต่อว่าการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์ต่ำจริงหรือไม่ หากเป็นจริง ตลาดควรตอบสนองในทางลบต่อผลการดำเนินงานที่ไม่ดีของบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ให้ความสำคัญกับสิทธิของผู้ถือหุ้นต่ำ) มีผลการดำเนินงานไม่ได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่ตลาดกลับไม่มีการตอบสนองต่อ Earnings Surprise สาเหตุเนื่องมาจากนักวิเคราะห์ตระหนักถึงผลกระทบในทางลบของการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อผลการดำเนินงาน

งานวิจัยนี้จึงคาดการณ์ว่า สำหรับบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้น ตลาดจะตอบสนองต่อการประกาศงบต่ำ ไม่ว่าจะ Earnings Surprise จะเป็นไปในทิศทางใด เนื่องจากเชื่อว่า Earnings Surprise ที่เกิดขึ้นเป็นผลจากความบังเอิญหรือเป็นผลจากการตกแต่งกำไร ไม่ได้เป็นผลจากความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทส่วนบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตลาดจะ

ตอบสนองต่อการประกาศงบสูงกว่า เนื่องจากเชื่อว่า Earnings Surprise ที่เกิดขึ้นเป็นผลจากความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท นำไปสู่สมมติฐานหลักของงานวิจัยดังนี้

H2: ระดับการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงินอย่างมีนัยสำคัญ

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น ดังนั้นเมื่อกำไรของบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีประกาศออกมา ลดลงจากเดิมหรือต่ำกว่าที่คาดการณ์ (Negative Earnings Surprise) ตลาดจะเชื่อว่าเป็นผลจากความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่ลดลง จึงตอบสนองต่อ Negative Earnings Surprise รุนแรงกว่าที่ตอบสนองต่อ Positive Earnings Surprise โดยสามารถสรุปเป็นสมมติฐานที่สามได้ดังนี้

H3: ระดับการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่าง Earnings Surprise และการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงินอย่างมีนัยสำคัญ

2.4 ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

Fama and French (1992) ได้อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ด้วย Fama-French Three-factor Model ดังสมการต่อไปนี้

$$EXR_t = \alpha^{FF} + \beta_{mkt} EXMKT_t + \beta_{HML} HML_t + \beta_{SMB} SMB_t + \epsilon_t$$

โดย

EXR_t คือ ส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงเดือนที่ t

$EXMKT_t$ คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องมาจากตลาด (Market Risk Premium)

HML_t คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องจากขนาด (Size Premium)

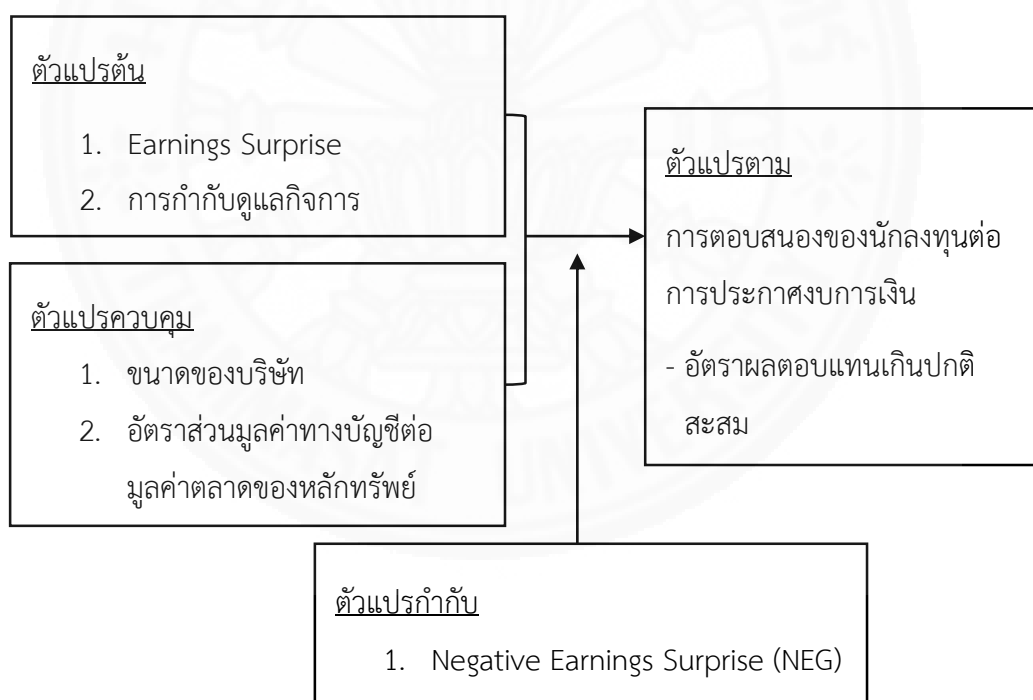
SMB_t คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องจากมูลค่า (Value Premium)

ทั้ง 3 ปัจจัยล้วนส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ทั้งนี้ค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องมาจากตลาด ($EXMKT_t$) ซึ่งคำนวณจากส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนของตลาดและอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงเดือนที่ t จะถูกนำไปคำนวณในการหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมอยู่แล้ว ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงพิจารณานำปัจจัยขนาด (HML_t) และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (SMB_t) ไปเป็นตัวแปรควบคุมในแบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

