

ความสัมพันธ์ของคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ต่อความมีเสถียรภาพกำไร: นักลงทุนควรสนใจหรือไม่

ดร.ชาญชัย ตั้งเรื่อนรัตน์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 5 พฤษภาคม 2565

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 7 มิถุนายน 2565

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 6 กรกฎาคม 2565

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) และระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับความมีเสถียรภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2552-2561 การวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูล จำนวน 1,462 ตัวอย่าง และใช้เทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ในการทดสอบสมมติฐาน ผลการวิจัยพบว่า การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความมีเสถียรภาพกำไรอย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ที่ระดับคะแนนพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ระดับ 4 คะแนนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความมีเสถียรภาพกำไรอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ความมีเสถียรภาพกำไร

The Relationship between Corporate Governance Scores and Earnings Persistence: Should the Investors Care?

Dr.Chanchai Tangruenrat

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

Received: May 5, 2022

Revised: June 7, 2022

Accepted: July 6, 2022

ABSTRACT

The objective of this research is to study the relationship between the disclosure of corporate governance score (CG Score) and corporate governance scores and earnings persistence of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand during the years 2009–2018, covering 1,462 observations, using multiple regression analysis to test the hypotheses. The results show that the disclosure of corporate governance scores has a significant positive relationship with earnings persistence, and when considering at the CG Score levels, it is found that the CG Score of 4 has a significant positive relationship with earnings persistence.

Keywords: Corporate Governance Score (CG Score), Earnings Persistence

ที่มาและความสำคัญของการวิจัย

ปัญหาการล้มละลายของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาหลังจากช่วงปี ค.ศ. 2000 (เช่น Enron หรือ WorldCom) มักถูกเชื่อมโยงกับการขาดกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งทำให้ผู้บริหารใช้พฤติกรรมฉวยโอกาสในการตกแต่งงบการเงิน ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศ และทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนลดลง นอกจากนี้ ยังเกิดคำถามเกี่ยวกับความเชื่อมั่นในกลไกการกำกับดูแลกิจการของแต่ละประเทศเป็นอย่างมาก จากเหตุการณ์ดังกล่าว หน่วยงานกำกับดูแลทั่วโลกให้ความสนใจอย่างมากเกี่ยวกับแนวปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่จำเป็นต้องสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุนในข้อมูลทางบัญชีของกิจการ ดังนั้นหน่วยงานกำกับดูแลจึงได้นำมาตรการทางกฎหมายและการบริหารงานต่าง ๆ มาปรับใช้สำหรับประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ได้ปรับปรุงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการ เพื่อสร้างความน่าเชื่อถือและความเกี่ยวข้องกับรายงานทางการเงิน ผ่านกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เข้มงวดยิ่งขึ้น (Schipper and Vincent, 2003)

สำหรับในประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 หลังจากเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ คนทั่วไปเริ่มรู้จักคำว่า การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) หรือเรียกว่า บรรษัทภิบาล ในปี พ.ศ. 2544 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นำเสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่คาดหวังให้บริษัทจดทะเบียนปฏิบัติตาม เพื่อส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อให้เกิดคุณค่าและความยั่งยืน ในการดำเนินกิจการ ซึ่งจะมีประโยชน์ต่อตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจ และต้นปี พ.ศ. 2545 ถือว่าเป็นปีที่ทรงพระกรุณาโปรดเกล้าฯ ให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี และได้พัฒนามาอย่างต่อเนื่องอย่างเป็นรูปธรรมจนถึงปัจจุบัน (Srijunpetch, 2012) ในปัจจุบัน ผลการดำเนินงานตามกลไกการกำกับดูแลกิจการสะท้อนออกมาในรูปแบบของผลการประเมิน โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) ซึ่งนำเสนอในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR)

กลไกการกำกับดูแลกิจการถือเป็นเครื่องมือสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นต่อการบริหารงานของกิจการ เนื่องจากแนวคิดตัวแทนได้กล่าวถึงปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ซึ่งเกิดจากการแยกระหว่างผู้เป็นเจ้าของออกจากผู้บริหาร (Jensen & Meckling, 1976) ดังนั้นหากกิจการมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ อาจนำไปสู่การเพิ่มความเชื่อมั่นต่องบการเงินผ่านกลไกการกำกับดูแลและติดตาม งานวิจัยของ Yu (2011) พบว่า นักวิเคราะห์มีแนวโน้มที่จะออกคำแนะนำหลักทรัพย์ที่เป็นประโยชน์สำหรับบริษัทที่มีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี แต่หลักฐานดังกล่าวพบเฉพาะในประเทศที่มีกฎหมายแบบลายลักษณ์อักษร (Code Laws) ซึ่งมีระดับการปกป้องนักลงทุนค่อนข้างต่ำ หรือกล่าวได้ว่าบริษัทในประเทศที่มีกฎหมายคุ้มครองนักลงทุนที่มีความเข้มงวดน้อยจำเป็นต้องอาศัยกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี งานวิจัยในอดีตสนับสนุนประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยพบว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มผลการดำเนินงาน (Hodgson, Lhaopadchan & Buakes, 2011) และเพิ่มคุณภาพกำไร (Ji, Ahmed, & Lu, 2015; Melgarejo, 2019) แต่ Larcker et al. (2007) กลับพบหลักฐานที่ไม่ชัดเจน (Mixed) ในประเทศสหรัฐอเมริกาสำหรับความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไร

หลังวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทยได้มีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญ เช่น การนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) มาถือปฏิบัติ การมีกฎระเบียบของบริษัทจดทะเบียนที่เข้มงวด และมีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Herrmann, Pornupatham & Vichitsarawong, 2008; Vichitsarawong &

Pornupatham, 2015) อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยจัดอยู่ในประเทศอาเซียน ซึ่ง Zhuang et al. (2000) กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการของบริษัทในอาเซียนยังไม่ดี (Poor Corporate Governance) เนื่องจากมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นในระดับสูง มีหลักเกณฑ์การกักเงินที่ไม่เหมาะสม ซึ่งส่งผลให้ประสิทธิภาพของตลาดลดลง (Hodgson et al, 2011) นอกจากนี้ ประเทศไทยยังเป็นประเทศที่ใช้กฎหมายที่มีลักษณะเป็นหลายลักษณะอักษร รวมทั้งมีกฎหมายการปกป้องนักลงทุนในระดับต่ำ และมีความเสี่ยงในการดำเนินคดีต่ำ (Choi & Wong, 2007; La Porta et al., 1997; Vichitsarawong & Pornupatham, 2015) จึงอาจทำให้กลไกการกำกับดูแลกิจการมีความจำเป็นต่อการดำเนินงาน (Yu, 2011) รวมทั้งการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการสำหรับบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยแตกต่างจากต่างประเทศ เพราะเป็นการพิจารณาถึงคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในภาพรวมครอบคลุม 5 หมวด (Thai Institute of Directors, 2019)