นอกจากนี้ Fama and French (1992) ได้จัดกลุ่มหลักทรัพย์แบ่งเป็นพอร์ตตามขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Book to Market Ratio) พบว่าพอร์ตหลักทรัพย์ขนาดเล็กและพอร์ตหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงจะมีอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess Return) สูงกว่าพอร์ตหลักทรัพย์ขนาดใหญ่และพอร์ตหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำตามลำดับ งานวิจัยนี้จึงคาดการณ์ว่าจะพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติและขนาด และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด

2.5 กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้อง สามารถสรุปเป็นกรอบแนวคิดในการวิจัยได้ดังนี้



ภาพที่ 2.2 กรอบแนวคิดในการวิจัย

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดไม่ตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน โดยศึกษาการประกาศงบการเงินรายปีในช่วงปีพ.ศ. 2557 ถึงพ.ศ. 2558 เนื่องจากสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทยได้เริ่มนำเกณฑ์การประเมินที่ปรับปรุงให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ของ ASEAN CG Scorecard มาใช้ในปีพ.ศ. 2557

ภายหลังจากที่ตัดบริษัทที่ไม่เข้าเงื่อนไขออก กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามีทั้งหมด 347 บริษัท สามารถสรุปได้ดังนี้

ตารางที่ 3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

| อุตสาหกรรม | จำนวนบริษัท |
|----------------------------|-------------|
| เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร | 38 |
| สินค้าอุปโภคบริโภค | 25 |
| สินค้าอุตสาหกรรม | 61 |
| อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง | 77 |
| ทรัพยากร | 31 |
| บริการ | 82 |
| เทคโนโลยี | 33 |
| รวม | 347 |

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยข้อมูลวันที่ประกาศงบการเงิน กำไรต่อหุ้น ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์ มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่าทางบัญชีของผู้ถือหุ้นของเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูลหลักทรัพย์ออนไลน์ (SETSMART) และข้อมูลคะแนนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการเก็บจากรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ของ IOD

3.3 แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

ในการศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศงบการเงิน จะใช้แบบจำลอง ดังนี้

$$CAR = \alpha + \beta_1 ES + \beta_2 CG + \beta_3 (ES \times CG) + \beta_4 (ES \times NEG) + \beta_5 (ES \times CG \times NEG) + \beta_6 SI + \beta_7 BM + \epsilon$$

โดยความหมายและการวัดผลของแต่ละตัวแปรจะอธิบายในหัวข้อถัดไป

3.4 ตัวแปรตาม: อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม

งานวิจัยนี้ใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นตัวแทนของการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมสามารถคำนวณได้จากการนำเอาอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (AR) ในช่วงเหตุการณ์ (Event Period) มาบวกกัน ซึ่งช่วงเหตุการณ์เป็นกรอบช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ประกาศงบการเงินรายปี โดยช่วงเหตุการณ์จะเริ่มจาก 5 วันก่อนวันประกาศถึง 5 วันหลังวันประกาศ (วันที่ -5 ถึงวันที่ +5) ตามการศึกษาของธนพร เลิศวนิชผล (2557)

อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (AR) คำนวณได้จากสูตรดังต่อไปนี้

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

โดย

AR_{it} คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t

R_{it} คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t

$E(R_{it})$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t

อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นในช่วงเหตุการณ์ สามารถหาได้จากสูตรดังนี้

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

โดย

$E(R_{it})$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของตลาด ณ วันที่ t

ทั้งนี้ค่าอัลฟาและเบต้าของหุ้น i เป็นค่าที่ได้จากช่วงประมาณการ (Estimation Period) ซึ่งเป็นช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์จำนวน 65 วัน จนถึง 6 วันก่อนการประกาศงบการเงินรายปี (วันที่ -65 ถึงวันที่ -6) ตามการศึกษาของธนพร เลิศฉวีผล (2557) โดยค่าอัลฟาและเบต้าสามารถหาได้จากแบบจำลองตลาด (Market Model) ดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

โดย

α_i คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i เมื่ออัตราผลตอบแทนตลาด = 0

β_i คือ ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i กับอัตราผลตอบแทนของตลาด หรือค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการหาความสัมพันธ์แบบถดถอย (Ordinary Least Square: OLS)

3.5 ตัวแปรอิสระและตัวแปรกำกับ

3.5.1 Earnings Surprise (ES)

Earnings Surprise คือส่วนต่างระหว่างกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่เกิดขึ้นจริงและกำไรต่อหุ้นที่คาดหวังหารด้วยราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี โดยกำไรต่อหุ้นที่คาดหวังคำนวณจากแบบจำลองทางเลือกในการหาค่าผลประกอบการที่คาดหวัง (Alternative Model for Forecasting Quarterly Accounting Series) แบบที่ 5 ของ Foster (1997) ดังนี้

$$E(Q_t) = Q_{t-4} + \phi_1(Q_{t-1} - Q_{t-5}) + \delta$$

โดย

$E(Q_t)$ คือ กำไรต่อหุ้น (EPS) ที่คาดหวังของไตรมาส t

Q_{t-n} คือ กำไรต่อหุ้น (EPS) ที่เกิดขึ้นจริงของไตรมาส $t-n$

สำหรับสัมประสิทธิ์ ϕ_1 และ δ ประมาณค่าโดยใช้ข้อมูล 20 ไตรมาสล่าสุดหาความสัมพันธ์แบบถดถอย ในกรณีที่บริษัทมีข้อมูลไม่ครบทั้ง 20 ไตรมาส จะประมาณค่าด้วยข้อมูลล่าสุดจำนวนมากที่สุดเท่าที่เป็นไปได้