จากเหตุผลดังกล่าว จึงเกิดคำถามว่าการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ในบริบทของประเทศไทยมีประโยชน์หรือไม่ เมื่อพิจารณาจากควมมีเสถียรภาพกำไร เนื่องจากผลงานวิจัยในอดีตไม่ชัดเจน (Larcker et al., 2007) รวมทั้งในบริบทของประเทศไทยยังไม่มีการวิจัยอธิบายเกี่ยวกับผลกระทบของคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อควมมีเสถียรภาพกำไร ซึ่งเป็นตัวชี้วัดหนึ่งที่ใช้เป็นข้อมูลสนับสนุนการตัดสินใจของนักลงทุน และงานวิจัยในอดีตยังไม่พบหลักฐานเพิ่มเติมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไร เมื่อพิจารณาผ่านควมมีเสถียรภาพกำไรในบริบทของประเทศไทย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับควมมีเสถียรภาพกำไร และศึกษาความสัมพันธ์ของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับควมมีเสถียรภาพกำไร ซึ่งมีประโยชน์ที่ได้รับจากงานวิจัย 3 ประการ ประการที่ 1 ผลการวิจัยนี้มีประโยชน์ต่อนักลงทุนในการนำคะแนนการกำกับดูแลกิจการไปใช้สนับสนุนการตัดสินใจ เนื่องจากการเปิดเผยคะแนนถือเป็นตัวชี้วัดหนึ่งที่สะท้อนผลการดำเนินงานตามกลไกการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นต่อบุคคลภายนอกที่มีต่อข้อมูลในงบการเงิน (Schipper & Vincent, 2003; Hodgson et al., 2011; Ji et al., 2015; Melgarejo, 2019) ประการที่ 2 งานวิจัยนี้ให้หลักฐานเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลการศึกษาระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่พิจารณาจากผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับควมมีเสถียรภาพกำไรในบริบทของประเทศไทยเกิดใหม่ (Emerging Markets) โดยเฉพาะด้านความเกี่ยวข้องของคะแนนการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพกำไรและประโยชน์ของแต่ละระดับคะแนนที่งานวิจัยในอดีตให้หลักฐานไว้แตกต่างกัน (Boonlert-U-Thai, Phakdee, & Srijunpetch, 2019; Tangjitprom, 2014; Supapattarapohn, 2018) และประการที่ 3 ผลงานวิจัยนี้ให้หลักฐานเพิ่มเติมเกี่ยวกับประโยชน์ของการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแก่หน่วยงานกำกับดูแล เช่น สำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อนำไปใช้สนับสนุนการปรับปรุงเกณฑ์การประเมินผลการดำเนินงานด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี

แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นที่นำไปสู่ปัญหาตัวแทนที่เกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Jensen & Meckling, 1976) ทฤษฎีตัวแทนยังแสดงถึงความกังวลต่อความน่าเชื่อถือของข้อมูลในรายงานทางการเงินที่ผู้บริหารจัดทำ หากมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์และความไม่เท่าเทียมกัน

ของข้อมูล (Melgarejo, 2019) ปัญหาตัวแทนสามารถแก้ไขด้วยกลไกการกำกับดูแลกิจการ เช่น การดูแลติดตามโดยคณะกรรมการ (Fatma & Hidayat, 2020) ซึ่งถือเป็นการสร้างความน่าเชื่อถือและความเกี่ยวข้องกับการรายงานทางการเงิน (Schipper & Vincent, 2003) ผลการดำเนินงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการจึงเป็นตัวชี้วัดหนึ่งที่สะท้อนถึงการมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีความเกี่ยวข้องกับข้อมูลในงบการเงิน (Schipper & Vincent, 2003; Hodgson et al., 2011; Ji et al., 2015; Melgarejo, 2019)

กลไกการกำกับดูแลที่สำคัญในระดับสถาบันคือ ลักษณะของกฎเกณฑ์ทางกฎหมาย และคุณภาพของการบังคับใช้กฎหมายที่เป็นตัวแทนคุ้มครองผู้ลงทุน (La Porta et al., 1997, 1998) ในการวัดคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ อาจใช้คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (Bhagat et al., 2008) ในประเทศไทย สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) ได้ติดตามวัดผลการกำกับดูแลกิจการและเปิดเผยคะแนนประเมินต่อสาธารณชนมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึงปัจจุบัน ซึ่งแสดงให้เห็นถึงคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในภาพรวมครอบคลุม 5 หมวด (Thai Institute of Directors, 2019) ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น (Rights of Shareholders) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (Equitable Treatment of Shareholders) การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (Roles of Stakeholders) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and Transparency) และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Board Responsibilities) โดยแบ่งระดับคะแนนดังนี้

ตารางที่ 1 ช่วงคะแนน ตราสัญลักษณ์ และความหมายของคะแนน

ช่วงคะแนน	ระดับคะแนน ¹	ตราสัญลักษณ์ (ดาว)	ความหมาย
90-100	5		ดีเลิศ (Excellent)
80-89	4		ดีมาก (Very Good)
70-79	3		ดี (Good)
60-69	2		ดีพอใช้ (Satisfactory)
50-59	1		ผ่าน (Pass)
ต่ำกว่า 50	0	-	N/A

ที่มา: Thai Institute of Directors (2019)

จากตารางที่ 1 แสดงให้เห็นว่า ยิ่งคะแนนการกำกับดูแลอยู่ในระดับสูง 5 คะแนน (ดีเลิศ) หรือ 4 คะแนน (ดีมาก) จะเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการได้ อย่างไรก็ดีตาม สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย จะเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการเฉพาะกิจการที่ได้รับคะแนนตั้งแต่ระดับดี (Good) ขึ้นไป หากบริษัทได้คะแนนต่ำกว่าระดับดี จะไม่เปิดเผยคะแนน ดังนั้นอาจทำให้เกิดความสงสัยว่าการเปิดเผยข้อมูลคะแนนการกำกับดูแลกิจการมี

¹ งานวิจัยครั้งนี้ใช้คำว่าคะแนนแทนสัญลักษณ์ เช่น หากบริษัทที่ได้ตราสัญลักษณ์ 5 ดาว เท่ากับ 5 คะแนน หรือบริษัทที่ได้ตราสัญลักษณ์ 4 ดาว เท่ากับ 4 คะแนน เป็นต้น

ผลกระทบต่อการตัดสินใจหรือไม่ งานวิจัยในประเทศไทยพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดเอ็ม เอ ไอ (Kosanlawit & Ugsornwong, 2019) รวมทั้งมีหลักฐานงานวิจัยที่สนับสนุนเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ โดยพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดจาก Tobin's Q และมูลค่าหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ฯ (Charoenkijjarukorn, 2017)

การสำรวจผลการดำเนินงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ได้นำเสนอในรูปแบบรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies: CGR) ซึ่งเป็นการนำเสนอผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการของแต่ละบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้หลักเกณฑ์และวิธีการที่พัฒนามาจากหลักการกำกับดูแลกิจการของ Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) หลักเกณฑ์การประเมินของ ASEAN CG Scorecard และหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Code: CG Code)² จึงแสดงให้เห็นว่า การใช้เกณฑ์ประเมินตาม CGR มีความเฉพาะ และมีรายละเอียดที่แตกต่างจากหลักเกณฑ์ที่ใช้ประเมินการกำกับดูแลกิจการในต่างประเทศ เนื่องจากการกำหนดหลักเกณฑ์มีความเฉพาะของบริษัทจดทะเบียนในบริบทของประเทศไทย อย่างไรก็ตาม ผลการประเมินตาม CGR เป็นเพียงการนำเสนอมุมมองการประเมินผลการกำกับดูแลจากบุคคลภายนอก โดยไม่ได้ประเมินจากผลการดำเนินงานของกิจการ (Thai Institute of Directors, 2018) เช่น ผลการดำเนินงานทางการเงิน หรือความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหาร เป็นต้น การวิจัยนี้จึงตั้งคำถามว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สะท้อนผลการดำเนินงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่เปิดเผยต่อสาธารณะชนมีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไรหรือไม่และอย่างไร เนื่องจากการประเมินตาม CGR ยังมีวัตถุประสงค์ เพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการในภาพรวม

งานวิจัยที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่า แง่มุมต่าง ๆ ของการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับปัจจัยต่าง ๆ ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและข้อมูลกำไรของกิจการ โดย Hodgson et al. (2011) พบว่า การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน (เช่น ROA ROE) ของกิจการในประเทศไทย โดยงานวิจัยดังกล่าวครอบคลุมทั้ง 5 ด้านตามเกณฑ์การประเมินของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย นอกจากนี้ Ji et al. (2015) พบว่า เมื่อกิจการนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่เกี่ยวข้องกับการปกป้องสิทธิและผลประโยชน์ของนักลงทุน และมาตรฐานเกี่ยวกับคุณธรรมของคณะกรรมการและผู้บริหารระดับสูงของกิจการช่วยเพิ่มคุณภาพกำไรในประเทศจีน อีกทั้ง Melgarejo (2019) พบว่า ดัชนีการกำกับดูแลกิจการ (ซึ่งครอบคลุม 4 ส่วน ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความมีเสถียรภาพกำไร ผลของงานวิจัยเหล่านี้จึงเป็นหลักฐานสนับสนุนเกี่ยวกับประโยชน์ของการดำเนินงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการในภาพรวมที่เข้มงวดว่า มีความเกี่ยวข้องกับข้อมูลผลการดำเนินงาน เช่น ข้อมูลกำไร (Hodgson et al., 2011; Melgarejo, 2019) และช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของงบการเงิน (Schipper & Vincent, 2003) งานวิจัยนี้จึงต้องการขยายการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของคะแนนการกำกับดูแลกิจการ จากความสามารถในการทำกำไร การตกแต่งกำไร หรือความน่าเชื่อถือของงบการเงินไปยังความสัมพันธ์ของคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับความมีเสถียรภาพกำไร

² ดูเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย <https://www.setsustainability.com/page/cgr-corporate-governance-report>

การศึกษาเกี่ยวกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย

จากการทบทวนวรรณกรรม และงานวิจัยในอดีต พบการศึกษาเกี่ยวกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน เช่น ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน (Supapattarapohn, 2018) คะแนนการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่ากิจการ (Kosanlawit & Ugsornwong, 2019; Charoenkijjarukorn, 2017; Meepramool & Srijunpetch, 2021) รวมถึง คะแนนการกำกับดูแลกิจการกับความทันเวลาของงบการเงิน (Boonlert-U-Thai, Phakdee, & Srijunpetch, 2019) และคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับราคาหลักทรัพย์ (Promtong & Kultangwatana, 2021; Phongkasem, Attarit, & Jangkloy, 2021) เป็นต้น ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความหลากหลายในการศึกษา นอกจากนี้ ผลการวิจัยในอดีตยังไม่สอดคล้องกัน เช่น Phongkasem et al. (2021) พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ แต่งานวิจัยของ Promtong and Kultangwatana (2021) ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน นอกจากนี้ งานวิจัยส่วนใหญ่มุ่งศึกษาเพียงการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (Charoenkijjarukorn, 2017; Phongkasem et al., 2021; Meepramool & Srijunpetch, 2021) ซึ่งไม่ได้แยกแยะการศึกษาในระดับคะแนนที่เปิดเผย จึงอาจทำให้ผลการวิจัยมีความขัดแย้งกัน จากผลการวิจัยในอดีต งานวิจัยนี้จึงตั้งคำถามว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนหรือไม่ เมื่อพิจารณาผ่านความมีเสถียรภาพกำไร

แนวคิดเกี่ยวกับความมีเสถียรภาพกำไร

ความมีเสถียรภาพกำไรเป็นลักษณะที่สะท้อนถึงคุณภาพกำไรของกิจการ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า กิจการจะสามารถรักษาระดับกำไรเมื่อเวลาผ่านไป โดยไม่ก่อให้เกิดจากเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่ง (Fatma & Hidayat, 2020) โดย Frankel and Litov (2009) ได้ชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนพยายามกำหนดปัจจัยที่ส่งผลต่อความมีเสถียรภาพกำไร เนื่องจากมีประโยชน์ในการกำหนดมูลค่ากิจการ เช่นเดียวกับ Dawar (2014) ที่กล่าวว่า นักลงทุนให้ความสนใจกับตัวเลขกำไร ตามคำนิยามของคุณภาพกำไร โดยทั่วไปเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ในการตัดสินใจ แต่งานวิจัยส่วนใหญ่ที่ศึกษาความมีเสถียรภาพกำไรจะมุ่งเน้นไปที่ความมีประโยชน์ของข้อมูลกำไรที่มีต่อนักลงทุน เพื่อใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการ โดยตัวเลขกำไรที่มีเสถียรภาพมากแสดงให้เห็นถึงคุณภาพกำไรสูง มากกว่าตัวเลขกำไรที่มีความเสถียรภาพน้อย (Dechow, Ge, & Schrand, 2010) ความมีเสถียรภาพกำไรเป็นตัวชี้วัดความยั่งยืนในตัวเลขกำไร (Melgarejo, 2019) และความสามารถในการรักษาระดับการคงอยู่ของกำไรในวถอนาคตอันใกล้ของกิจการ (Fatma & Hidayat, 2020) เนื่องจากกำไรที่มีเสถียรภาพจะมีระดับความคงอยู่ในระดับเดียวกันในงวดถัดไป เช่น หากงวดบัญชีปัจจุบันมีกำไร 10 ล้านบาท ในงวดถัดไปก็ควรมีกำไรในระดับเดียวกันกับ 10 ล้านบาท เป็นต้น นอกจากนี้ ความมีเสถียรภาพกำไรยังมีความเกี่ยวข้องกับมาตรฐานการบัญชี รูปแบบการดำเนินธุรกิจ สภาพแวดล้อมในการดำเนินธุรกิจ และการใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Shipper & Vincent, 2003) สำหรับแบบจำลองในการวัดระดับความมีเสถียรภาพกำไรในงานวิจัยนี้ใช้ 2 แบบจำลอง ดังนี้

แบบจำลองที่ (1) วัดความมีเสถียรภาพกำไรตามแนวคิดของ Francis et al. (2004) ซึ่งพิจารณาจากกำไรสุทธิในงบกำไรขาดทุน โดยใช้กำไรในงวดปัจจุบันเป็นตัวแปรอธิบายกำไรในงวดอนาคต ซึ่งประยุกต์จาก Lev (1983) ดังนี้

$$NI_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 NI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \dots (1)$$

จากแบบจำลองที่ (1) $NI_{i,t+1}$ คือ กำไรสุทธิของงวดบัญชีถัดไป $NI_{i,t}$ คือ กำไรสุทธิของงวดบัญชีปัจจุบัน (Pirveli, 2020) จากแบบจำลองดังกล่าว การพิจารณาความมีเสถียรภาพกำไร จะพิจารณาจากค่า β_1 หากค่า β_1 สูง แสดงให้เห็นว่า กำไรของกิจการมีเสถียรภาพมาก หากค่า β_1 ต่ำ แสดงให้เห็นว่า กำไรของกิจการมีเสถียรภาพน้อย

ค่า β_1 ที่สูง แสดงให้เห็นว่า กำไรมีระดับการคงอยู่สูง ดังนั้นความสามารถในการสร้างกำไรในงวดปัจจุบัน (ในอดีต) เป็นตัวกำหนดกำไรในงวดอนาคต (ปัจจุบัน) ได้อย่างถูกต้องแม่นยำ (Pirveli, 2020)

แบบจำลองที่ (2) วัดความมีเสถียรภาพกำไรตามแนวคิดของ Francis et al. (2004) โดยพิจารณากำไรต่อหุ้นของกิจการ เช่นเดียวกับงานวิจัยในอดีต (Melgarejo, 2019) ดังนี้

$$EPS_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \dots (2)$$

จากแบบจำลองที่ (2) $EPS_{i,t+1}$ คือ กำไรสุทธิต่อหุ้นในงวดบัญชีถัดไป $EPS_{i,t}$ คือ กำไรสุทธิต่อหุ้นของงวดบัญชีปัจจุบัน จากแบบจำลองดังกล่าว การพิจารณาความมีเสถียรภาพกำไร จะพิจารณาจากค่า α_1 หากค่า α_1 สูง แสดงให้เห็นว่า กำไรของกิจการมีเสถียรภาพมาก หากค่า α_1 ต่ำ แสดงให้เห็นว่า กำไรของกิจการมีเสถียรภาพน้อย