งานวิจัยนี้จะวัดตัวแปร Earnings Surprise เป็น Absolute Value เพื่อศึกษาการตอบสนองของตลาดต่อขนาด Earnings Surprise

3.5.2 การกำกับดูแลกิจการ (CG)

สมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทย (IOD) โดยการสนับสนุนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการก.ล.ต. ได้ทำการสำรวจและประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปีพ.ศ. 2544 เป็นต้นมา โดยผลสำรวจแนวปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในภาพรวมได้นำเสนอไว้ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) และเผยแพร่ให้บริษัทจดทะเบียน รวมทั้งผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุนได้ทราบโดยทั่วไป ซึ่งรายงานนี้มีส่วนสำคัญที่ทำให้เกิดการพัฒนากำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย





สมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทยใช้หลักเกณฑ์ในการพิจารณาให้คะแนนอ้างอิงจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ OECD และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการประเมินประกอบด้วยรายงานประจำปีของบริษัท แบบรายงานข้อมูลประจำปี (56-1) หนังสือนัดประชุมและรายงานการประชุมผู้ถือหุ้น เว็บไซต์ของบริษัทข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่เผยแพร่ผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และข้อมูลอื่น ๆ ที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้ในปีพ.ศ. 2557 สมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทยได้เริ่มนำเกณฑ์การประเมินที่ปรับปรุงให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ของ ASEANCG Scorecard มาใช้ โดยหลักเกณฑ์มีการปรับปรุงดังนี้

ตารางที่ 3.2 จำนวนหลักเกณฑ์และน้ำหนักที่ใช้ในการประเมิน ปีพ.ศ. 2554 ถึงพ.ศ. 2558

| หัวข้อ | หลักเกณฑ์การประเมิน (ข้อ) | | | น้ำหนัก (%) | |
|---|------------------------------|------------|------------|---------------|---------------|
| | 2554- 2556 | 2557 | 2558 | 2554- 2556 | 2557- 2558 |
| 1. สิทธิของผู้ถือหุ้น | 24 | 33 | 32 | 20 | 15 |
| 2. การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน | 16 | 19 | 19 | 15 | 10 |
| 3. การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย | 18 | 28 | 28 | 20 | 20 |
| 4. การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส | 36 | 50 | 50 | 20 | 20 |
| 5. ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ | 54 | 107 | 106 | 25 | 35 |
| รวม | 148 | 237 | 235 | 100 | 100 |

คะแนนที่ประเมินนั้นจะถูกจัดเป็นระดับการกำกับดูแลกิจการตามช่วงคะแนน มีความหมายดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3.3 ช่วงคะแนนของระดับการกำกับดูแลกิจการ

| ช่วงคะแนน | สัญลักษณ์ | ความหมาย |
|------------|---|----------|
| 90-100 |  | ดีเลิศ |
| 80-89 |  | ดีมาก |
| 70-79 |  | ดี |
| 60-69 |  | ดีพอใช้ |
| 50-59 |  | ผ่าน |
| ต่ำกว่า 50 | No logo given | N/A |

โดยงานวิจัยนี้จะวัดระดับการกำกับดูแลกิจการด้วยคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ทางสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทย (IOD) ประเมิน ทั้งนี้ IOD เปิดเผยเพียงรายชื่อบริษัทที่ได้รับคะแนนดีเลิศ ดีมากและดีในรายงานเท่านั้น งานวิจัยนี้จึงกำหนดการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่ได้รับคะแนนต่างๆ ตามการศึกษาของจิภัสสร บุญรอด (2558) ดังนี้

0 = บริษัทที่ได้รับคะแนนดีพอใช้ ผ่านและ N/A

1 = บริษัทที่ได้รับคะแนนดี

2 = บริษัทที่ได้รับคะแนนดีมาก

3 = บริษัทที่ได้รับคะแนนดีเลิศ

3.5.3 Negative (NEG)

กำหนดเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยกรณีที่เป็น Negative Earnings Surprise จะมีค่าเท่ากับ 1 และกรณีที่เป็น Positive Earnings Surprise จะมีค่าเท่ากับ 0 เพื่อศึกษาการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศผลขาดทุนของกิจการ

3.6 ตัวแปรควบคุม

3.6.1 ขนาดของบริษัท (SI)

วัดโดยมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ณ สิ้นปี

3.6.2 อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Book to Market

Ratio: BM)

วัดโดยอัตราส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ณ สิ้นปี

3.7 การวิเคราะห์ข้อมูลและการประมวลผล

การศึกษาครั้งนี้มีขั้นตอนในการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

1. ใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการหาค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของตัวแปร

2. ใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ในการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยนำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)



บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปีพ.ศ. 2557 ถึงพ.ศ. 2558 หลังจากเก็บข้อมูลตัวแปรตามที่กล่าวไว้ในบทที่ 3 และตัดข้อมูลที่ไม่เข้าตามเงื่อนไขออกแล้วทำให้เหลือข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคิดเป็นจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 694 ข้อมูลตัวอย่าง นำไปสู่ผลการศึกษาดังต่อไปนี้