คะแนนการกำกับดูแลกิจการและความมีเสถียรภาพกำไร

Jensen and Meckling (1976) อธิบายถึงแนวคิดตัวแทนเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ซึ่งความขัดแย้งทางผลประโยชน์จะลดลงเมื่อมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพ และคณะกรรมการบริษัทมีการกำกับติดตามการดำเนินงานของผู้บริหารอย่างเหมาะสม (Ji et al., 2015) นอกจากนี้ หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่เข้มงวด อาจนำไปสู่ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนภายนอก ทั้งนี้ หากระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลดลง คุณภาพกำไรจะเพิ่มขึ้น (Melgarejo, 2019) ดังนั้นเพื่อเป็นการสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนจากภายนอก การกำกับดูแลกิจการจึงเป็นกลไกสำคัญในการสร้างความเชื่อถือสำหรับกิจการ เนื่องจากจะทำให้การจัดทำงบการเงินที่มีคุณภาพมากขึ้น ซึ่งถือเป็นแหล่งข้อมูลที่สำคัญสามารถตรวจสอบได้ และจะเป็นประโยชน์ในการกำกับ ติดตาม และการประเมินความสามารถของผู้บริหาร รวมทั้งงบการเงินดังกล่าวยังเป็นข้อมูลสนับสนุนเพื่อใช้ในการตัดสินใจทางกลยุทธ์ (Ahmed & Duellmann, 2007; Ji et al., 2015)

งานวิจัยในอดีตสนับสนุนประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการ เช่น Hodgson, Lhaopadchan and Buakes (2011) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน ซึ่งแสดงให้เห็นว่า หากกิจการมีระดับการกำกับดูแลกิจการสูงจะช่วยเพิ่มผลการดำเนินงาน ในขณะที่ Melgarejo (2019) พบว่า ตัวชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความมีเสถียรภาพกำไรในประเทศเปรู รวมทั้ง Ji et al. (2015) พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกกับคุณภาพกำไรในประเทศจีน งานวิจัยดังกล่าวพบในต่างประเทศ และใช้ตัววัดผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน อย่างไรก็ตาม Larcker et al. (2007) พบหลักฐานที่ไม่ชัดเจน (Mixed) ในประเทศสหรัฐอเมริกาสำหรับความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการกับคุณสมบัติของกำไร เช่น ความสม่ำเสมอของกำไร (Smoothness) ความระมัดระวังทางบัญชี (Conservatism) และความเกี่ยวข้องกับมูลค่า (Value Relevance) ดังนั้นจึงเป็นที่น่าสนใจว่า กิจการที่ได้รับผลคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการในบริบทของประเทศไทยจะช่วยเพิ่มคุณภาพกำไรผ่านความมีเสถียรภาพกำไรหรือไม่ อย่างไร

การพัฒนาสมมติฐานในการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยในอดีตแสดงให้เห็นถึงความเกี่ยวข้องระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไร (Larcker et al., 2007; Ji et al., 2015; Melgarejo, 2019) ผู้วิจัยจึงพัฒนาสมมติฐานในการวิจัย ดังต่อไปนี้

การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการและความมีเสถียรภาพกำไร

ในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามหลักเกณฑ์การประกาศคะแนนผลประเมินการกำกับดูแลกิจการ จากการติดตามผลการดำเนินงานของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยจะเปิดเผยเฉพาะกิจการที่ได้รับผลประเมินตั้งแต่ระดับ 3 คะแนนขึ้นไป จึงอาจเป็นตัวชี้วัดหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจของนักลงทุน เนื่องจากนักลงทุนจะมีความกังวลเกี่ยวกับความเชื่อมั่นในกลไกของการกำกับดูแลกิจการ

งานวิจัยของ Hodgson et al. (2011) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระดับการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงาน รวมทั้ง Ji et al. (2015) พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบต่อเชิงบวกกับคุณภาพกำไร และเพิ่มความมีเสถียรภาพกำไร (Melgarejo, 2019) รวมทั้งงานวิจัยในประเทศไทยของ Boonlert-U-Thai et al. (2019) พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีประโยชน์ โดยช่วยเพิ่มความทันเวลาของงบการเงิน แต่ยังมีงานวิจัยที่พบผลขัดแย้ง เช่น Meepramool and Srijunpetch (2021) พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดด้วยค่า Tobin's Q

จากเหตุผลดังกล่าว งานวิจัยนี้คาดว่า การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการจะมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ผ่านความมีเสถียรภาพกำไร (Melgarejo, 2019) จึงกำหนดสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H1: การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไร

ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและความมีเสถียรภาพกำไร

ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการอาจเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงการมีคุณภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการ ตามเกณฑ์การให้คะแนน (Thai Institute of Directors, 2019) ในบริบทของงานวิจัยในประเทศไทย Promtong and Kultangwatana (2021) พบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ 5 และ 4 คะแนน มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ในธุรกิจธนาคาร แต่งานวิจัยของ Supapattarapohn (2018) พบว่า ระดับคะแนน CG 3 คะแนน มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานที่วัดด้วยค่า ROA อย่างมีนัยสำคัญในกลุ่ม SET100 รวมทั้ง Kosanlawit and Ugsornwong (2019) พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ในขณะที่งานวิจัยของ Boonlert-U-Thai et al. (2019) พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ 5 และ 4 คะแนนช่วยเพิ่มความทันเวลาของงบการเงิน เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Ngamchom (2018) ที่พบเพียงคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ 5 และ 4 คะแนนเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับ Tobin's Q นอกจากนี้ งานวิจัยของ Melgarejo (2019) พบว่า ตัวชี้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความมีเสถียรภาพกำไรในประเทศเปรู แต่งานวิจัยในประเทศไทยของ Tangjitprom (2014) พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความสัมพันธ์เชิงบวกของการจัดการกำไรกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วยค่า Tobin's Q ในกลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ระดับ 3 และ 4 คะแนน แต่ไม่พบความสัมพันธ์ในกลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ระดับ 5 คะแนน

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยในอดีต แสดงให้เห็นว่า คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการที่สูงจะมีประโยชน์ต่อกิจการมากกว่า แม้บางหลักฐานกลับให้ผลการวิจัยที่ไม่ชัดเจนและขัดแย้งกัน งานวิจัยนี้คาดว่า ระดับคณะกรรมการกำกับดูแลกิจการจะมีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไร จึงกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H2: ระดับคณะกรรมการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไร

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยนี้ใช้ข้อมูลตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552-2561 คิดเป็น 4,162 ตัวอย่าง โดยไม่รวมบริษัทในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวม และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย เหตุผลที่เลือกใช้ข้อมูลในช่วงดังกล่าวในงานวิจัยนี้ เนื่องจากปี พ.ศ. 2552 เป็นปีที่ประเทศไทยเริ่มฟื้นตัวจากผลกระทบวิกฤติซับไพร์มของสหรัฐอเมริกา (The Securities and Exchange Commission, 2009) ซึ่งภาพรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวดีขึ้นจากปี พ.ศ. 2551 (The Stock Exchange of Thailand, 2010) รวมทั้งในปี พ.ศ. 2563 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบจากโรคระบาดโควิด-19 ซึ่งเป็นปัจจัยเชิงมหภาคที่ส่งผลกระทบต่อข้อมูลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ใช้ในการวิจัยอย่างมาก งานวิจัยนี้จึงไม่รวมข้อมูลปี พ.ศ. 2562 เนื่องจากการหาความมีเสถียรภาพกำไรต้องใช้ข้อมูลกำไรของบริษัทในปี พ.ศ. 2563 มาประกอบด้วย