4.1 การวิเคราะห์เชิงสถิติพรรณนา

จากการศึกษากลุ่มตัวอย่างทั้งหมด จะได้ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆ ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ดังตารางด้านล่าง

ตารางที่ 4.1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

| n = 694 กลุ่มตัวอย่าง | | | | |
|-----------------------|----------------|----------------------|-------------|-----------------|
| ตัวแปร | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด |
| AR | -1.28% | 8.69% | -40.23% | 34.20% |
| CG | 0.34 | 0.98 | 0.00 | 3.00 |
| ES | 0.04 | 0.08 | 0.00 | 0.71 |
| NEG | 0.47 | 0.50 | 0 | 1 |
| SI | 24,900,000,000 | 76,300,000,000 | 200,000,000 | 925,000,000,000 |
| BM | 0.74 | 0.58 | 0.00 | 7.06 |

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) ของงานวิจัยนี้หรืออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -1.28% โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมคำนวณได้จากการรวมกันของอัตราผลตอบแทนเกินปกติช่วงตั้งแต่ 5 วันก่อนวันประกาศจนถึง 5 วันหลังวันประกาศ

การเงินรายปี ทั้งนี้ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมมีค่าติดลบ เนื่องจากภาวะตลาดหลักทรัพย์ในช่วงที่ศึกษามีลักษณะเป็นขาลง โดยดัชนี SET Index มีการปรับตัวจาก 1,535.37 จุด ลดลงเหลือ 1,382.93 จุด

ตัวแปรอิสระ (Independent variable) พบว่า Earnings Surprise (ES) ซึ่งวัดจากส่วนต่างระหว่างกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่เกิดขึ้นจริงและกำไรต่อหุ้นที่คาดหวังด้วยราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นปีมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.04 ในขณะที่การกำกับดูแลกิจการ (CG) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.34 โดยสามารถแจกแจงระดับการกำกับดูแลกิจการของข้อมูลตัวอย่างได้ดังตารางที่ 4.2

ตัวแปรกำกับ (Moderator Variables) หรือ Negative Earnings Surprise (NEG) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.47 หรือกล่าวได้ว่าข้อมูลตัวอย่างที่เกิด Negative Earnings Surprise คิดเป็นร้อยละ 47 ของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรควบคุม (Control Variables) พบว่าขนาด (SI) ซึ่งวัดด้วยมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ณ สิ้นปี มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 24,900,000,000 บาท ในขณะที่อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (BM) ซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนระหว่างมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ณ สิ้นปี มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.74

ตารางที่ 4.2 ระดับการกำกับดูแลกิจการของข้อมูลตัวอย่าง

| ระดับการกำกับดูแลกิจการ | พ.ศ. 2557 | | พ.ศ. 2558 | |
|------------------------------|------------|---------------|------------|---------------|
| | จำนวน | ร้อยละ | จำนวน | ร้อยละ |
| คะแนนดีพอใช้ ผ่านและ N/A (0) | 145 | 41.79 | 107 | 30.84 |
| คะแนนดี (1) | 110 | 31.70 | 101 | 29.11 |
| คะแนนดีมาก (2) | 69 | 19.88 | 98 | 28.24 |
| คะแนนดีเลิศ (3) | 23 | 6.63 | 41 | 11.81 |
| รวม | 347 | 100.00 | 347 | 100.00 |

จากตารางที่ 4.2 จะเห็นได้ว่า ในปีพ.ศ. 2558 กลุ่มตัวอย่างมีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีขึ้นจากปีพ.ศ. 2557 โดยมีบริษัทที่ได้รับคะแนนระดับดีมากเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 19.88 เป็นร้อยละ 28.24 และบริษัทที่ได้รับคะแนนดีเลิศเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 6.63 เป็นร้อยละ 11.82

4.2 การวิเคราะห์เชิงสถิติอนุมาน

ในเบื้องต้นจะวิเคราะห์หาค่า Variance Inflation Factor (VIF) และค่า Tolerance เพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาเกิดความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) หรือไม่ การที่ตัวแปรมีค่า VIF สูงจะทำให้สัมประสิทธิ์ของตัวแปรต่างๆ ในสมการมีความแปรปรวน (Variance) สูง โดยจะพิจารณาตัวแปรที่มีค่า VIF สูงเกิน 10 หรือมีค่า Tolerance ($1/VIF$) ต่ำกว่า 0.1 ผลการทดสอบเป็นไปตามตารางที่ 4.3 ดังนี้

ตารางที่ 4.3 ค่า VIF ของตัวแปรอิสระ Interaction terms และตัวแปรควบคุม

| ตัวแปร | VIF | Tolerance |
|-----------|------|-----------|
| CG | 1.42 | 0.70 |
| ES | 9.28 | 0.11 |
| ES*CG | 6.93 | 0.14 |
| ES*NEG | 6.02 | 0.17 |
| ES*CG*NEG | 3.36 | 0.30 |
| SI | 1.11 | 0.90 |
| BM | 1.05 | 0.95 |

ผลการทดสอบพบว่า ไม่มีตัวแปรใดที่ค่า VIF เกิน 10 หรือมีค่า Tolerance ต่ำกว่า 0.1 ดังนั้นตัวแปรอิสระ Interaction terms และตัวแปรควบคุม จึงไม่เกิดปัญหา ความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity)