การพัฒนาแบบจำลองในการวิจัย

การวิจัยนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ โดยประยุกต์แบบจำลองความมีเสถียรภาพกำไรตามแนวคิด Francis et al. (2004) และแยกเป็น 2 แบบจำลอง โดยแบบจำลองที่ 1 (Model 1) ใช้ทดสอบสมมติฐาน H1 ส่วนแบบจำลองที่ 2 (Model 2) ใช้ทดสอบสมมติฐาน H2 ดังนี้

$$NI_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{i,t} + \alpha_2 CGD_{i,t} + \alpha_3 NI * CGD_{i,t} + Control + Years + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Model 1}$$

$$NI_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 NI_{i,t} + \beta_2 CG5_{i,t} + \beta_3 CG4_{i,t} + \beta_4 CG3_{i,t} + \beta_5 NI * CG5_{i,t} + \beta_6 NI * CG5_{i,t} + \beta_7 NI * CG5_{i,t} + Control + Years + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Model 2}$$

เมื่อ:

สัญลักษณ์ การวัดค่าตัวแปร

- $NI_{i,t+1}$ = กำไรสุทธิของบริษัท i ปีที่ t+1 หาดด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t
- $NI_{i,t}$ = กำไรสุทธิของบริษัท i ปีที่ t หาดด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t
- $CGD_{i,t}$ = การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการวัดค่าเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) หากบริษัท i ปีที่ t ได้รับผลการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการเท่ากับ 3-5 คะแนน ให้มีค่าเป็น 1 และหากไม่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการให้มีค่าเป็น 0

- $CG5_{i,t}$ = การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการวัดค่าเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) หากบริษัท i ปีที่ t ได้รับผลการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการเท่ากับ 5 คะแนน ให้มีค่าเป็น 1 และหากไม่ใช่ให้มีค่าเป็น 0
- $CG4_{i,t}$ = การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการวัดค่าเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) หากบริษัท i ปีที่ t ได้รับผลการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการเท่ากับ 4 คะแนน ให้มีค่าเป็น 1 และหากไม่ใช่ให้มีค่าเป็น 0
- $CG3_{i,t}$ = การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการวัดค่าเป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) หากบริษัท i ปีที่ t ได้รับผลการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการเท่ากับ 3 คะแนน ให้มีค่าเป็น 1 และหากไม่ใช่ให้มีค่าเป็น 0
- Control* = ตัวแปรควบคุมคือ ตัวแปรขนาดกิจการ (SIZE) อัตราส่วนหนี้สิน (LEV) และการเติบโตของกิจการ (GRO) ของบริษัท i ปีที่ t
- Years* = วัดค่าเป็นตัวแปรหุ่นของแต่ละปี
- Industry* = วัดค่าเป็นตัวแปรหุ่นของแต่ละอุตสาหกรรม
- $\varepsilon_{i,t}$ = ค่าความคลาดเคลื่อน

งานวิจัยนี้คาดว่า ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) α_3 ใน Model 1 จะมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไร และ $\beta_5, \beta_6, \beta_7$ ใน Model 2 จะมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการในแต่ละระดับ (3-5) มีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไร

แบบจำลองในการวิเคราะห์เพิ่มเติม (Additional Tests)

เพื่อความชัดเจนสำหรับผลการวิจัยใน Model 1 และ 2 งานวิจัยนี้ได้นำแบบจำลองความมีเสถียรภาพกำไร โดยพิจารณาจากตัวแปรกำไรสุทธิต่อหุ้นเช่นเดียวกับงานวิจัยในอดีต (Melgarejo, 2019) ดังแสดงในแบบจำลองที่ 3 (Model 3) และ 4 (Model 4) ดังนี้

$$EPS_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 EPS_{i,t} + \gamma_2 CGD_{i,t} + \gamma_3 EPS * CGD_{i,t} + Control + Years + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Model 3}$$

$$EPS_{i,t+1} = \delta_0 + \delta_1 EPS_{i,t} + \delta_2 CG5_{i,t} + \delta_3 CG4_{i,t} + \delta_4 CG3_{i,t} + \delta_5 EPS * CG5_{i,t} + \delta_6 EPS * CG5_{i,t} + \delta_7 EPS * CG5_{i,t} + Control + Years + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Model 4}$$

เมื่อ:

สัญลักษณ์ การวัดค่าตัวแปร

$EPS_{i,t+1}$ = กำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัท i ปีที่ $t+1$

$EPS_{i,t}$ = กำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัท i ปีที่ t

งานวิจัยนี้คาดว่า ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) γ_3 ใน Model 3 จะมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไร และ $\delta_5, \delta_6, \delta_7$ ใน Model 4 จะมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการในแต่ละระดับ (3-5) มีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไร

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

สำหรับค่าสถิติพรรณนาแสดงในตารางที่ 2 และภาพรวมของตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการในแต่ละระดับแสดงในตารางที่ 3

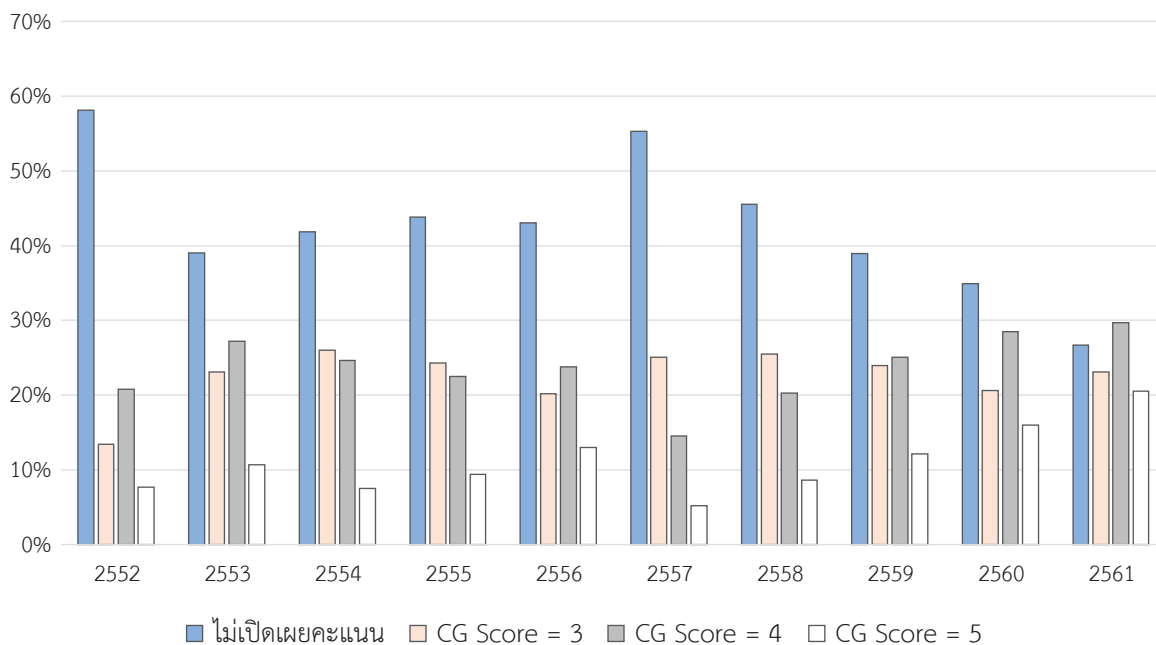
ตารางที่ 2 ค่าสถิติพรรณนา

ตัวแปร	n	Mean	Median	Std.	Minimum	Maximum
$NI_{i,t+1}$	4,162	0.061	0.056	0.096	-0.602	1.083
$NI_{i,t}$	4,162	0.054	0.053	0.096	-1.185	1.045
$EPS_{i,t+1}$	4,162	1.120	0.270	3.833	-22.919	104.951
$EPS_{i,t}$	4,162	1.139	0.272	3.823	-16.191	104.951
$SIZE$	4,162	22.231	22.032	1.526	16.757	28.487
LEV	4,162	0.466	0.477	0.229	0.000	4.400
GRO	4,162	0.161	0.047	0.826	-0.970	10.120

ตัวแปร	n	D = 1	D = 0	% of D = 1	% of D = 0
$CGD_{i,t}$	4,162	2,405	1,757	57.78	42.22
$CG5_{i,t}$	4,162	472	3,690	11.34	88.66
$CG4_{i,t}$	4,162	991	3,171	23.81	76.19
$CG3_{i,t}$	4,162	942	3,220	22.63	77.37

จากตารางที่ 2 พบว่า ตัวอย่างทั้งหมด 4,162 ตัวอย่าง ได้รับการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการ จำนวน 2,405 ตัวอย่าง คิดเป็น 57.78% และไม่ได้เปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการ 1,757 ตัวอย่าง คิดเป็น 42.22% แสดงให้เห็นว่า ในภาพรวมยังมีบริษัทที่ไม่ได้รับการเปิดเผยคะแนนอยู่ในระดับสูง

สำหรับบริษัทตัวอย่างที่ได้รับการเปิดเผยข้อมูล โดยส่วนใหญ่อยู่ที่ระดับ 4 คะแนน คิดเป็น 23.81% รองลงมาอยู่ที่ระดับ 3 คะแนน คิดเป็น 22.63% และน้อยที่สุดคือ ระดับ 5 คะแนน คิดเป็น 11.34% และสามารถแสดงสรุปจำแนกรายปีได้ในภาพที่ 1



ภาพที่ 1 ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจำแนกรายปี

จากภาพที่ 1 แสดงให้เห็นว่าบริษัทตัวอย่างส่วนใหญ่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการน้อยกว่าระดับ 3 คะแนน เนื่องจากอยู่ในกลุ่มที่ไม่เปิดเผยข้อมูล ส่วนบริษัทที่ได้รับการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการคือ ระดับ 3-5 คะแนน พบว่า บริษัทส่วนใหญ่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ 3-4 คะแนน จากผลการสำรวจผลการกำกับดูแลกิจการย้อนหลัง (ปี พ.ศ. 2559-2561) พบว่า บริษัทที่เข้าร่วมประเมิน CGR มีจำนวนเพิ่มขึ้นและบริษัทที่ได้รับผลการประเมินในระดับ 4 และ 5 คะแนนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่บริษัทที่ได้รับในระดับ 3 คะแนน และต่ำกว่าระดับ 3 คะแนน มีแนวโน้มลดลง (Thai Institute of Directors, 2018)

เพื่อไม่ให้เกิดปัญหา Multicollinearity ก่อนการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ งานวิจัยนี้ได้พิจารณาความสัมพันธ์ของตัวแปรเบื้องต้นผ่านการวิเคราะห์ Pearson Correlation แสดงดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation)

ตัวแปร	$NI_{i,t+1}$	$NI_{i,t}$	$EPS_{i,t+1}$	$EPS_{i,t}$	$CGD_{i,t}$	$CG5_{i,t}$	$CG4_{i,t}$	$CG3_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$LEV_{i,t}$	$GRO_{i,t}$
$NI_{i,t+1}$	1	0.648**	0.201**	0.142**	0.028	-0.005	0.065**	-0.030	-0.021	-0.103**	0.039*
$NI_{i,t}$		1	0.145**	0.208**	0.076**	0.023	0.070**	0.002	0.033*	-0.235**	0.037*
$EPS_{i,t+1}$			1	0.731**	0.074**	0.128**	-0.023	0.015	0.182**	-0.094**	-0.024
$EPS_{i,t}$				1	0.067**	0.130**	-0.030	0.011	0.176**	-0.112**	-0.020
$CGD_{i,t}$					1	0.306**	0.478**	0.462**	0.309**	-0.052**	-0.075**
$CG5_{i,t}$						1	-0.200**	-0.193**	0.386**	0.075**	-0.038*
$CG4_{i,t}$							1	-0.302**	0.131**	-0.024	-0.034*
$CG3_{i,t}$								1	-0.061**	-0.095**	-0.025
$SIZE_{i,t}$									1	0.298**	0.013
$LEV_{i,t}$										1	0.101**
$GRO_{i,t}$											1

จากตารางที่ 3 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรแต่ละคู่มีความสัมพันธ์กันเองอยู่ในระดับ มีค่าระหว่าง -0.302 ถึง 0.648 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ไม่สูงเกินไป ที่ส่งผลกระทบต่อผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ เนื่องจาก Shrestha (2020) กล่าวว่าค่า Pearson Correlation ที่ต่ำกว่า ± 0.8 ไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity และเพื่อให้เกิดความมั่นใจเกี่ยวกับปัญหาดังกล่าว จึงได้พิจารณาค่า VIF จากผลการวิเคราะห์ถดถอยในแต่ละแบบจำลองพบว่า มีค่า VIF น้อยกว่า 5 (Shrestha, 2020) ทุกแบบจำลอง (ตารางที่ 4 และ 5) แสดงว่าตัวแปรอิสระที่ใช้วิเคราะห์ในแบบจำลองไม่มีความสัมพันธ์กันเองสูงเกินไปจนนำไปสู่ปัญหา Multicollinearity สำหรับผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ แสดงในตารางที่ 4 และ 5

ผลการวิเคราะห์การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการและความมีเสถียรภาพกำไร

สำหรับผลการวิเคราะห์ถดถอยในการทดสอบว่า การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไรหรือไม่ เมื่อพิจารณาตามแบบจำลองที่ 1 และแบบจำลองที่ 3 แสดงในตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ถดถอยของการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับความมีเสถียรภาพกำไร

	Model 1 NI				Model 3 EPS				
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	
<i>Constant</i>	0.110***	0.000	0.111**	0.000	<i>Constant</i>	-3.292***	0.000	-2.888***	0.000
$NI_{i,t}$	0.663***	0.000	0.642***	0.000	$EPS_{i,t}$	0.715***	0.000	0.645***	0.000
$CGD_{i,t}$	0.002	0.374	-0.001	0.717	$CGD_{i,t}$	0.084	0.343	-0.031	0.734
$NI_{i,t} * CGD_{i,t}$			0.058**	0.016	$EPS_{i,t} * CGD_{i,t}$			0.123***	0.000
<i>Control</i>	Yes		Yes		<i>Control</i>	Yes		Yes	
<i>Industry</i>	Yes		Yes		<i>Industry</i>	Yes		Yes	
<i>Year</i>	Yes		Yes		<i>Year</i>	Yes		Yes	
Adj. R ²	43.85%		43.92%		Adj. R ²	53.99%		54.34%	
Sig. F	163.480***		156.152***		Sig. F	245.151***		236.828***	
D.W.	2.013		2.014		D.W.	2.027		2.029	
n	4,162		4,162		n	4,162		4,162	
VIF	1.036-2.384		1.036-2.276		VIF	1.031-2.268		1.032-2.440	

หมายเหตุ * p-value < 0.10, ** p-value < 0.05, *** p-value < 0.01

จากตารางที่ 4 แสดงให้เห็นว่า การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับกำไรในงวดอนาคต ทั้ง 2 Model ใน Model 1 มีค่า Coef. เท่ากับ 0.002 และ p-value เท่ากับ 0.374 และใน Model 3 มีค่า Coef. เท่ากับ 0.084 และ p-value เท่ากับ 0.343 แต่เมื่อพิจารณาตัวแปรผลกระทบร่วม (Interaction Term) พบว่าการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความสัมพันธ์ของกำไรในงวดปัจจุบันกับกำไรในงวดอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้ง 2 Model ซึ่งใน Model 1 มีค่า Coef. เท่ากับ 0.058 และ p-value เท่ากับ 0.016 และใน Model 3 มีค่า Coef. เท่ากับ 0.123 และ p-value เท่ากับ 0.000 จากผลการวิเคราะห์ดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการจะมีประโยชน์ในการช่วยเพิ่มผลกระทบร่วมของกำไรในงวดปัจจุบันที่มีความสัมพันธ์กับกำไรในงวดอนาคต หรือกล่าวได้ว่า การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความมีเสถียรภาพกำไร จึงยอมรับสมมติฐาน H1 การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไร

ผลการวิเคราะห์ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและความมีเสถียรภาพกำไร

สำหรับผลการวิเคราะห์ถดถอยในการทดสอบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไรหรือไม่ เมื่อพิจารณาตามแบบจำลองที่ 2 และแบบจำลองที่ 4 แสดงในตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ถดถอยของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับความมีเสถียรภาพกำไร

	Model 2 NI				Model 4 EPS				
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	
<i>Constant</i>	0.121***	0.000	0.119***	0.000	<i>Constant</i>	-3.046***	0.000	-1.414**	0.044
<i>NI_{i,t}</i>	0.662***	0.000	0.642***	0.000	<i>EPS_{i,t}</i>	0.714***	0.000	0.646***	0.000
<i>CG5_{i,t}</i>	0.006	0.193	0.007	0.144	<i>CG5_{i,t}</i>	0.276*	0.074	-0.138	0.378
<i>CG4_{i,t}</i>	0.007**	0.021	0.000	0.979	<i>CG4_{i,t}</i>	0.010	0.928	-0.230**	0.041
<i>CG3_{i,t}</i>	-0.003	0.311	-0.006	0.100	<i>CG3_{i,t}</i>	0.101	0.350	0.269**	0.014
<i>NI_{i,t}*CG5_{i,t}</i>			-0.030	0.506	<i>EPS_{i,t}*CG5_{i,t}</i>			0.275***	0.000
<i>NI_{i,t}*CG4_{i,t}</i>			0.110***	0.002	<i>EPS_{i,t}*CG4_{i,t}</i>			0.339***	0.000
<i>NI_{i,t}*CG3_{i,t}</i>			0.050	0.117	<i>EPS_{i,t}*CG3_{i,t}</i>			-0.092***	0.000
<i>Control</i>	Yes		Yes		<i>Control</i>	Yes		Yes	
<i>Industry</i>	Yes		Yes		<i>Industry</i>	Yes		Yes	
<i>Year</i>	Yes		Yes		<i>Year</i>	Yes		Yes	
Adj. R ²	43.95%		44.07%		Adj. R ²	54.00%		56.30%	
Sig. F	149.325***		132.162***		Sig. F	223.062***		215.435***	
D.W.	2.014		2.015		D.W.	2.027		2.022	
n	1,462		1,462		n	1,462		1,462	
VIF	1.037-2.390		1.037-2.398		VIF	1.033-2.389		1.033-2.441	

หมายเหตุ * p-value < 0.10, ** p-value < 0.05, *** p-value < 0.01

จากตารางที่ 5 แสดงให้เห็นว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับกำไรในงวดอนาคตแตกต่างกัน เนื่องจากใน Model 2 พบเพียงคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ระดับ 4 คะแนน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความมีเสถียรภาพกำไร เนื่องจากมีผลกระทบร่วม (Interaction Term) ในเชิงบวกกับกำไรในงวดปัจจุบันที่มีความสัมพันธ์กับกำไรในงวดอนาคต มีค่า Coef. เท่ากับ 0.110 และ p-value เท่ากับ 0.002 ส่วนคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ระดับ 3 และ 5 คะแนนไม่มีผลกระทบร่วมในความสัมพันธ์กับกำไรในงวดอนาคต

นอกจากนี้ ผลการวิจัยใน Model 4 พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการในแต่ละระดับคะแนน 4 และ 5 มีผลกระทบร่วม (Interaction Term) เชิงบวกในความสัมพันธ์ของกำไรสุทธิต่อหุ้นในงวดปัจจุบันที่มีความสัมพันธ์กับกำไรสุทธิต่อหุ้นในงวดอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับ 4 คะแนน มีผลกระทบร่วมมากที่สุด เนื่องจากมีค่า Coef. เท่ากับ 0.339 และ p-value เท่ากับ 0.000 รองลงมาคือ ระดับ 5 คะแนน มีค่า Coef. เท่ากับ 0.275 และ p-value เท่ากับ 0.000 แต่ในทางตรงข้ามพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับ 3 คะแนน มีผลกระทบร่วมเชิงลบในความสัมพันธ์ของกำไรสุทธิต่อหุ้นในงวดปัจจุบันที่มีความสัมพันธ์กับกำไรสุทธิต่อหุ้นในงวดอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ มีค่า Coef. เท่ากับ -0.092 และ p-value เท่ากับ 0.000

จากผลการวิเคราะห์ดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจะมีประโยชน์ ในการช่วยเพิ่มความสัมพันธ์ของกำไรในงวดปัจจุบันที่มีต่อกำไรในงวดอนาคต หรือกล่าวได้ว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความมีเสถียรภาพกำไร โดยเฉพาะคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ระดับ 4 คะแนน ที่ให้ผลการวิจัยสอดคล้องกันทั้ง 2 Model จึงยอมรับสมมติฐาน H2 ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไร

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับความมีเสถียรภาพกำไร และศึกษาความสัมพันธ์ของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับความมีเสถียรภาพกำไร โดยผลการวิจัยครั้งนี้พบว่า การเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแสดงให้เห็นว่า บริษัทที่ได้รับการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สะท้อนถึงคุณภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีอาจช่วยเพิ่มคุณภาพกำไรในบริบทของประเทศไทย ผลของงานวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Melgarejo (2019) ที่พบว่า การกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความมีเสถียรภาพกำไรในประเทศเปรู ซึ่งสะท้อนถึงประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการ และยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ji et al. (2015) ที่พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีผลกระทบเชิงบวกกับคุณภาพกำไร และ Hodgson et al. (2011) ที่พบว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน

นอกจากนี้ ผลการวิจัยครั้งนี้ยังพบว่า ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความมีเสถียรภาพกำไร โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ 4 คะแนน เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ระดับ 4 คะแนน (ดีมาก) ถือว่าอยู่ในระดับที่มีความเพียงพอต่อการเพิ่มความมีเสถียรภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Melgarejo (2019) และส่งเสริมงานวิจัยอื่นที่ชี้ให้เห็นว่า การดำเนินงานตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความเกี่ยวข้องกับความสามารถในการทำกำไรและคุณภาพของกำไร (Hodgson et al., 2011; Ji et al., 2015)

ทั้งนี้ งานวิจัยนี้ไม่พบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับ 3 คะแนน มีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไร ซึ่งอาจเทียบเคียงได้กับงานวิจัยในอดีตของไทยที่ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญของคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับ 3 คะแนนกับความสัมพันธ์ของงบการเงิน (Boonlert-U-Thai et al., 2019) และ Tobin's Q (Ngamchom, 2018) จึงอาจตีความได้ว่า การได้คะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับ 3 คะแนน ยังไม่สามารถมีประโยชน์ต่อข้อมูลกำไรส่วนในกรณีที่งานวิจัยนี้ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญสำหรับการกำกับดูแลกิจการในระดับ 5 คะแนน (ดีเลิศ) นั้น

อาจเนื่องมาจากตัวอย่างที่ได้รับผลประเมินในระดับ 5 คะแนนที่ใช้ในงานวิจัยนี้ มีจำนวนค่อนข้างน้อยเกินไป (คิดเป็น 11.34%) จึงทำให้ผลกระทบของระดับ 5 คะแนนยังไม่มีความสัมพันธ์ที่ชัดเจนเพียงพอ ซึ่งเทียบเคียงได้กับงานวิจัยของ Tangjitprom (2014) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ในกลุ่มบริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ระดับ 5 คะแนน กับ การจัดการกำไร

งานวิจัยนี้แสดงให้เห็นถึงประโยชน์ของการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่อความมีเสถียรภาพกำไร ซึ่งยังไม่พบหลักฐานในอดีตเกี่ยวกับเรื่องดังกล่าวในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น นักลงทุนหรือผู้มีส่วนได้เสียควรนำประเด็นของการเปิดเผยคะแนนการกำกับดูแลกิจการเป็นข้อมูลสนับสนุนในการตัดสินใจ เช่น การซื้อ ขาย หรือถือเงินลงทุน เป็นต้น นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังได้ให้หลักฐานเพิ่มเติมกับหน่วยงานกำกับดูแล เกี่ยวกับประโยชน์ของการประเมินผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งมีความสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพกำไร

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัดในการวิจัย 2 ประการ ประการแรก การศึกษาครั้งนี้ไม่ได้แยกแสดงการศึกษา เป็นรายอุตสาหกรรม ซึ่งมีความแตกต่างกันในรูปแบบการดำเนินธุรกิจ (Business Model) และอาจให้ผลการวิจัยที่ ขัดแย้งหรือสอดคล้องกับงานวิจัยที่พบในครั้งนี้ และประการที่ 2 การศึกษาครั้งนี้ มุ่งสนใจศึกษาเพียงความสัมพันธ์ระหว่าง คะแนนการกำกับดูแลกิจการกับความมีเสถียรภาพกำไรที่สะท้อนคุณภาพกำไรเท่านั้น โดยไม่ได้พิจารณาถึงแบบจำลอง คุณภาพกำไรอื่น ๆ เช่น คุณภาพของรายการคงค้าง (Accruals Quality) ความสม่ำเสมอของกำไร (Earnings Smoothing) หรือความสามารถของข้อมูลกำไรในการพยากรณ์ (Earnings Predictability) เป็นต้น ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตควรนำ ข้อจำกัดที่พบจากการวิจัยนี้ไปศึกษาเพิ่มเติม เพื่อศึกษาเกี่ยวกับระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไรใน มิติอื่น

REFERENCES

- Bhagat, S., Bolton, B., & Romano, R. (2008). The Promise and Peril of Corporate Governance Indices. *Columbia Law Review*, 108(8), 1803–1882.
- Boonlert-U-Thai, K., Phakdee, A., & Srijunpetch, S. (2019). The Effect of Corporate Governance Score and Board Characteristics on Financial Reporting Timeliness. *Journal of Accounting Profession*, 15(48), 5–30.
- Charoenkijjarukorn, P. (2017). Corporate Governance Scores and Roles of Determinants in Firm Values of the Companies Listed in Thailand. *MUT Journal of Business Administration*, 14(1), 1–24.
- Choi, J., & Wong, T. J. (2007). Auditors' Governance Functions and Legal Environments: An International Investigation. *Contemporary Accounting Research*, 24(1), 13–46.
- Dawar, V. (2014). Earnings Persistence and Stock Prices: Empirical Evidence from an Emerging Market. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 12(2), 117–134.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2–3), 344–401.
- Fatma, N., & Hidayat, W. (2020). Earnings Persistence, Earnings Power, and Equity Valuation in Consumer Goods Firms. *Asian Journal of Accounting Research*, 5(1), 3–13.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967–1010.
- Frankel R., & Litov, L. (2009). Earnings Persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 47(1), 182–190.
- Haß, L. H., Johan, S., & Schweizer, D. (2016). Is Corporate Governance in China Related to Performance Persistence?. *Journal of Business Ethics*, 134(4), 575–592.
- Herrmann, D. R., Pornupatham, S., & Vichitsarawong, T. (2008). The Impact of the Asian Financial Crisis on Auditors' Conservatism. *Journal of International Accounting Research*, 7(2), 43–63.
- Hodgson, A., Lhaopadchan, S., & Buakes, S. (2011). How Informative is the Thai Corporate Governance Index? A financial approach. *International Journal of Accounting and Information Management*, 19(1), 53–79.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Ji, X., Ahmed, K., & Lu, W. (2015). The Impact of Corporate Governance and Ownership Structure Reforms on Earnings Quality in China. *International Journal of Accounting & Information Management*, 23(2), 169–198.
- Kosanlawit, T., & Ugsornwong, K. (2019). Relationship between Corporate Governance and Market Value of Firms: A Case Study of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment. *Journal of Management Science, Ubon Ratchathani University*, 8(15), 82–99.

- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- Larcker, D., Richardson, S., & Tuna, I. (2007). Corporate Governance, Accounting Outputs, and Organizational Performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963–1008.
- Lev, B. (1983). Some Economic Determinants of Time-series Properties of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 5(1), 31–48.
- Meepramool, M., & Srijunetch, S. (2021). Does Participating in Corporate Governance Program Increase Firm Value?. *Journal of Federation of Accounting Professions*, 3(8), 46–62.
- Melgarejo, M. (2019). The Impact of Corporate Governance on Earnings Quality: Evidence from Peru. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 9(4), 527–541.
- Ngamchom, W. (2018). Opportunistic or Beneficial Earnings Management of Good Corporate Governance Score Enterprises in Thailand. *Thammasat Economic Journal*, 36(2), 52–78.
- Phongkasem, M., Attarit, T., & Jangkloy, U. (2021). The Moderating Effect of Corporate Governance Scores on the Relationship among Book Value, Earnings and Stock Prices: The Stock Exchange of Thailand. *KKBS Journal of Business Administration and Accountancy*, 5(3), 97–116.
- Pirveli, E. (2020). Earnings Persistence and Predictability within the Emerging Economy of Georgia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(3), 563–589.
- Promtong, N., & Kultangwatana, W. (2021). Value Relevance of Fair Value Hierarchy Information and the Impact of Corporate Governance Scores on Stock Price. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal Humanities and Social Sciences*, 41(3), 56–72.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings Quality. *Accounting Horizons*, 17(1), 97–110.
- Shrestha, N. (2020). Detecting Multicollinearity in Regression Analysis. *American Journal of Applied Mathematics and Statistics*, 8, 39–42.
- Srijunetch, S. (2012). Corporate Governance Assessment. *Journal of Business Administration*, 35(134), 1–4.
- Supapattarapohn, B. (2018). The Impact of Corporate Governance Scores on The Firm Performance of Listed Companies on The Stock Exchange of Thailand. *Journal of Suvarnabhumi Institute of Technology*, 4(2), 171–190.
- Tangjitprom, N. (2014). The Effect of Earnings Management and Corporate Governance in Thai Market. CMRI Working Paper 01/2014, Capital Market Research Institute, The Stock Exchange of Thailand. Retrieved from https://classic.set.or.th/th/setresearch/research/files_working_paper/2014.01_CMRI_Working_Paper.pdf

- Thai Institute of Directors. (2019). *Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2019 Thai Institute of Directors Association*. Retrieved from <http://www.thai-iod.com/en/projects-2.asp>.
- Thai Institute of Directors. (2018). *Presentation CGR 2018*. Retrieved from <http://www.thai-iod.com/en/projects-2.asp>.
- The Securities and Exchange Commission. (2009). *Annual Report 2009*. Retrieved from <https://www.sec.or.th>.
- The Stock Exchange of Thailand. (2010). *SET Update*. Retrieved from <https://www.set.or.th>.
- Vichitsarawong, T., & Pornupatham, S. (2015). Do Audit Opinions Reflect Earnings Persistence?. *Managerial Auditing Journal*, 30(3), 244–276.
- Yu, M. (2011). Analyst Recommendations and Corporate Governance in Emerging Markets. *International Journal of Accounting and Information Management*, 19(1), 34–52.
- Zhuang, J., Edwards, D., Webb, D., & Capulong, M. V. (2000). *Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*. Vol. 1, Asian Development Bank Publishing, Manila.