จากนั้นจึงทำการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปร โดยมีแบบจำลองในการวิจัยดังนี้

$$CAR = \alpha + \beta_1 ES + \beta_2 CG + \beta_3 (ES \times CG) + \beta_4 (ES \times NEG) + \beta_5 (ES \times CG \times NEG) + \beta_6 SI + \beta_7 BM + \varepsilon$$

โดย

CAR = อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงเหตุการณ์ประกาศงบการเงิน

ES = ขนาดของ Earnings Surprise

CG = ระดับการกำกับดูแลกิจการ

NEG = Negative Earnings Surprise

SI = ขนาดของบริษัท

BM = อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์

จากการทดสอบผ่านโปรแกรม Stata ได้ผลดังตารางที่ 4.4 ดังนี้

ตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ

| Variable | Coefficient | Std. Error | T-statistic | P-value |
|---------------|-------------|------------|-------------|---------|
| (Constant) | -0.034 | 0.007 | -4.74 | 0.000 |
| CG | 0.009** | 0.004 | 2.19 | 0.029 |
| ES | 0.140 | 0.128 | 1.01 | 0.312 |
| ES*CG | -0.098 | 0.083 | -1.19 | 0.235 |
| ES*NEG | -0.263* | 0.139 | -1.89 | 0.059 |
| ES*CG*NEG | 0.133 | 0.107 | 1.25 | 0.211 |
| SI | 0.000** | 0.000 | 2.29 | 0.022 |
| BM | 0.015*** | 0.006 | 2.62 | 0.009 |
| F-value | 3.59 | | | |
| P-value | 0.0008 | | | |
| R-squared | 0.0353 | | | |
| Adj R-squared | 0.0255 | | | |

*ระดับนัยสำคัญ 0.10, **ระดับนัยสำคัญ 0.05, ***ระดับนัยสำคัญ 0.01

จากตารางที่ 4.4 พบว่าแบบจำลองมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงถึงความสามารถในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาค่า Adjusted R-squared พบว่าตัวแปรอิสระ ตัวแปรกำกับ Interaction terms และ ตัวแปรควบคุม สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) ได้เพียงร้อยละ 2.55 ซึ่งหมายความว่าแบบจำลองของงานวิจัยนี้ยังขาดตัวแปรอื่นๆที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมได้

ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุในตารางที่ 4.4 แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) Interaction term ES*NEG ขนาด (SI) และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (BM) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ Earnings Surprise (ES) Interaction terms ES*CG และ ES*CG*NEG นั้นไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม

การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่นัยสำคัญ 0.05 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 2 ของงานวิจัยที่คาดการณ์ไว้ว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงินอย่างมีนัยสำคัญอาจกล่าวได้ว่าเมื่อบริษัทยังมีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตลาดจะยิ่งตอบสนองในทางบวกต่อการประกาศงบการเงิน ความสัมพันธ์ที่พบสอดคล้องกับงานวิจัยของ Li et al.(2010) ซึ่งศึกษาการกำกับดูแลกิจการ ความสนใจของนักลงทุนและปรากฏการณ์ Post-Earnings Announcement Drift ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา โดย Li et al. (2010) พบว่านักลงทุนตอบสนองน้อยกว่าที่ควร (Underreaction) ต่อการประกาศงบการเงินของบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีและตอบสนองเกินจริง (Overreaction) ต่อการประกาศงบการเงินของบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ในขณะที่ Interaction term ES*NEG มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่ระดับนัยสำคัญ 0.1 Interaction term ES*NEG เป็นการพิจารณา Earnings Surprise ในแง่ของขนาด (ES) และทิศทางในทางลบ (NEG) หรือกล่าวได้ว่าเป็นการพิจารณา Negative Earnings Surprise ทั้งนี้ผลการทดสอบแสดงให้เห็นว่า Negative Earnings Surprise มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ โดยตลาดตอบสนองในทางลบต่อ Negative Earnings Surprise และจะตอบสนองในทางลบยิ่งขึ้น หากขนาดของ Negative Earnings Surprise เพิ่มสูงขึ้นกล่าวคือนักลงทุนให้น้ำหนักสถานะขาดทุน Losses สอดคล้องกับ Prospect Theory

เมื่อพิจารณาสัมประสิทธิ์ของตัวแปร Earnings Surprise (ES) และ Interaction term ES*NEG เพิ่มเติม พบว่าสัมประสิทธิ์ของ ES*NEG มีขนาดมากกว่าสัมประสิทธิ์ของ ES แสดง

ให้เห็นว่าตลาดตอบสนองต่อ Negative Earnings Surprise รุนแรงกว่าที่ตอบสนองต่อ Positive Earnings Surprise เป็นไปตามสมมติฐานที่ 1

อย่างไรก็ตามผลการทดสอบไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 1 ซึ่งคาดการณ์ไว้ว่า Earnings Surprise มีความสัมพันธ์กับการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงินอย่างมีนัยสำคัญ โดยจะตอบสนองต่อ Negative Earnings Surprise ในทางลบรุนแรงกว่าที่ตอบสนองต่อ Positive Earnings Surprise ในทางบวก เนื่องจากขนาดของ Earnings Surprise (ES) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม

สรุปได้ว่า Earnings Surprise ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ ผลดังกล่าวแตกต่างจากผลการศึกษาของนิมมวล เขียวรัตน์ (2539) ซึ่งพบว่าชาวผลกำไรของบริษัทมีผลกระทบต่อตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ แต่การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ไม่ได้ขึ้นอยู่กับทิศทางของผลกำไร

ในส่วนของสมมติฐานที่ 3 ที่คาดการณ์ไว้ว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่าง Earnings Surprise และการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงินอย่างมีนัยสำคัญ ผลการทดสอบไม่สนับสนุนสมมติฐานดังกล่าว เนื่องจาก Interaction terms $ES*CG$ และ $ES*CG*NEG$ ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม

ด้านตัวแปรควบคุมทั้ง 2 ตัวแปรนั้น พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม ขนาดของบริษัท (SI) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสูงที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 กล่าวคือบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสูงกว่า โดยอาจเป็นเพราะนักลงทุนให้ความสนใจและติดตามบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงมากกว่าบริษัทที่มีมูลค่าตลาดต่ำ ทั้งนี้การที่ค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเพียงเท่ากับ 0.000000103 เป็นผลจากการใช้หน่วยวัดที่ต่างกันระหว่างตัวแปรอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมซึ่งวัดเป็นเปอร์เซ็นต์ และตัวแปรขนาดซึ่งวัดเป็นหน่วยบาทและมีหลักร้อยล้าน ผลการทดสอบดังกล่าวแตกต่างจากงานวิจัยของ Fama and French (1992) ที่พบว่าพอร์ตหลักทรัพย์ขนาดเล็กจะมีอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess Return) สูงกว่า สาเหตุอาจเป็นเพราะอัตราผลตอบแทนเกินปกติและอัตราผลตอบแทนส่วนเกินนั้นแตกต่างกัน โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นผลรวมของความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงและผลตอบแทนที่คาดหวัง ในขณะที่อัตราผลตอบแทนส่วนเกินเป็นความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงและผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง

ในขณะที่อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (BM) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 กล่าวคือบริษัทที่มีมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดที่สูงกว่าจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมสูงกว่า เนื่องจากราคาตลาดของหลักทรัพย์บริษัทดังกล่าวยังไม่สูงมากเกินไป (Overvalued) ทำให้มีโอกาสสูงที่ราคาจะปรับขึ้นในอนาคต ความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้และเป็นไปในทางเดียวกับงานวิจัยของ Fama and French (1992) ที่พบว่าพอร์ตหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์สูงจะมีอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess Return) สูงกว่า



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีจุดประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามี 347 บริษัท ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปีพ.ศ. 2557 ถึงพ.ศ. 2558 ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และบริษัทที่ไม่เข้าเงื่อนไข

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการตอบสนองของตลาดโดยตรง รวมไปถึงผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่าง Earnings surprise และการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศงบการเงิน โดยใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นตัวแทนการตอบสนองของตลาด ใช้คะแนนการกำกับดูแลกิจการของสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทยเป็นตัวแทนระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีและใช้ผลต่างระหว่างกำไรต่อหุ้นที่เกิดขึ้นจริงและกำไรต่อหุ้นที่คาดหวังซึ่งได้จากการคำนวณด้วยแบบจำลองของ Foster (1997) เป็นตัวแทนของ Earnings Surprise ผลจากการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ สามารถสรุปได้ตารางที่ 5.1 ดังนี้

ตารางที่ 5.1 สรุปทิศทางการความสัมพันธ์ของตัวแปร

| ตัวแปร | เครื่องหมายที่คาดการณ์ | ทิศทางการสัมพันธ์ | นัยสำคัญทางสถิติ |
|-----------|------------------------|-------------------|------------------|
| CG | + | บวก | มี |
| ES | + | บวก | ไม่มี |
| ES*CG | + | ลบ | ไม่มี |
| ES*NEG | - | ลบ | มี |
| ES*CG*NEG | - | บวก | ไม่มี |
| SI | - | บวก | มี |
| BM | + | บวก | มี |

ตารางที่ 5.1 แสดงให้เห็นว่าระดับการกำกับดูแลกิจการ (CG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ โดยตลาดจะตอบสนองในเชิงบวกต่อการประกาศงบการเงินของบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีสูงกว่า อาจกล่าวได้ว่าตลาดตอบสนองเกินจริง (Overreaction) ต่อการประกาศงบการเงินของบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานหลักของงานวิจัยและสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Li et al. (2010) ความสัมพันธ์ดังกล่าวแสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีการนำข้อมูลการกำกับดูแลกิจการมาใช้พิจารณาในการตัดสินใจลงทุน แตกต่างจากผลการสำรวจของอารียา ปัญญาคุณากรณ์ (2553) ในอดีต

ถึงแม้ผลการศึกษาจะไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของ Earnings Surprise (ES) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติ รวมไปถึงผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว แต่ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง Negative Earnings Surprise (ES*NEG) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติ กล่าวคือตลาดจะตอบสนองในทางลบต่อ Negative Earnings Surprise และจะตอบสนองในทางลบยิ่งขึ้น หากขนาดของ Negative Earnings Surprise เพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่าตลาดจะตอบสนองต่อ Negative Earnings Surprise รุนแรงกว่าที่ตอบสนองต่อ Positive Earnings Surprise อีกด้วย

ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่าทั้งขนาด (SI) และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (BM) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ

สรุปแล้วในช่วงของการประกาศงบการเงิน ตลาดมีการตอบสนองในทางบวกต่อการประกาศงบการเงินของบริษัทที่มีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างมีนัยสำคัญและมีการตอบสนองต่อ Negative Earnings Surprise ในทางลบอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นถึงประโยชน์ต่อราคาหลักทรัพย์จากการนำการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

5.2.1 งานวิจัยนี้วัดกำไรต่อหุ้นที่คาดหวังเพื่อหา Earnings Surprise โดยการใช้แบบจำลองทางเลือกในการหาค่าผลประกอบการที่คาดหวังแบบที่ 5 ของ Foster (1997) ถึงแม้แบบจำลองแบบที่ 5 จะมีความแม่นยำมากที่สุดเมื่อเทียบกับแบบจำลองอื่นๆของ Foster แต่ในทางปฏิบัติแล้วนักลงทุนอาจเลือกใช้ตัวแบบอื่นๆในการตัดสินใจ ตามความต้องการของนักลงทุน เช่น นักลงทุนใช้ข้อมูลกำไรที่นักวิเคราะห์ (Financial Analyst) คาดการณ์ ทั้งนี้เนื่องจากนักวิเคราะห์ติดตามบริษัทที่มีปริมาณการซื้อขายสูงเป็นส่วนใหญ่ การวิเคราะห์จึงไม่ครอบคลุมทั้ง

บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและบริษัทที่ขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี เนื่องจากงานวิจัยนี้จึงเลือกใช้แบบจำลองของ Foster ในการคำนวณหากำไรต่อหุ้นที่คาดหวังแทน ดังนั้นหากมีการใช้ตัวแบบอื่นๆ อาจให้ผลที่แตกต่างกัน

5.2.2 คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ประเมินโดยสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทย (IOD) เปิดเผยเพียงระดับดี ดีมากและดีเลิศเท่านั้น และการเข้าร่วมโครงการดังกล่าวเป็นลักษณะตามความสมัครใจ จึงไม่สามารถแยกแยะระหว่างบริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการและบริษัทที่ได้รับคะแนนระดับพอใช้ ดังนั้นงานวิจัยนี้ได้กำหนดให้เป็น 0 ทั้งหมด จึงอาจทำให้การกำหนดค่าตัวแปรเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการคลาดเคลื่อนระหว่างบริษัทที่ไม่เข้าร่วมโครงการกับบริษัทที่ได้รับการประเมินระดับคะแนนพอใช้

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

5.3.1 งานวิจัยในอนาคตอาจจัดการตอบสนองของตลาดด้วยวิธีอื่นนอกเหนือจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) เช่น ปริมาณการซื้อขายในช่วงที่มีการประกาศงบการเงิน เนื่องจากหลักทรัพย์ของบางบริษัทมีสภาพคล่องต่ำ การซื้อขายปริมาณเพียงเล็กน้อยก็สามารถทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงได้ ส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติสูง

5.3.2 งานวิจัยในอนาคตอาจจะมีการประเมินการกำกับดูแลของกิจการด้วยวิธีอื่น โดยให้ค่าคะแนนที่เกิดจากการประเมินของผู้วิจัยเอง หรือจากหน่วยงานอื่นที่มีการประเมินเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

5.3.3 งานวิจัยในอนาคตอาจเลือกใช้แบบจำลองอื่นในการหากำไรต่อหุ้นที่คาดหวัง เนื่องจากอาจให้ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง Earnings Surprise และการตอบสนองของตลาดที่มีต่อการประกาศงบการเงินที่แตกต่างไปจากงานวิจัยนี้

รายการอ้างอิง

หนังสือและบทความในหนังสือ

- จันทนา สาขากร และคณะ. (2550). การควบคุมภายในและการตรวจสอบภายใน. กรุงเทพฯ: คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2555.
- ศิลปะพร ศรีจันเพชร. (2552). กลไกการกำกับดูแลกิจการ. ใน เดือนเพ็ญ จันทร์ศิริศรี, การกำกับดูแลเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

บทความวารสาร

- ประวัฒน์ เบญญาศรีสวัสดิ์. (2554). ลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูลบัญชี – เรื่องของความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ (Relevancy). *Executive Journal*, 31(2), 10-14.
- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร. (2556). Sarbanes-Oxley Act และการกำกับดูแลกิจการในต่างประเทศสู่ธรรมาภิบาลในประเทศไทย. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 35(138), 92-119.

วิทยานิพนธ์

- กมลรัตน์ อร่ามวิทยานุกูล. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์กับการกำกับดูแลกิจการ. การศึกษาอิสระ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- กานดา พิศาลปิติ. (2557). ผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาอิสระ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- จิภัตสร บุรอรอด. (2558). การกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนสถาบันและผลตอบแทนจากนักลงทุนสถาบันที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาอิสระ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

- จุฑามาศ พิมพา. (2552). การบริหารความเสี่ยงตามแนวคิด COSO ERM และการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับความเชื่อมั่นของงบการเงินในมุมมองของผู้ใช้งบการเงิน. การศึกษาอิสระ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ชนาธิป ชลีพันธ์. (2553). หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ Post-Earnings-Announcement Drift สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาอิสระ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ชาญศิริ ชาวนาใต้. (2554). ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาอิสระ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ธนพร เลิศวนิชผล. (2557). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายและงดจ่ายเงินปันผล: กรณีศึกษา บริษัท 100 อันดับแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาอิสระ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- นิมมวล เขียวรัตน์. (2539). ผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล. วิทยานิพนธ์. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- พัชรชาติ จุ้ยชุม (2556). การกำกับดูแลกิจการ สภาพคล่อง และผลตอบแทนหลักทรัพย์: กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาอิสระ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ไพริน ใจทัต. (2555). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและการจัดการกำไร. วิทยานิพนธ์. มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, คณะบริหารธุรกิจ.
- ภาวนา สุขเกษม. (2552). คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าของกิจการ. การศึกษาอิสระ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- รัตนา พฤษมาศวงศ์. (2546). ผลกระทบของการประกาศผลกำไรจากการดำเนินงานต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเอง. มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, คณะบริหารธุรกิจ.
- วศิตา รัตน์วิจิตร. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาล ธุรกิจครอบครัวและการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาอิสระ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

- วาสนา จันทศรี. (2549). ปัจจัยที่มีผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลกระทบที่มีต่อผลการดำเนินงาน: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานนิพนธ์. มหาวิทยาลัยบูรพา, คณะมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์.
- วีระยุทธ์ หล่อเสถียร. (2552). ผลของการเปิดเผยการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการต่ออัตราผลตอบแทนและความผันผวนของอัตราผลตอบแทน: กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเอง. มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, คณะบริหารธุรกิจ.
- สุริย์พร ช่วยป้อง. (2554). ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศอันดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานนิพนธ์. มหาวิทยาลัยบูรพา, คณะการจัดการและการท่องเที่ยว.
- อนุสรณ์ ศิลาหน้าเที่ยง. (2555). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ย่อย. การศึกษาอิสระ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- อารีญา ปัญจคุณภรณ์. (2553). การนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้ในการพิจารณาการลงทุนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนรายย่อย. การศึกษาอิสระ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- Athavichian, N. (2009). Do combining price, volume and news help in predicting the future return pattern?. Independent study. Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy.

Articles

- Core, J., Guay, W. & Rusticus, T. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *The journal of finance*, 61(2), 655-686.
- Ball, R. & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, Autumn, 159-178.
- Beaver, W. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of accounting research*, 6, 67-92.
- Bernard, V. & Thomas, J. (1989). Post-earnings-announcement drift: Delayed price response or risk premium?. *Journal of accounting research*, 27, 1-36.

- Black, B., Jang, H. & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values?: Evidence from Korea. *Journal of law, economics & organization*, 22, 366-413.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European financial management*, 10(2), 267-293.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. & French, K. (1992). The cross-section of expected stock returns, *The journal of finance*, 47 (2), 107-155.
- Foster, G. (1997). Quarterly accounting data: Time-series properties and predictive-ability results. *The accounting review*, 52(1), 1-21.
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly journal of economics*, 118(1), 427-465.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kang, S. & Kim, Y. (2011). Does earnings management amplify the association between corporate governance and firm performance?: Evidence from Korea. *International business & economics research journal*, 10(2), 53-66.
- Klapper, L. & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Liu, W., Strong, N. & Xu, X. (2003). Post-earnings-announcement drift in the UK. *European financial management*, 9(1), 89-116.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.

Electronics Media

- Alzahrani, A. & Skerratt, L. (2009). How market react to earnings announcements in the absence of analysts and institutions: Evidence from the Saudi market. Available from: https://www.brunel.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0016/82141/0940.pdf (2016, March 15)
- Bebchuk, L., Cohen, A. & Wang, C. (2010). Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns. Available from: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1589731 (2016, April 12)
- Chen, K., Elder, R. & Hsieh, Y. (2007). Corporate governance and earnings management: The implications of corporate governance best-practice principles for Taiwanese listed companies. Available from: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=981926 (2016, April, 2).
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Available from: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043 (2016, April 15).
- Kouwenberg, R. (2006). Does voluntary corporate governance code adoption increase firm value in emerging markets?: Evidence from Thailand. Available from: https://www.set.or.th/sustainable_dev/th/cg/files/doc_seminar/2006/CG_Research_Paper_DrRoy.pdf (2016, April 3)
- Li, C., Li, X. & Wu, G. (2010). Corporate governance, investor attention and post-earnings announcement drift. Available from: https://www.researchgate.net/publication/228430766_Corporate_Governance_Investor_Attention_and_Post_Earning_Announcement_Drift (2016, April 2).
- Magnusson, F. (2012). Post earnings announcement drift in Sweden – Evidence and application of theories in behavioral finance. Available from: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2.../FULLTEXT01.pdf> (2016, March 19).

Research Conferences

Meeampol, S., Rodpetch, V., Srinammuang, P. & Wongsorntham, A. (2013). The relationship between corporate governance and earnings quality: A case study of listed company in the Stock Exchange of Thailand (SET). *Active citizenship by knowledge, management & innovation*, Croatia, 1345-1353.



ประวัติผู้เขียน

| | |
|----------------|---|
| ชื่อ | นางสาวธัญวรัตน์ เล็กรุ่งเรืองกิจ |
| วันเดือนปีเกิด | 2 สิงหาคม 2536 |
| วุฒิการศึกษา | ปีการศึกษา 2557: บัณฑิต (การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ |

