



รายงานการวิจัย  
เรื่อง

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
FACTORS AFFECTING PERFORMANCE AND STOCK RETURNS OF LISTED  
COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

จิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์

งานวิจัยนี้ได้รับทุนอุดหนุนการวิจัยจากมหาวิทยาลัยศรีปทุม  
ปีการศึกษา 2560

## กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยฉบับนี้ สำเร็จลุล่วงด้วยความกรุณาอย่างยิ่งจากผู้ทรงคุณวุฒิ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สารพัด ได้ให้คำปรึกษา ข้อเสนอแนะ ทั้งแก้ไขประเด็นต่าง ๆ ของการทำวิจัยเป็นอย่างดียิ่งตลอดมา ผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

พร้อมกันนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณผู้บริหาร คณะกรรมการพัฒนางานวิจัย ของมหาวิทยาลัย ศรีปทุมที่มอบทุนงานวิจัยฉบับนี้ และได้กรุณาให้คำปรึกษา แนะนำและแก้ไข อย่างดียิ่งตลอดมา

ขอขอบพระคุณครอบครัว เพื่อน ๆ คณาจารย์และเจ้าหน้าที่คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม ทุก ๆ ท่าน ในการช่วยเหลือและเป็นกำลังใจที่ดีเสมอมา

ความมีคุณค่าและประโยชน์อันพึงเกิดจากงานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยขอมอบเป็นเครื่องบูชา พระคุณของบิดา มารดา ครูอาจารย์ และผู้มีพระคุณทุกท่านด้วยความเคารพ

ฐิตาภรณ์ สีนจรรยาศักดิ์

ผู้วิจัย

พฤษภาคม 2565

หัวข้อวิจัย : ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ผู้วิจัย : นางสาวฐิติภรณ์ สีนจรรยาศักดิ์  
หน่วยงาน : คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม  
ปีที่พิมพ์ : พ.ศ. 2565

---

### บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรสุทธิ และศึกษาผลการดำเนินงานส่งผลกระทบต่อ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติและอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2560-2564 จำนวน 230 บริษัท ใช้วิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณทดสอบสมมติฐาน

ผลการวิจัย พบว่าความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และ การกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น แตกต่างกัน และ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือ ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

คำสำคัญ : ผลการดำเนินงาน ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ผลตอบแทนเกินปกติ

Research Title : Factors Affecting Performance and Stock Returns  
of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand  
Name of Researcher : Miss Titaporn Sincharoonsak  
Name of Institution : School of Accountancy, Sripatum University  
Year of Publication : B.E. 2565

---

### ABSTRACT

The purpose of this research was to study the factors affecting the performance of return on assets, return on equity and net profit margin. In addition, it will also study the performance which affects stock return in abnormal returns and cumulative abnormal returns of listed company in the Stock Exchange of Thailand. The samples, used in research, are the companies listed on the Stock Exchange of Thailand during the year 2017-2021, totaling 230 companies. They are used for statistical analysis through the multiple regression analysis test hypotheses.

The results of the analysis found that social responsibility, disclosure and transparency, taxation, auditing, financial risk and corporate governance make return on assets, return on equity and net profit margin different. Return on assets and return on equity affect the abnormal returns and cumulative abnormal returns statistically and significantly.

**Keywords :** performance , stock returns, Abnormal returns

## สารบัญ

บทที่	หน้า
<b>1 บทนำ</b> .....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
คำถามการวิจัย.....	2
สมมติฐานการวิจัย.....	3
ขอบเขตการวิจัย .....	4
นิยามศัพท์ .....	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ .....	5
กรอบแนวความคิด.....	6
 <b>2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง</b> .....	 8
แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง .....	8
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	21
 <b>3 ระเบียบวิธีการวิจัย</b> .....	 28
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	28
การเก็บรวบรวมข้อมูล .....	30
ตัวแปรและการวัดค่าที่ใช้ในการวิจัย .....	30
สถิติที่ใช้ในการวิจัย .....	34

## สารบัญ(ต่อ)

บทที่	หน้า
4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล .....	35
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น .....	35
ผลการตรวจสอบข้อมูล .....	36
ผลการทดสอบสมมติฐาน .....	40
5 สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	48
สรุปผลการวิจัย .....	48
การอภิปรายผล.....	50
ข้อจำกัดในงานวิจัยและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต .....	53
บรรณานุกรม.....	57
ประวัติย่อผู้วิจัย .....	63

## สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
1	ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน .....	37
2	การวิเคราะห์ค่าความทนทาน (Tolerance) และค่า VIF .....	38
3	การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน .....	39
4	ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์..	41
5	ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทน ส่วนของผู้ถือหุ้น.....	43
6	ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตรากำไรสุทธิ.....	44
7	ผลการดำเนินงานส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ .....	45
8	ผลการดำเนินงานส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม .....	46

## สารบัญภาพประกอบ

### ภาพประกอบ

### หน้า

- 1 กรอบแนวความคิด ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและ  
ผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย .....

6



# บทที่ 1

## บทนำ

### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การวิจัยในตลาดทุน นักลงทุนและนักวิเคราะห์หลักทรัพย์จะรวบรวมข้อมูลข่าวสารที่ประกาศในตลาดหลักทรัพย์และจากแหล่งข้อมูลอื่นมาใช้ประเมินการซื้อขายหลักทรัพย์ นักวิจัยทางบัญชีให้ความสำคัญกำไรทางบัญชี เมื่อธุรกิจประกาศกำไร ผลตอบแทนหลักทรัพย์จะปรับตัวไปตามทิศทางของกำไร ทำให้นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ตอบสนองต่อข่าวสาร เป็นเพราะกำไรทางบัญชี ณ งวดปัจจุบัน สามารถใช้เป็นตัวแทนในการประมาณกำไรทางบัญชีในอนาคต (Anderson,1992) ผลการวิจัยยอคิดนำแนวคิดและทฤษฎีทางการเงินมาประยุกต์ใช้กับการศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีและปัจจัยอื่น เพื่ออธิบายปรากฏการณ์ในการคาดคะเนเหตุการณ์ในอนาคต หากพบว่าเหตุการณ์ในอนาคตมีผลกระทบต่อประโยชน์ทางเศรษฐกิจของผู้ใช้รายงานทางการเงิน การนำเสนอข้อมูลดังกล่าวจะส่งผลต่อการตัดสินใจ

การศึกษาปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม ได้รับความสนใจสำหรับการดำเนินธุรกิจในปัจจุบัน เป็นเครื่องมือในการสื่อสารข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทให้กลุ่มผู้มีส่วนเกี่ยวข้องได้รับทราบ Blowfield & Frynas, (2005) กล่าวว่า การรายงานข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทต่อสาธารณชน สามารถทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น และสร้างความยั่งยืนให้กับบริษัท การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใสในรายงานทางการเงิน เป็นองค์ประกอบสำคัญในการให้ข้อมูลข่าวสารแก่ผู้ถือหุ้น นักลงทุน ผู้เกี่ยวข้อง ทราบถึงฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน นโยบายการบริหารงาน และปัจจัยด้านภาษีอากรที่มีการเปิดเผยในรายงานทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของธุรกิจ (Hu,1998) อีกทั้งการรายงานของผู้สอบบัญชี ในการแสดงความเห็นความถูกต้อง ครบถ้วนของข้อมูลมีความสำคัญต่อนักลงทุน การศึกษาปัจจัยด้านความเสี่ยงทางการเงิน แสดงถึงสภาพทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ อีกทั้งผลงานวิจัยของ Kallunki, Martikainen and Martikainen (1998) พบว่า ผลการดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการคาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุน

การวิจัยเกี่ยวกับตลาดทุนมีผู้ศึกษาจำนวน ซึ่งผลการศึกษจะเป็นประโยชน์กับประเทศที่ต้องการระดมเงินลงทุนจากต่างประเทศ นำผลการวิจัยไปกำหนดแนวทางปฏิบัติทางบัญชี รายงานประจำปี การเปิดเผยข้อมูล เพื่อให้ได้ข้อมูลที่ต้องการ ครบถ้วน และเหมาะสมกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจและความต้องการของผู้ลงทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญของการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียน เพื่อให้มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุน ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษา ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พร้อมทั้งมีการควบคุมความแตกต่างของแต่ละกิจการหรืออุตสาหกรรม ที่ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงหรือสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ด้วยตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไร อีกทั้งการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยสนใจศึกษา ผลการดำเนินงาน ส่งผลต่อ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ผลการวิจัยเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนารายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้มีประสิทธิภาพ

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์ของการวิจัย 2 ประเด็น คือ

1. ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรสุทธิ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ศึกษาผลการดำเนินงานส่งผลกระทบต่อ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติและอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### คำถามการวิจัย

1. ปัจจัยด้าน ความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตรากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือไม่ อย่างไร

2. ผลการดำเนินงาน อัตราด้านผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตรากำไรสุทธิ ส่งผลกระทบต่อ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือไม่ อย่างไร

### สมมติฐานการวิจัย

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบสมมติฐาน ดังต่อไปนี้

**สมมติฐานที่ 1** ปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

**สมมติฐานที่ 2** ปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

**สมมติฐานที่ 3** ปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตรากำไรสุทธิ

**สมมติฐานที่ 4** ผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และด้านอัตรากำไรสุทธิ ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

**สมมติฐานที่ 5** ผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และด้านอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

## ขอบเขตของการวิจัย

ขอบเขตของการวิจัย มุ่งเน้นศึกษาในประเด็น ดังนี้

1. ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีวันสิ้นสุดบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อนปี พ.ศ. 2559 ต้องมีสถานดำรงอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อให้ได้ข้อมูลในการวัดค่าตัวแปรต่าง ๆ อย่างครบถ้วนและการเปรียบเทียบผลการวิจัยได้
2. ต้องเป็นบริษัทที่ไม่ถูกจัดประเภทให้อยู่ในกลุ่มบริษัทที่กำลังฟื้นฟูกิจการ เพื่อเป็นประโยชน์ในการจัดเก็บข้อมูล เพราะบริษัทในกลุ่มดังกล่าวนี้จะไม่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา และกลุ่มบริษัทที่อยู่ในการฟื้นฟูกิจการอาจจะเป็นตัวแทนของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่ดีเนื่องจากสถานะของธุรกิจไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุน
3. ต้องเป็นบริษัทที่ไม่ถูกขึ้นเครื่องหมาย H (trading hall) หรือ SP (trading suspension) จากตลาดหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลาที่ศึกษาและช่วงประมาณค่า เพราะเครื่องหมายดังกล่าวจะเป็นการงดการซื้อขาย ซึ่งทำให้ไม่มีข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์
4. ศึกษาบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชี 12 เดือน และมีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ของแต่ละปี เพื่อความสม่ำเสมอและใช้ในการเปรียบเทียบกันได้
5. ศึกษาข้อมูลในรายงานประจำปี และข้อมูลราคาหลักทรัพย์ ระหว่างปี พ.ศ. 2560-2564 รวม 5 ปี

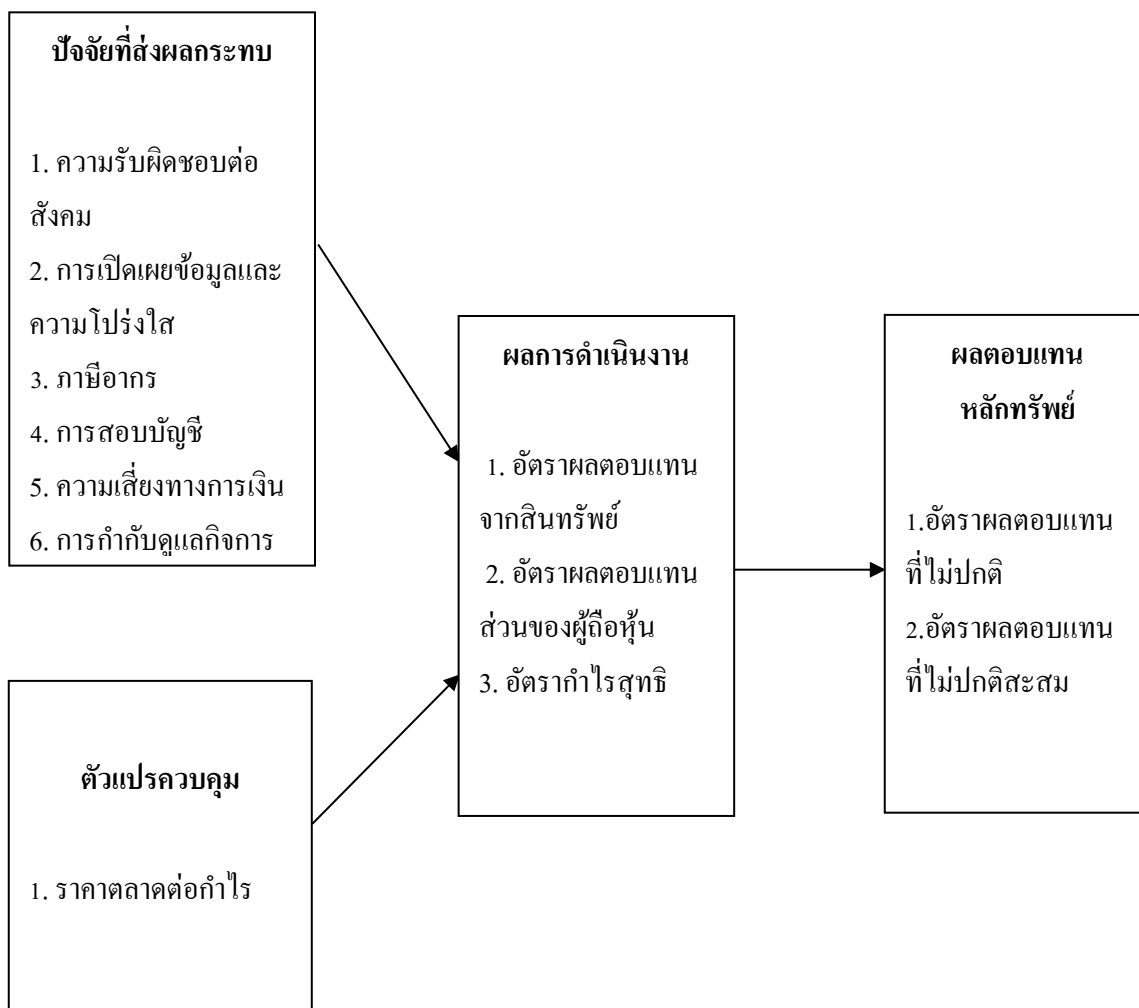
## นิยามศัพท์

1. รายงานประจำปี หมายถึง ข้อมูลสำคัญทางการเงิน ข้อมูลการจัดการ การกำกับดูแลกิจการ รายงานผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน รายงานโดยงบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้น งบกระแสเงินสด หมายเหตุประกอบงบการเงิน ข้อมูลทั่วไปและข้อมูลสำคัญอื่น
2. บริษัทจดทะเบียน หมายถึง องค์กรธุรกิจจัดตั้งขึ้นด้วยการแบ่งทุนเป็นหุ้น มีมูลค่า เท่าๆ กัน จัดตั้งขึ้นตาม พ.ร.บ. บริษัทมหาชน พ.ศ. 2535 และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังดำเนินการและรายงานผลการดำเนินงานในปี พ.ศ. 2560-2564
3. การกำกับดูแลกิจการ หมายถึง การกำกับดูแลกิจการที่เป็นไปเพื่อการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน และสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน

## ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ผลการวิจัยเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแลกิจการตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์ สามารถนำไปกำหนดแนวปฏิบัติให้บริษัทเปิดเผยข้อมูล เพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ ซึ่งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแลวิชาชีพบัญชี สามารถนำไปพัฒนาและปรับปรุงมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการสอบบัญชีให้เหมาะสมกับธุรกิจตามสภาพการณ์ของประเทศไทย เพื่อสะท้อนให้เห็นฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานทางเศรษฐกิจ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ
3. ประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน สามารถนำไปวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อใช้ในการบริหารงาน การตัดสินใจได้อย่างเหมาะสม
4. ผู้จัดทำงบการเงิน ข้อมูลที่จัดทำเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน ความคุ้มค่าในการจัดทำข้อมูล และเป็นแนวทางในการรายงานข้อมูลให้มีความโปร่งใส ถูกต้อง เพื่อให้ นักลงทุนเข้าใจนำไปตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างถูกต้องและเหมาะสม
5. ประโยชน์ต่อนักวิจัยและผู้สนใจทั่วไป ในการศึกษา ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## กรอบแนวความคิด



ภาพ 1 กรอบแนวความคิด ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สรุป บทนี้ ได้แสดงถึงความสำคัญของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลงานวิจัยในอดีตของต่างประเทศและในประเทศได้แสดงหลักฐานว่าเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษา 2 ประเด็น เพื่อเป็นประโยชน์ด้านวิชาการและวิชาชีพหรือการนำไปใช้ปฏิบัติ ทั้งการอธิบายปรากฏการณ์ที่เกี่ยวกับตลาดทุน ประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หน่วยงานสภาวิชาชีพบัญชี สมาคมและองค์กรที่เกี่ยวข้อง การวิจัยครั้งนี้เป็นหลักฐานสนับสนุนความมีคุณค่าของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ และเพื่อพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทย รวมทั้งเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนารายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

## บทที่ 2

### วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัยทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ทั้งแนวคิดทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ของ การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง มีดังต่อไปนี้

#### แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 1. ข้อมูลในรายงานประจำปี

การจัดทำรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการควบคุมดูแลภายใต้คณะกรรมการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีการกำหนดแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน หลักเกณฑ์เงื่อนไข และวิธีการรายงานการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ซึ่งภายในมีการกำหนดรายละเอียดการจัดทำและนำส่งรายงานประจำปี โดยบริษัทจดทะเบียนต้องจัดทำและนำส่งรายงานประจำปี (แบบ 56-2) ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย องค์ประกอบที่สำคัญในรายงานประจำปี ประกอบด้วย (เมฆากุล เกียรติกระจาย และศิลปพร ศรีจันทเพชร, 2547)

(1) ข้อมูลที่สำคัญโดยสรุปของกิจการ ได้แก่ ชื่อกิจการ ประเภทธุรกิจ สถานที่ตั้ง ข้อมูลเกี่ยวกับกิจการที่เกี่ยวข้องกัน ข้อมูลเกี่ยวกับคณะกรรมการบริหาร และผู้บริหารของกิจการ

(2) รายงานของผู้บริหาร ได้แก่ สารจากประธานกรรมการ ซึ่งกล่าวถึงผลการดำเนินงาน และพัฒนาการที่สำคัญในรอบปีที่ผ่านมาของกิจการ การวางแผนเกี่ยวกับการขยายงานของกิจการ ในงวดหน้าหรืองวดต่อไป การประมาณผลตอบแทนจากรายจ่ายประเภททุนและการวิจัย รวมถึงทิศทางและแผนงานในอนาคตของกิจการโดยสรุป

(3) การกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ ข้อมูลที่แสดงถึงบทบาทและหน้าที่ของคณะกรรมการของบริษัทรายงานจากคณะกรรมการตรวจสอบ ข้อมูลที่แสดงถึงภารกิจและหน้าที่ของคณะกรรมการ



รวมถึงกิจกรรมที่ทำในรอบปี เพื่อส่งเสริมให้บริษัทมีการกำกับดูแลและระบบการควบคุมภายในที่มีประสิทธิภาพและมีรายงานทางการเงินที่เชื่อถือได้

(4) รายงานของผู้สอบบัญชี ซึ่งเป็นรายงานของผู้สอบบัญชีรับอนุญาตที่แสดงความเห็นต่องบการเงินของกิจการ

(5) งบการเงิน เป็นข้อมูลเกี่ยวกับงบการเงินในรอบบัญชี เช่น งบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบกระแสเงินสด งบแสดงการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้น หมายเหตุประกอบงบการเงิน และนโยบายบัญชีของกิจการ ซึ่งจัดทำขึ้นตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป

(6) รายงานและการวิเคราะห์ของฝ่ายบริหารได้แก่ การวิเคราะห์ผลการดำเนินงานเพื่อให้ผู้ใช้ข้อมูลเข้าใจถึงการเปลี่ยนแปลง ที่เกิดขึ้นในการดำเนินธุรกิจ เช่น การวิเคราะห์ผลกระทบและแนวโน้มของเศรษฐกิจ ภาพรวมของอุตสาหกรรม การวิเคราะห์ผลการดำเนินงานในงวดบัญชี บทรายงานและการวิเคราะห์ฐานะการเงิน เพื่ออธิบายโครงสร้างทางการเงิน นโยบายด้านการเงิน และการเปลี่ยนแปลงฐานะทางการเงินของกิจการ

(7) รายงานความรับผิดชอบต่อสังคม ได้แก่ นโยบายหรือกิจกรรมที่กิจการได้ดำเนินการซึ่งแสดงถึงความรับผิดชอบต่อสังคม เช่น การรักษาสภาพแวดล้อม การประหยัดพลังงาน และการสร้างความเป็นธรรมในการดำเนินธุรกิจ เป็นต้น

## 2. แนวคิดเกี่ยวกับตัวแบบตลาดทุน

การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีแนวคิดที่เกี่ยวข้อง ดังนี้ (Evans & Archer, 1968)

1. ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ นักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์จะทำการประเมินผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ เปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องของการลงทุนในแต่ละทางเลือก จากลักษณะของนักลงทุน โดยทั่วไปถูกสมมติว่าเป็นผู้ที่ต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงและมีเหตุผล ดังนั้น นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มี 2 ประเภท คือ นักลงทุนระยะสั้นกับนักลงทุนระยะยาว โดยผลตอบแทนที่นักลงทุนในระยะยาวมุ่งหวังจะอยู่ในรูปของเงินปันผล แต่เนื่องจากภาวะความไม่แน่นอนของผลตอบแทนในทั้งสองกรณีที่นักลงทุนได้รับอาจแตกต่างกันไปจากผลตอบแทนที่คาดหวัง เรียกว่า ความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนมี 2 ลักษณะ คือ ความเสี่ยงเนื่องจากลักษณะเฉพาะของกิจการ หมายถึง ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ และความเสี่ยงเนื่องจากภาวะทางการตลาด หมายถึง ความเสี่ยงที่เป็นระบบ

ความเสี่ยงเนื่องจากลักษณะเฉพาะของกิจการ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากความสามารถของผู้บริหารของกิจการ ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน นโยบายการเงิน การผลิต การตลาด กลยุทธ์ที่ใช้ในการฟ้องร้องคดีและเหตุการณ์อื่น ที่เกิดขึ้นกับกิจการใดกิจการหนึ่งโดยเฉพาะ เนื่องจากเหตุการณ์เหล่านี้เป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเป็นครั้งคราวและเหตุการณ์ที่ไม่ดีจากกิจการหนึ่งจะถูกชดเชยด้วยเหตุการณ์ที่ดีของอีกกิจการหนึ่ง ดังนั้น ผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อความเสี่ยงในการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์จึงสามารถจัดให้หมดได้โดยการกระจายการลงทุนไปในแต่ละหลักทรัพย์ในทางตรงกันข้ามความเสี่ยงเนื่องจากภาวะทางการตลาดเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยต่าง ๆ ซึ่งมีผลกระทบต่อทุกกิจการอย่างเป็นระบบ เช่น เมื่อเกิดสงครามจะมีผลทำให้ภาวะเศรษฐกิจเกิดการถดถอยและระดับอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดจะสูงขึ้น เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้ในทางลบ ดังนั้น ความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้ไม่อาจจัดให้หมดไปได้โดยการกระจายการลงทุน ไม่ว่าจะความเสี่ยงของผลตอบแทนจะมาจากแหล่งใดก็ตาม เพื่อเพิ่มความมั่นใจแก่นักลงทุนในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ให้ได้ผลตอบแทนสูงสุด โดยที่ความเสี่ยงอยู่ในระดับต่ำสุด จึงจำเป็นต้องมีการประเมินหรือวัดค่าความเสี่ยงของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์โดยอาศัยการวิเคราะห์ข้อมูลผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หรือการศึกษาปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่อาศัยข้อมูลทางบัญชีเป็นองค์ประกอบสำคัญ สามารถสรุปความเสี่ยงได้ดังนี้

1.1 ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risks) เป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ หรือไม่มีใครสามารถควบคุมได้ กล่าวคือ ความผันผวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของกิจการเมื่อเทียบกับความผันแปรของผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ ซึ่งความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง ขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ต่าง ๆ ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผลจากปัจจัยทางการเมือง ปัจจัยทางด้านสังคม และการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ เช่น การเปลี่ยนแปลงรัฐบาล การลดค่าเงินบาท การขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ย เป็นต้น โดยที่ราคาของหลักทรัพย์ต่าง ๆ ส่วนใหญ่จะเคลื่อนไหวไปตามปัจจัยเหล่านี้ หากพิจารณาในแง่ของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์จะเห็นว่า ความเสี่ยงประเภทนี้เป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถควบคุมได้และไม่สามารถจัดไปได้โดยการกระจายการลงทุน ทั้งนี้เนื่องจากเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายนอกหรือสภาวะแวดล้อมอื่น ๆ ที่ส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานของธุรกิจ และก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาและผลตอบแทนของการลงทุนของหลักทรัพย์ (Bos & Newbold, 1984)

1.2 ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risks) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายในของกิจการ กล่าวคือ ความผันแปรของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ส่วนที่ไม่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยทั่วไปในตลาด ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัจจัยที่มีผลกระทบต่อกิจการใดกิจการหนึ่งโดยเฉพาะ หรือส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของกิจการนั้นเพียงแห่งเดียว ทำให้กิจการนั้นเปลี่ยนแปลงไปจากกิจการอื่น โดยไม่มีผลกระทบต่อราคาของหุ้นอื่นในตลาด ปัจจัยดังกล่าว ได้แก่ การนัดหยุดงานของแรงงาน ความผิดพลาดด้านการบริหารธุรกิจหรือการเปลี่ยนแปลงทีมผู้บริหาร รวมทั้งความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ไม่มีผลกระทบต่ออุตสาหกรรมและตลาดหลักทรัพย์โดยรวม และเป็นความเสี่ยงที่สามารถจัดให้หมดได้โดยการกระจายการลงทุน (Bowman, 1979)

สำหรับความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบนี้เป็นความเสี่ยงที่นำมาใช้ในการพัฒนาสมมติฐานการวิจัย กล่าวคือ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบสามารถอธิบายด้วยข้อมูลที่ปรากฏในงบการเงิน (Beaver, Paul, & Myron, 1970) เพราะความเสี่ยงดังกล่าวจะมีลักษณะเฉพาะของธุรกิจ หมายถึง มีความเป็นไปได้ที่ข้อมูลทางบัญชีของบริษัทจะสามารถอธิบายความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของบริษัทนั้น ๆ และเมื่อความเสี่ยงดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ หรือข้อมูลที่เปิดเผยในงบการเงินของบริษัทจะอธิบายผลตอบแทนเกินปกติ

2. ตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ การพัฒนาตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (The Capital Asset Pricing Model--CAPM) เริ่มต้นจากการพัฒนาภายใต้สมมติฐานว่า ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดทุนที่แน่นอนและสมบูรณ์ หมายถึง ตลาดทุนที่มีลักษณะ ดังนี้ (Breden, Gibbons, & Litzenberger, 1989) (1) นักลงทุนสามารถรู้จำนวนกระแสเงินสดในอนาคตและปัจจุบันของบริษัทอย่างแน่นอน (2) การลงทุนของนักลงทุนคนใดคนหนึ่งจะไม่มีผลกระทบต่อการลงทุนของนักลงทุนคนอื่น (3) นักลงทุนสามารถกู้ยืมเงินลงทุนกันได้ตามอัตราดอกเบี้ยตลาด (4) ไม่มีต้นทุนในการจัดหาข้อมูลข่าวสารรวมทั้งภาษี และ (5) นักลงทุนทุกคนเป็นคนที่มีความเสี่ยงในการตัดสินใจ

ภายใต้ข้อสมมตินี้ มูลค่าของกิจการจะเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ (Brigham & Houston, 2001) ต่อมา Sharpe (1964) ปรับปรุงตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ภายใต้ข้อสมมติว่า ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดทุนที่ไม่แน่นอน สำหรับตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ เป็นตัวแบบที่ใช้กำหนดราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปี โดยกำหนดให้มีการลงทุนในหลักทรัพย์ในวันต้นปี และนักลงทุนจะได้รับกระแสเงินสดจากการลงทุนในวันสิ้นปี ภายใต้ข้อสมมติ ดังนี้ (1) ผลตอบแทนในหลักทรัพย์เท่ากับผลตอบแทนที่คาดหวัง (2) ตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดสมบูรณ์ (3) นักลงทุนเป็นผู้ที่มีเหตุผลและหลีกเลี่ยงความเสี่ยง และมีความ

ต้องการที่ได้รับบรรลประโชชน์จากการลงทุนสูงสุด (4) นักลงทุนอื่น ๆ เป็นผู้ที่มิเผลผล และมีความคาดหวังในอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในลักษณะเดียวกัน (5) หลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงในตลาด นักลงทุนสามารถกู้ยืมและให้ยืมระหว่างกันในตลาดตอบแทนเท่ากับผลตอบแทนในหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

แนวคิดในการพัฒนาตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ภายใต้ข้อสมมติของตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่ไม่แน่นอน กรณีช่วงระยะเวลาการลงทุนมากกว่า 1 ปี ราคาหลักทรัพย์ ณ วันต้นปีจะเท่ากับผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ ซึ่งมีผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นอัตราส่วนลดมูลค่าปัจจุบัน โดยผลตอบแทนที่คาดหวังจะแตกต่างกันในแต่ละปี ซึ่งจุดประสงค์ในการตรวจสอบความสามารถของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนปกติกของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ของนักวิจัยเริ่มแรกมีขึ้นเพื่อสนับสนุนแนวคิดทางการเงิน ซึ่งเป็นหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนใช้ข้อมูลทางบัญชีประเมินราคาหลักทรัพย์ และในการตรวจสอบความสามารถของข้อมูลทางบัญชีกับผลตอบแทนปกติกของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ นักวิจัยใช้ตัวแบบตลาดทุน (Market Model) ของ Sharpe (1964) ในการประมาณค่าผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง หรือเรียกว่า ผลตอบแทนปกติก ซึ่งเป็นตัวแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างผลตอบแทนของบริษัทกับผลตอบแทนของตลาด ซึ่งจะกล่าวในรายละเอียดต่อไป (Abarbanell & Bushee, 1998)

3. กลุ่มหลักทรัพย์และตัวแบบตลาดทุน แนวคิดเกี่ยวกับกลุ่มหลักทรัพย์และการใช้ตัวแบบตลาดทุน สามารถสรุปได้ ดังนี้

3.1 กลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio) หมายถึง การลงทุนในหลักทรัพย์มากกว่า 1 ประเภท และหรือจำนวนของกิจการมากกว่า 1 กิจการ ซึ่งในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นั้น นักลงทุนอาจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์หลายชนิด โดยยึดหลักว่า ยิ่งกระจายการลงทุนไปในหลักทรัพย์อื่นจะช่วยลดความเสี่ยงโดยรวมในการลงทุน (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2544) ซึ่งตามทฤษฎีของ Markowitz กล่าวว่า นักลงทุนที่สนใจลงทุนมีการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลายประเภท เพื่อช่วยลดความเสี่ยง แต่พบว่า ไม่ได้ช่วยลดความเสี่ยงของผลตอบแทนของกลุ่มการลงทุน หากผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละประเภทมีการเปลี่ยนแปลงทิศทางเดียวกัน (Fabozzi & Markowitz, 2012) แนวคิดโดยทั่วไปนักลงทุนจะตัดสินใจโดยยึดตามความมั่งคั่งและความพอใจของตนเป็นหลัก ในทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์สามารถอธิบายบทบาทของข้อมูลทางบัญชีที่จำเป็นสำหรับการตัดสินใจ ในช่วงเวลาหนึ่งนั้นจะมีปัจจัยที่นักลงทุนสนใจ คือ ผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) และความแปรปรวน (Variance of Return) ของหลักทรัพย์ที่สนใจ สำหรับบทบาทของข้อมูลทางบัญชี จะเป็น

การเสริมความเชื่อมั่นของนักลงทุน เช่น ความมั่นใจเกี่ยวกับผลตอบแทนและความเสี่ยงที่คาดการณ์ไว้สำหรับแต่ละกลุ่มลงทุน ดังนั้น บทบาทของข้อมูลจะอยู่ในความผันแปรของปัจจัยจากความเชื่อของนักลงทุน (Pannipa Rodwanna, 1996)

3.2 ตัวแบบตลาดทุน (Market Model) สำหรับตัวแบบตลาดทุนมีข้อสมมติว่านักลงทุนเป็นผู้ที่มีความระมัดระวังเกี่ยวกับความเสี่ยง มุ่งที่ผลระยะสั้นมากกว่าระยะยาว มีความคาดหวังที่จะได้รับอรรถประโยชน์สูงสุด โดยคำนึงถึงผลตอบแทนและความเสี่ยงในการเลือกถือหลักทรัพย์ตามหลักทรัพย์ทั่วไป ตามนัยของตัวแบบตลาดทุน คือ ผลตอบแทนของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงเส้นตรงกับผลตอบแทนของตลาด หรืออีกนัยหนึ่งคือ ปัจจัยมหภาคหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบต่าง ๆ จะสะท้อนอยู่ในรูปของปัจจัยเพียงปัจจัยเดียวคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาด อย่างไรก็ตาม ปัจจัยดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ไม่เท่ากัน ขึ้นอยู่กับความอ่อนไหวของหลักทรัพย์แต่ละตัว (Sensitivity:  $\beta$ ) ต่อปัจจัยนั้น ความอ่อนไหวนั้นได้จากการวิเคราะห์ความถดถอย ดังนี้ Sharpe (1964)

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

โดยที่

$$R_{it} = \text{ผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ ณ เวลา } t$$

$$R_{mt} = \text{ผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา } t$$

$$\alpha_i = \text{ส่วนประกอบของผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ ที่ไม่ขึ้นตรงกับผลตอบแทนโดยรวมของตลาด}$$

$$\beta_i = \text{ค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท } i \text{ เมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาด}$$

$$\varepsilon_{it} = \text{ค่าความผิดพลาด หรือผลต่างระหว่างผลตอบแทนของบริษัทกับผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งถือเป็นผลตอบแทนเกินปกติ}$$

(Abnormal Return)

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยเลือกใช้ตัวแบบตลาดทุน (Market Model) ของ Sharp (1964) ซึ่งเป็นตัวแบบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างผลตอบแทนของบริษัทใดบริษัทหนึ่งกับผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของตลาด โดยใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอยของผลตอบแทนของบริษัทกับผลตอบแทนโดย

เฉลี่ยของตลาด ซึ่งการประมาณค่าพารามิเตอร์ในตัวแบบดังกล่าวจะต้องใช้ข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงก่อน ช่วงระยะเวลานำมาทดสอบการประกาศข้อมูลในงบการเงิน เพื่อนำไปคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) สาเหตุที่ใช้ข้อมูลผลตอบแทนของบริษัทและผลตอบแทนของตลาด จำนวน 60 วัน ก่อนช่วงระยะเวลานำมาทดสอบ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็น ตลาดที่ผันผวนประกอบกับขนาดของตลาดที่มีขนาดเล็ก การเลือกช่วงเวลาเริ่มต้นจะช่วยลดผลกระทบที่เกิดจากปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ซึ่งไม่สามารถขจัดออกได้ (ฐิตาภรณ์ ลินจรรณศักดิ์, 2555; Pannipa Rodwanna, 1996)

ทฤษฎีทางการเงิน ได้แบ่งส่วนประกอบของผลตอบแทนของบริษัทออกเป็น 2 ส่วน คือ ผลตอบแทนจากการลงทุนส่วนที่เป็นระบบ ( $\beta_i R_{mt}$ ) ซึ่งเป็นส่วนที่สะท้อนถึงผลตอบแทนของบริษัทใดบริษัทหนึ่งเปลี่ยนแปลงไปตามผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์อื่น ๆ ในตลาด ( $R_{mt}$ ) และอีกส่วนหนึ่งคือผลตอบแทนจากการลงทุนส่วนที่ไม่เป็นระบบ หรือเรียกว่า ผลตอบแทนส่วนที่เหลือ (Residual Returns) เท่ากับ  $\alpha_i + \epsilon_{it}$  ซึ่งเป็นส่วนของผลตอบแทนที่ไม่เปลี่ยนแปลงไปตามผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์อื่น ๆ ในตลาด ผลตอบแทนที่เป็นระบบของบริษัทจะได้รับผลกระทบจากสภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นผลกระทบโดยรวมต่อหลักทรัพย์ของทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่ผลตอบแทนของบริษัทส่วนที่เหลือ คือ  $\epsilon_{it}$  เป็นผลกระทบจากลักษณะเฉพาะของกิจการนั้น ๆ

ดังนั้น ในการตรวจสอบผลกระทบของปัจจัยของข้อมูลในงบการเงิน จึงกำหนดให้ใช้ผลตอบแทนของบริษัทในส่วนที่เหลือ (Residual Returns) ในช่วงเวลาประกาศข้อมูลในงบการเงิน เป็นค่าวัดในการอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น  $\epsilon_{it}$  (ค่าความคลื่อนในการประมาณผลตอบแทนจากการลงทุนที่คาดหวัง) จึงเป็นตัวแปรที่สะท้อนให้เห็นถึงผลกระทบของข้อมูลที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถคำนวณได้ในแต่ละขั้นตอน ดังนี้

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

โดยที่

$$AR_{it} = \text{ผลตอบแทนเกินปกติของบริษัท } i \text{ เวลา } t$$

$$R_{it} = \text{ผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ เวลา } t$$

$$\alpha_{it} = \text{ผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ เวลา } t \text{ ที่ไม่สามารถอธิบายได้ว่าเกิดขึ้นจากปัจจัยใด}$$

$$\beta_i R_{mt} = \text{ผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ เวลา } t \text{ ที่ผันแปรตามอัตราผลตอบแทนของตลาด}$$

การคำนวณหาผลตอบแทนของบริษัท  $i$  เวลา  $t$  ( $R_{it}$ ) จะคำนวณจากสูตร ดังนี้

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + D_{it}}{P_{it-1}}$$

โดยที่

$R_{it}$  = ผลตอบแทนรายวันบริษัท  $i$  เวลา  $t$

$P_{it}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์ของบริษัท  $i$  เวลา  $t$

$P_{it-1}$  = ราคาปิดหลักทรัพย์ของบริษัท  $i$  เวลา  $t-1$

$D_{it}$  = เงินปันผลของบริษัท  $i$  เวลา  $t$  มีการประกาศจ่าย ณ วันที่ตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย XD ซึ่งหมายถึง ผู้ถือหลักทรัพย์ไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผล

ในกรณีที่มีการแตกหุ้น หรือการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่ผู้ถือหุ้น การให้หุ้นปันผล รายการเหล่านี้จะมีผลต่อการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเกี่ยวข้องกับการคาดคะเนกระแสเงินสดในอนาคตที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ ดังนั้น จึงต้องมีการปรับราคาของหลักทรัพย์ให้เป็นฐานเดียวกันก่อนเพื่อการคำนวณที่ถูกต้อง โดยใช้สูตรการปรับ ดังนี้

$$ACCADJ(t) = \frac{CLSPRC(t-1) * Amount(d) * [1 + Amount(r) + Amount(s)]}{CLSPRC(t-1) + [SUBPRC * Amount(d) * Amount(r)]}$$

$$P_{ADJ} = CLSPRC(t) * ACCADJ$$

โดยที่

$ACCADJ(t)$  = อัตราส่วนที่ใช้ปรับราคาหลักทรัพย์ ณ วัน DTEXDI

$CLSPRC(t-1)$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่  $t-1$

$Amount(d)$  = จำนวนหุ้นใหม่ที่ได้รับ รวมจำนวนหุ้นเดิมที่มีอยู่

$Amount(r)$  = อัตราส่วนการได้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุน ณ วันที่ DTEXDI

$Amount(s)$  = อัตราส่วนของหุ้นปันผลที่ได้รับ ณ วันที่ DTEXDI

$CLSPRC(t)$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่  $t$

DTEXDI = วันที่ตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมายผู้ถือหุ้นใหม่ไม่ได้รับสิทธิต่าง ๆ

SUBPRC = ราคาของการใช้สิทธิ

$P_{ADJ}$  = ราคาหลักทรัพย์ที่ปรับค่าแล้ว

สำหรับการคำนวณค่า  $R_{mt}$  จะคำนวณจากสูตร ดังนี้

$$R_{mt} = \frac{(SI_t - SI_{t-1})}{SI_{t-1}}$$

$R_{mt}$  = ผลตอบแทนโดยรวมของตลาดเวลา  $t$

$SI_t$  = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เวลา  $t$

$SI_{t-1}$  = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด เวลา  $t-1$

ช่วงระยะเวลาที่ใช้ในการประมาณค่าพารามิเตอร์ ( $\alpha$  และ  $\beta$ ) สามารถคำนวณโดยใช้ตัวแบบตลาดทุน ด้วยข้อมูลผลตอบแทนของบริษัท ( $R_{it}$ ) และผลตอบแทนจากการลงทุนของตลาด ( $R_{mt}$ ) ที่เกิดขึ้นจริงในช่วงระยะเวลา 60 วัน ก่อนช่วงที่จะนำมาทดสอบ โดยกำหนดให้วันประกาศข้อมูลทางบัญชีเป็นวันที่ 0 หลังจากนั้นนำค่า ( $\alpha$  และ  $\beta$ ) ที่คำนวณได้ของแต่ละบริษัทไปคำนวณหาค่าผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) จากตัวแบบตลาดทุน จะสามารถแสดงช่วงระยะ  $t$  ได้ดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$t = -60, \dots, -1$

สำหรับการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติ (AR) ณ วันที่ 0 โดยใช้ค่าประมาณของพารามิเตอร์  $\alpha$  และ  $\beta$  จากขั้นที่ 1 โดยตัวแบบการคำนวณ ดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

โดยที่

$AR_{it}$  = ผลตอบแทนเกินปกติของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

$R_{it}$  = ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

$E(R_{it})$  = ผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

จะเห็นได้ว่า ผลตอบแทนเกินปกติของบริษัท ซึ่งคำนวณจากสมการที่ 2 คือค่าความคลาดเคลื่อนของการประมาณค่าผลตอบแทนที่ไม่คาดหวังของบริษัท  $i$  ณ วันที่  $t$



### 3. ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ คือ ผลตอบแทน (Return) จากการลงทุนประเภทใดประเภทหนึ่ง ประกอบด้วยองค์ประกอบ 2 ส่วน ได้แก่ (Sinkey, 2002)

(1) Yield กระแสเงินสดหรือรายได้ ที่ผู้สนใจลงทุนหรือนักลงทุนจะได้รับ ในช่วงของการลงทุน ซึ่งได้รับเป็นเงินสด เงินปันผลหรือดอกเบี้ย ที่ผู้ออกตราสารหรือหลักทรัพย์จ่ายให้แก่ผู้ถือ

(2) Capital Gain (Loss) เกิดจากกำไรหรือขาดทุน เมื่อมีการขายหลักทรัพย์ในราคาที่สูงหรือต่ำลงของราคาซื้อ คือ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ หากนักลงทุนมีการซื้อหลักทรัพย์และรอการขาย ผลตอบแทนจะเกิดความแตกต่างระหว่างราคาที่เราคาดว่าจะขาย หรือราคาขายหลักทรัพย์กับราคาซื้อ ซึ่งผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ คือ ผลตอบแทนรวมจากกระแสเงินสด กล่าวคือเป็นรายได้ที่นักลงทุนจะได้รับที่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

### 4. สมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน

การซื้อขายหลักทรัพย์นั้นลงทุนย่อมประเมินระดับราคาหลักทรัพย์และคาดการณ์ทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ (Pope & Inyangete, 1992) ทำให้นักลงทุนต้องพิจารณาว่า ปัจจัยใดส่งผลกระทบต่อระดับของกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคต นักลงทุนใช้ข้อมูลข่าวสารจำนวนมากในการประเมินราคาหลักทรัพย์ และเสนอราคาเพื่อซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ดังนั้น ราคาของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการซื้อขายจึงเป็นมูลค่าที่ผ่านการวิเคราะห์และประเมินผลกระทบของปัจจัยต่าง ๆ ที่อาจจะมีผลต่อกระแสเงินสด และส่งผลมาถึงราคาหลักทรัพย์ จึงกล่าวได้ว่า ราคาของหลักทรัพย์ในขณะใดขณะหนึ่งได้สะท้อนข้อมูลข่าวสาร เช่น ความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท ลักษณะการแข่งขันในอุตสาหกรรม ผลประกอบการของกิจการ โอกาสการเจริญเติบโตทางธุรกิจ และสถานะเศรษฐกิจ เป็นต้น นักทฤษฎีทางการเงินได้อธิบายถึง 3 รูปแบบ หรือ 3 ระดับของตลาดที่มีประสิทธิภาพ ดังนี้ (Brigham & Houston, 2001)

(1) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ชุดของข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่ทำให้เกิดการเคลื่อนไหวหรือเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีตได้ถูกสะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบัน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบันจะคำนวณโดยอิงราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น จากการทดสอบพบว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนระดับนี้ มีลักษณะเป็นแบบสุ่ม คือ มีความเป็นอิสระ

ต่อกัน จากลักษณะแบบสุ่มนี้ ทำให้ค่าคาดการณ์เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ขึ้นกับราคาในอดีตเท่านั้น

(2) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เปิดเผยให้สาธารณชนได้ทราบแล้วทั้งหมด หรือหมายถึง เมื่อมีการประกาศข้อมูลข่าวสารให้สาธารณชนทราบราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองต่อข่าวสารนั้น ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางนี้ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันไม่ได้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น แต่รวมผลของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบัน โดยการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายจะมีการปรับราคาทันทีที่มีการประกาศข้อมูลในตลาดได้อย่างถูกต้องและเป็นกลาง ข้อมูลพื้นฐานของธุรกิจที่แสดงในรายงานการเงิน งบการเงิน หรือข้อมูลทางการบัญชี เป็นข้อมูลที่เปิดเผยสู่สาธารณะ เป็นที่สำคัญสำหรับนักลงทุนในการใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

(3) ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมด ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่ได้ประกาศให้ทราบแล้ว หรือเป็นข้อมูลภายในของบริษัท สมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับสูงนี้ นอกจากจะครอบคลุมทั้งสมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ และความมีประสิทธิภาพในระดับปานกลางของตลาดไว้แล้ว สมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับสูง ยังขยายขอบเขตสมมติฐานโดยอธิบายลักษณะของตลาดที่มีประสิทธิภาพว่า ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารทั้งหมด โดยไม่มีต้นทุน และนักลงทุนจะได้รับข้อมูลข่าวสารเหล่านั้นพร้อม ๆ กันทุกคนภายในเวลาเดียวกัน จากการยอมรับสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูงตามที่ได้อธิบายมาแล้ว จะหมายความว่า ไม่มีนักลงทุนกลุ่มใดมีความสามารถในการผูกขาดความเป็นเจ้าของข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ได้ ดังนั้น จึงไม่มีนักลงทุนกลุ่มใดได้รับผลตอบแทนเหนือผลตอบแทนที่รับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ยได้ตลอดเวลา ดังนั้น ในงานวิจัยฉบับนี้จะใช้แนวคิดของสมมติฐานว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง หรือ Semi-strong Form การทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 5. ทฤษฎีการบัญชีผลประโยชน์

ทฤษฎีการบัญชีผลประโยชน์ (Positive Accounting Theory) อธิบายถึงประเด็นทางบัญชีที่สัมพันธ์กันระหว่างตัวเลขทางบัญชี ผลตอบแทนของหุ้น และแรงจูงใจในการนำเสนอรายงานทางการเงินของผู้บริหารซึ่งมีส่วนร่วมกับการเลือกในการปฏิบัติทางการบัญชี กล่าวได้ว่าเป็นการ

อธิบายถึงเหตุผลว่าทำไมบริษัทจึงเลือกวิธีปฏิบัติทางการบัญชีซึ่งแตกต่างจาก Normative Accounting Theory ที่เป็นการกำหนดและแนะนำวิธีการทางบัญชีที่เหมาะสม (Optimal Positive Accounting) การศึกษาเฉพาะตัวเลขทางการบัญชีที่มีผลต่อตัวแปรต่าง ๆ เช่น ผลตอบแทนจากหุ้น กระแสเงินสด เงินปันผล งานวิจัยที่รู้จักและยอมรับที่ผ่านมา คือ ได้ทำการทดลองในการประเมินตัวเลขกำไรทางการบัญชี ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความไม่มีระบบของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ และการพยากรณ์กำไรที่มีความผิดพลาด และ Beaver & Lambert (1980) ได้ศึกษาในด้านข้อมูลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นถึงตัวเลขกำไรทางการบัญชีเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจของนักลงทุน หรือผู้มีส่วนได้เสีย ผลงานวิจัยที่ผ่านมาได้ตั้งสมมติฐาน 3 ลักษณะ คือ 1) สมมติฐานการให้ผลตอบแทน ซึ่งจะเป็นการทดสอบการเลือกวิธีการทางบัญชี เพื่อรายงานตัวเลขกำไรโดยการพิจารณาการเลื่อนการรับรู้กำไรในอนาคตมาเป็นกำไรในงวดบัญชีปัจจุบัน 2) สมมติฐานข้อตกลงในสัญญาการก่อหนี้ เป็นการทดสอบทางด้านบัญชี เป็นการเลือกผลของกำไรในอนาคต มาเป็นกำไรปัจจุบัน และ 3) สมมติฐานต้นทุนทางการเงิน เพื่อพิจารณาวิธีการปฏิบัติทางการบัญชีเพื่อเลื่อนกำไรในรอบบัญชีปัจจุบันไปสู่ออนาคต นักวิจัยส่วนใหญ่จะตั้งสมมติฐานว่าผู้บริหารจะพิจารณาผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผู้มีส่วนได้เสีย หมายถึงข้อสมมติฐานเกี่ยวกับการวางแผนด้าน โบนัส ผู้บริหารมักจะใช้นโยบายที่เพิ่มผลกำไรในรอบปีบัญชีมากกว่าความจริงด้วยสาเหตุที่เกิดจากแรงจูงใจต่าง ๆ เช่น ผลตอบแทนที่ผูกติดกับกำไร บริษัทขาดทุน หรือผู้บริหารใกล้ครบวาระหรือเกษียณอายุ สำหรับข้อสมมติฐานเกี่ยวกับสัญญาเงินกู้ มักจะทำให้อัตราส่วนหนี้สินกับส่วนของผู้ถือหุ้นอยู่ในระดับที่สูง เพื่อใกล้เคียงกับเงื่อนไขที่ระบุไว้ในสัญญาเงินกู้ เช่น เงื่อนไขการจ่ายเงินปันผล การซื้อหุ้นคืน การดำรงเงินทุนหมุนเวียน ส่วนข้อสมมติฐานเกี่ยวกับต้นทุนทางการเงิน ส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นกับบริษัทขนาดใหญ่ และมีส่วนเกี่ยวข้องกับสาธารณูปโภค หรือสังคมโดยรวม มักจะพยายามที่จะลดตัวเลขกำไรลง หรือขาดทุนเพียงเล็กน้อย เพื่อป้องกันการเข้ามาแทรกแซงทางการเงิน หรือหน่วยงานกำกับดูแล

จะเห็นได้ว่า Positive Accounting Theory ซึ่งให้เห็นถึงตัวเลขกำไรทางการบัญชีที่ปรากฏอยู่ในรายงานทางการเงิน ไม่สามารถนำไปพยากรณ์หรือคาดเดาได้ เนื่องจากมีปัจจัยหลายอย่างที่มีผลต่อตัวเลข เช่น การหาเสียงสนับสนุนในการกำหนดมาตรฐานรายงานทางการเงิน และมีการจูงใจผู้บริหารให้บิดเบือนตัวเลขทางการบัญชี หรือเลือกวิธีปฏิบัติทางการบัญชี เพื่อประโยชน์ส่วนตน ดังนั้นจึงเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดการกรบกริบกำไรเกิดขึ้น ซึ่งสร้างความไม่พึงพอใจกับผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่าง ๆ ตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา มีการศึกษาวิจัย เพื่อลดการกรบกริบกำไรลงเพื่อสร้างค่านาเชื่อถือให้ผู้ใช้ตัวเลขทางการบัญชี ดังที่จะกล่าวถึงในหัวข้อผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องต่อไป

## 6. ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Cost Theory) เป็นจุดเริ่มต้นของการกำกับดูแลกิจการ Jensen & Meckling (1976) ได้กล่าวถึง ทฤษฎีตัวแทน ที่แสดงถึงความสัมพันธ์ของ 2 ฝ่าย คือ ฝ่ายที่มอบอำนาจ คือ เจ้าของกิจการซึ่งเป็นผู้ถือหุ้น (Shareholders' Wealth Maximization) หรือตัวการ (Principal) และอีกฝ่ายหนึ่งคือ ฝ่ายรับมอบอำนาจ คือ ฝ่ายจัดการหรือตัวแทน (Agent) กล่าวคือ ตัวการได้ว่าจ้างโดยการจ่ายค่าผลตอบแทนให้ตัวแทนเข้ามาดำเนินงานและทำหน้าที่การบริหารและการตัดสินใจแทนตน และต้องรายงานผลประกอบการ การดำเนินงาน ฐานะการเงินของกิจการที่ตนรับผิดชอบ พร้อมส่งมอบผลประโยชน์ให้ตัวการ การที่ฝ่ายจัดการหรือตัวแทน ทำหน้าที่ตัดสินใจในกิจการของเจ้าของกิจการซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นหรือตัวการ และได้รับค่าตอบแทนนั้น ฝ่ายจัดการจึงถูกมองว่าเป็นตัวแทน ของเจ้าของกิจการ McColgan (2001) จัดประเภทของปัญหาตัวแทนออกเป็น 4 ประเภท ดังนี้

- 1) ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากสถานะทางศีลธรรมของผู้บริหาร (Moral Hazard) ผู้บริหารแสวงหาผลประโยชน์ให้กับตัวเองมากกว่าผู้ถือหุ้น เช่น ผู้บริหารนำทรัพยากรของบริษัทไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตัว
- 2) ปัญหาความขัดแย้งที่เกี่ยวข้องกับขนาดของบริษัท (Earnings Retention) กล่าวคือ ผู้บริหารพยายามที่จะทำให้ตัวเลขกำไรสะสมเพิ่มขึ้นหรือลดลงโดยใช้นโยบายโครงสร้างเงินทุนที่เป็นแหล่งภายในมากกว่าภายนอกเพื่อหลีกเลี่ยงการตรวจสอบ จึงมีผลกระทบต่อเงินปันผลที่จะจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น
- 3) ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากระยะเวลาการลงทุน (Time Horizon) ซึ่งจะเกี่ยวข้องกับช่วงระยะเวลาการทำงานของผู้บริหาร เช่น ผู้บริหารที่ใกล้จะเกษียณ หรือใกล้หมดวาระการจ้างจะพยายามทำให้ตัวเลขของกระแสเงินสดหมุนเวียนดีในช่วงระยะเวลาตนเองบริหาร โดยอาจลงทุนในโครงการระยะสั้นมากกว่าโครงการระยะยาว จึงมีผลต่อการเพิ่มมูลค่าบริษัทในระยะยาว
- 4) ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Aversion) ผู้บริหารจะพยายามลดความเสี่ยงของตนเอง โดยการเลือกโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำเนื่องจากผู้บริหารไม่ได้รับผลประโยชน์จากโครงการนั้น และถ้าบริหารล้มเหลวอาจมีผลกระทบต่อการทำงาน ซึ่งสะท้อนถึงค่าตอบแทนผู้ถือหุ้นที่จะได้รับต่ำลง ต้นทุนตัวแทน สามารถลดลงได้ ตาม Jensen & Meckling (1976) ระบุไว้ 2 ประการ คือ

1) กลไกการติดตาม และประเมินผล (Monitoring Mechanisms) เป็นการติดตามพฤติกรรมปฏิบัติงานของผู้บริหาร เพื่อให้มั่นใจในการปฏิบัติงานตามสัญญา ซึ่งอาจอยู่ในลักษณะของการว่าจ้างผู้สอบบัญชี ที่อยู่ในบริษัทที่มีชื่อเสียงติดลำดับ 1 ใน 4 (Big 4) มีการติดตามการควบคุมภายในที่เป็นระบบ และการให้นักบัญชีจัดทำรายงานทางการเงินหลายๆ รูปแบบ

2) กลไกการรักษาสัญญา (Bonding Mechanisms) เป็นวิธีที่นิยมใช้กันมากที่สุด เพราะเป็นค่าตอบแทนให้กับผู้บริหารโดยตรง จะทำให้ผู้มีส่วนได้เสียมั่นใจในการบริหารมากขึ้น การทำสัญญาอาจอยู่ในรูปของการทำสัญญาระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุน หรือระหว่างผู้บริหารกับเจ้าหนี้ โดยมีลักษณะค่าตอบแทนเป็นโบนัสหรือหุ้นของบริษัท สำหรับเจ้าหนี้ อาจอยู่ในลักษณะของการรักษาระดับของอัตราส่วนสินทรัพย์ต่อหนี้สิน ผลตอบแทนต่อกำไร และผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ไม่ให้ต่ำเกินไป

จะเห็นได้ว่า ทฤษฎีตัวแทน เป็นความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวการ กับ ตัวแทน ที่มีเป้าหมายและความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ปัญหาเกิดขึ้นเนื่องจากตัวแทนไม่ได้ปฏิบัติหน้าที่ตามที่ ตัวการมอบหมายโดยมีการจงใจในด้านต่างๆ เพื่อผลประโยชน์ของตนเองและพวกพ้อง เป็นผลทำให้ตัวการ หาวิธีการลดปัญหานี้จึงทำให้เกิดต้นทุนเพิ่มขึ้น ซึ่งแนวคิดในการจงใจจากมุมมองของผู้บริหารนั้น จะอธิบายด้วย Positive Accounting Theory

### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ได้กำหนดแนวทางให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้ความสำคัญในการเปิดเผยข้อมูลทั้งด้านการเงินและไม่ใช่ด้านการเงิน การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส เพื่อประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง จึงส่งเสริมให้บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส เพื่อป้องกันการทุจริต บริษัทต้องมีการปฏิบัติด้านบัญชี การตรวจสอบ และการควบคุมภายใน เพราะเป็นสิ่งสำคัญทำให้เกิดความมั่นใจต่อผู้ใช้ข้อมูลทางการเงิน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)

### ความรับผิดชอบต่อสังคม

ความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท (Corporate Social Responsibility : CSR) หรือ ความรับผิดชอบต่อสังคม เป็นเรื่องที่ได้รับคามสนใจอย่างมากสำหรับการดำเนินธุรกิจในปัจจุบัน เป็นเครื่องมือในการสื่อสารข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทไปให้กลุ่มผู้มีส่วนเกี่ยวข้องได้รับทราบ การประกอบกิจการด้วยความดูแลใส่ใจต่อกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสีย เศรษฐกิจ สังคมและสิ่งแวดล้อมอย่างมีคุณธรรม จริยธรรม และจรรยาบรรณ ตลอดจนการมีธรรมาภิบาล เป็นการดำเนินงานให้มีความซื่อสัตย์ โปร่งใสและมีความยุติธรรม ให้ความสำคัญถึงผลกระทบต่อเศรษฐกิจ สังคม กฎหมาย และสิ่งแวดล้อม อีกทั้งเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันทุกเวทีการค้า ซึ่งจะเป็ผลดีต่อความยั่งยืนของกิจการ ผู้มีส่วนได้เสีย เศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมอย่างแท้จริง (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) Bowen (1953) พบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมนั้นขึ้นอยู่กับจริยธรรมในการดำเนินงานของผู้บริหารบริษัทเป็นปัจจัยหลักที่สำคัญ Johnson (1971) มีความเห็นว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมถือเป็นการบริหารจัดการความสนใจที่หลากหลายของพนักงานของบริษัท มากกว่าการมุ่งหวังสร้างผลกำไรที่สูงที่สุดเพื่อตอบแทนกลุ่มของผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว

การศึกษาความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทของ Jeffrey et al. (2012) พบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่จะส่งเสริมให้บริษัทเกิดความยั่งยืน Blowfield & Frynas, (2005) กล่าวว่า การรายงานข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทต่อสาธารณชนนั้น สามารถทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น และสามารถสร้างความยั่งยืนให้กับบริษัทได้ การรายงานข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทนั้นถือได้ว่าเป็นปัจจัยหนึ่งที่จะทำให้บริษัทสามารถพัฒนาตนเองไปสู่การดำเนินงานอย่างยั่งยืนได้ การรายงานข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมกำลังจะกลายเป็นเกณฑ์มาตรฐานและแนวปฏิบัติของ บริษัทที่จะต้องมีการดำเนินงานอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคมในอนาคต (Cheng & Ahmad, 2010) งานวิจัยของ Tsoutsoua (2004) ให้ความสำคัญกับองค์กรที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม กับผลการดำเนินงานด้านการเงิน วัดค่าโดย ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลตอบแทนต่อยอดขาย พบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน และส่งผลต่อความน่าเชื่อถือต่อนักลงทุน

### การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส

การเปิดเผยข้อมูลเป็นองค์ประกอบสำคัญในการให้ข้อมูลข่าวสารแก่ผู้ถือหุ้น ผู้เกี่ยวข้องอย่างถูกต้อง ครบถ้วน เพียงพอ สามารถอ่านหรือวิเคราะห์ได้อย่างชัดเจน การเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีของบริษัทจึงมีแนวโน้มในการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น เพราะข้อมูลในรายงานประจำปีจะให้ข้อมูลที่สำคัญ เป็นแหล่งข้อมูลที่ช่วยให้ผู้ใช้ข้อมูลได้ทราบถึงฐานะการเงิน ผลการดำเนินงานของกิจการ ทิศทางและนโยบายการบริหารงานในอนาคต เป็นเครื่องมือที่ใช้ในการสื่อสารระหว่างบริษัทกับผู้ถือหุ้น การจัดทำรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการควบคุมดูแลภายใต้คณะกรรมการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการกำหนดแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียน หลักเกณฑ์เงื่อนไข และวิธีการรายงานการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) ซึ่งมีการกำหนดรายละเอียดการจัดทำและนำส่งรายงานประจำปี โดยบริษัทจดทะเบียนต้องจัดทำและนำส่งรายงานประจำปีต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย องค์ประกอบที่สำคัญในรายงานประจำปีประกอบด้วย

การเปิดเผยข้อมูลที่ดีในรายงานประจำปีจะส่งสัญญาณถึงกำไรและกระแสเงินสดของบริษัท (Walden and Schwartz, 1997) การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไร ของ Lang and Lundholm (1993) พบว่า บริษัทที่มีอายุการก่อตั้งนานจะมีความสามารถในการทำกำไรมากกว่าบริษัทที่มีอายุการก่อตั้งน้อย หากบริษัทมีผลตอบแทนสูง จะเปิดเผยข้อมูลอย่างเต็มที่ในทางตรงกันข้าม บริษัทที่มีผลกำไรน้อยหรือขาดทุน จะมีการเปิดเผยข้อมูลน้อย ทำให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลด้านดีมากกว่าด้านไม่ดี

### ภาษีอากร

ปัจจัยด้านภาษีอากร คือ เงินที่รัฐบาลบังคับเก็บจากผู้บริโภค เพื่อนำไปใช้ในกิจการของรัฐบาล โดยไม่มีผลตอบแทนโดยตรงแก่ผู้เสียภาษีอากร หากบริษัทมีผลประกอบการที่ดีต้องจ่ายภาษีตามข้อกำหนดการจ่ายภาษี Hu (1998) ศึกษาการเปลี่ยนแปลงภาษีอากรที่เกิดขึ้นในประเทศฮ่องกง ญี่ปุ่น เกาหลีและไต้หวันในช่วงปี ค.ศ. 1975-1994 พบว่า ภาษีอากรมีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานของธุรกิจ และส่งผลต่อการปรับตัวของผลตอบแทนเกินปกติ และปัจจัยความรับผิดชอบต่อสังคม เป็นแนวคิดพัฒนาองค์กรไปสู่ความยั่งยืน บริษัทดำเนินธุรกิจต้องคำนึงถึงการพัฒนาเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม รวมทั้งกำกับกระบวนการผลิตไม่ปล่อยมลภาวะสู่สิ่งแวดล้อม ตลอดจนการดูแลออกแบบและพัฒนาผลิตภัณฑ์ไม่ส่งผลกระทบต่อผู้บริโภคและ

สิ่งแวดล้อม ส่วนผลการศึกษาของ Hayn (1989) ที่พบว่า ภาษีอากรมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน นักวิจัยอธิบายว่า ภาษีอากรเป็นสิ่งสำคัญต่อการพัฒนาประเทศจึงควรจัดเก็บอย่างมีประสิทธิภาพ

### การสอบบัญชี

ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต เป็นผู้ประกอบวิชาชีพอิสระที่มีส่วนสำคัญช่วยสร้างความเชื่อมั่นต่อข้อมูลที่เกิดการได้เปิดเผย เนื่องจากผู้สอบบัญชีเป็นผู้รับผิดชอบในการแสดงความเห็นต่องบการเงินที่บริษัทได้จัดทำและนำเสนอข้อมูลตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ผลงานวิจัยของ Leventis and Wetman (2004) พบว่า การรายงานของผู้สอบบัญชีมีความสำคัญต่อนักลงทุน เนื่องจากต้องแสดงความเห็นเกี่ยวกับความถูกต้องของงบการเงินที่ทำการตรวจสอบ ดังนั้น การเปิดเผยข้อมูลจะต้องทันเวลา ถูกต้อง และเชื่อถือได้ เพราะการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวมีผลต่อการตอบสนองต่อตลาดทุน การเปิดเผยข้อมูลที่รวดเร็วจะทำให้นักลงทุนพอใจมากกว่าการเปิดเผยข้อมูลล่าช้า

Fooladi et al., 2014 ศึกษาคุณภาพการสอบบัญชี และผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศมาเลเซีย ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่ถูกตรวจสอบด้วยบริษัทสอบบัญชีที่เป็นกลุ่ม Big 4 มีผลกระทบในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าบริษัท Dee, Lulseged & Zhang (2010) ได้ศึกษาปฏิกริยาหุ้นของลูกค้ำบริษัทที่ทำการตรวจสอบด้วยบริษัทสอบบัญชี Big 4 ในการทราบข่าวในด้านการได้รับบทลงโทษของบริษัทอื่น ปรากฏว่าไม่มีปฏิกริยาต่อหุ้นใดๆ สรุปว่าเกิดจากความเชื่อมั่นของนักลงทุนในบริษัทสอบบัญชีที่เป็นกลุ่ม Big 4 และ Azizkhani, Monroe & Shailer (2010) ได้ศึกษามูลค่าของบริษัทสอบบัญชีกลุ่ม Big 4 ในประเทศออสเตรเลีย ปรากฏว่าการตรวจสอบด้วยบริษัทสอบบัญชีกลุ่ม Big 4 สามารถลดต้นทุนเงินทุนลงได้ Wang & Huang (2014) ศึกษาว่าผู้สอบบัญชีเพิ่มมูลค่าบริษัทอย่างยั่งยืนอย่างไร ผลปรากฏว่าความสัมพันธ์ระยะยาวกับบริษัทสอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะสร้างมูลค่าให้กับบริษัทมากกว่า แต่ Pham (2016) ศึกษาผลกระทบของบริษัทสอบบัญชีและผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศเวียดนาม ผลปรากฏว่า บริษัทสอบบัญชีที่มีชื่อเสียงมีผลกระทบทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของทรัพย์สินรวม แต่มีผลกระทบทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้น

Moutinho, Cerqueira & Brandão (2012) ศึกษาผลกระทบระหว่างค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี และผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันโดยสรุปว่า ราคาการสอบบัญชี อาจขึ้นอยู่กับเงื่อนไขของรายงานทางการเงิน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Stanley (2011) ศึกษาการเปิดเผยค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีกับความเสียงของลูกค้ำ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกาเช่นกัน ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่า ค่าธรรมเนียมการสอบ



บัญชีสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงของตัวเลขกำไรในอนาคตของลูกค้า งานวิจัยของ Martinez & Moraes (2017) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมผู้สอบบัญชี และมูลค่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี และค่าธรรมเนียมอื่นที่ไม่ใช่ด้านการสอบบัญชี มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับมูลค่าของบริษัท อย่างไรก็ตามค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ที่วัดค่าโดยระดับต้นทุนเงินทุนเฉลี่ย

วงน้ำหนัก ผลการวิจัยของ Dhaliwal, Gleason, Heitzman & Melendrez (2008) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีกับต้นทุนหนี้สินที่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานของบริษัท ผลการวิจัยพบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ ค่าธรรมเนียมสูงขึ้น ต้นทุนหนี้สินลดลง Okolie & Izedonmi (2014) ศึกษาผลกระทบของคุณภาพการสอบบัญชีที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ประเทศไนจีเรีย ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีมีผลกระทบกับราคาตลาดต่อหุ้นสามัญ ผลการวิจัยของ Sayyar, Rasid & Elhabib (2015) ศึกษาผลกระทบคุณภาพการสอบบัญชีที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทประเทศมาเลเซีย พบว่า ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีกับผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกัน อย่างมีนัยสำคัญ

### ความเสี่ยงทางการเงิน

ความเสี่ยงเป็นปัจจัยที่บ่งบอกถึง สถานภาพทางการเงินที่ไม่ดีจะก่อให้เกิดความไม่แน่นอนถึงความอยู่รอดของกิจการ ในการวัดค่าความเสี่ยงของบริษัท ส่วนใหญ่เลือกใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Easton, Edey & Harris, 1993) อัตราส่วนนี้แสดงถึง โครงสร้างของเงินลงทุนของบริษัทว่ามีสัดส่วนของหนี้สินรวมของบริษัทเมื่อเปรียบเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นหรือส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นเท่าใด เป็นการวัดธุรกิจใช้เงินทุนจากภายนอก เมื่อเปรียบเทียบกับเงินลงทุนภายในของธุรกิจว่ามีสัดส่วนเท่าใด ดังนั้น หากกิจการมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี กิจการไม่สามารถรับกระแสดอกเบี้ยจากการกู้ยืมดังกล่าวได้ ส่งผลให้กิจการประสบปัญหาในการดำเนินงาน และอาจมีความเสี่ยงเกิดขึ้นกับกิจการ (Gopalakrishnan, 1994) อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นค่าที่คำนวณได้ไม่ควรมีค่าต่ำมากนัก ทั้งนี้หากกิจการมีการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมากโดยไม่ใช้เงินทุนจากแหล่งหนี้สิน อาจทำให้กิจการเสียโอกาสที่จะนำเงินไปขยายการลงทุนให้กับกิจการ เช่น การขยายการลงทุนโดยการซื้อสินทรัพย์เพิ่ม เพื่อนำสินทรัพย์นั้นไปใช้ก่อให้เกิดรายได้ให้กับกิจการในอนาคต หรือการขยายการลงทุนโดยการเปิดสาขาเพิ่มเพื่อให้ครอบคลุมพื้นที่ในการประกอบกิจการมากขึ้น หรือการนำเงินลงทุนไปลงทุนในธุรกิจประเภทอื่น

Ujah & Brusa (2014) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราความเสี่ยงทางการเงินกับการบริหารกำไร ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่า ระดับความเสี่ยงทางการเงินมีผลต่อการทำกำไรของบริษัท Lin & Lee (2017) ศึกษาคุณภาพกำไรที่มีต่อความเสี่ยงทางการเงิน แสดงให้เห็นว่าเมื่อบริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินกลับมีการจัดทำให้คุณภาพกำไรสูงขึ้น สำหรับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ใช้ความเสี่ยงทางการเงินเป็นตัวแปรควบคุม เนื่องจากมีงานวิจัย ที่แสดงผลลัพธ์ว่าความเสี่ยงทางการเงินมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท Ilyukhin (2015) ได้ศึกษาผลกระทบระหว่างความเสี่ยงทางการเงินกับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศรัสเซีย ผลลัพธ์แสดงถึงผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกัน Javed, Rao, Akram & Nazir (2015) ศึกษาผลกระทบของความเสี่ยงทางการเงินที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศปากีสถาน ผลปรากฏว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน เช่นกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Mule, Mukras & Nzioka (2015) ที่ศึกษาในประเทศเคนยา การวัดความเสี่ยงทางการเงินของนักวิจัยโดยทั่วไปจะใช้ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมทั้งสิ้น

#### ผลการดำเนินงาน

การดำเนินธุรกิจมีดัชนีชี้วัดในการวัดประเมินผลประกอบการ เพื่อให้มั่นใจว่าในการดำเนินธุรกิจมีประสิทธิภาพ และมีความยั่งยืนในอนาคต Behn (2003) วัดผลการดำเนินงานของบริษัท 8 ประเด็น (1) เพื่อประเมินหน่วยงานกำกับดูแลภาครัฐ (2) เพื่อควบคุมการทำงานของผู้บริหาร และตรวจสอบผู้ได้บังคับบัญชาให้แน่ใจว่ามีการทำงานที่ถูกต้อง (3) เพื่อวางแผนด้านงบประมาณให้สอดคล้องกับโครงการต่างๆ กับกำลังคน หรือการจัดสรรจำนวนเงินไปสู่สาธารณะและสังคม (4) เพื่อการกระตุ้นผู้บริหาร พนักงาน และผู้มีส่วนได้เสียให้มีความร่วมมือในการปรับปรุงการปฏิบัติงาน (5) เพื่อส่งเสริมให้ผู้บริหารสามารถโน้มน้าวทางการเมือง นักข่าว หรือประชาชนให้เห็นด้วยกับนโยบายของบริษัท (6) เพื่อเป็นเป้าหมายในความสำเร็จของบริษัท (7) เพื่อเรียนรู้ว่าสิ่งที่ควรทำหรือไม่ควรทำในอนาคต และ (8) เพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานให้แตกต่าง

ผลการดำเนินงานของบริษัท คือ การนำเสนอประสิทธิภาพของการดำเนินงานภายใต้สถานการณ์เดียวกัน เพื่อช่วยในการติดตามการบริหารงานของผู้บริหารได้ และสร้างการรับรู้ให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มเพื่อนำไปตัดสินใจ การวัดผลการดำเนินงานของบริษัท ด้านการเงิน เป็นการนำตัวเลขในรายงานทางการเงิน เพื่อนำเสนอข้อมูลเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงาน เป็นการประเมินการใช้ทรัพยากร ประเมินประสิทธิภาพและประสิทธิผล ข้อมูลในรายงานทางการเงินสะท้อนถึงการปฏิบัติงานทั้งภายในและภายนอกของบริษัท ในงานวิจัยฉบับนี้มุ่งเน้น การวัดผลการ

ดำเนินงานจาก อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ เป็นอัตราส่วนแสดงถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดประโยชน์และผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นมากน้อยเพียงใด ผลจากการวิจัยชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดทุนของประเทศไทยได้นำข้อมูลผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มาประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าข้อมูลที่ประกาศในรายงานประจำปีนั้นมีคุณค่าและมีประโยชน์ต่อนักลงทุน (Kilpatrick and Wilburn, 2003) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนนี้บ่งบอกถึงผลตอบแทนจากการดำเนินงานที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับจากการบริหารงานของฝ่ายบริหาร ซึ่งอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นยิ่งสูง แสดงถึงประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง และเป็นการแสดงให้เห็นว่าเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นจะได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินงานของธุรกิจ นักลงทุนโดยส่วนใหญ่จะนำอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มาวิเคราะห์ถึงความสามารถในการบริหารหรือการทำกำไรของบริษัท เพื่อนำมาประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ และ อัตรากำไรสุทธิ ที่วัดถึงผลการดำเนินงานของบริษัท ทุกธุรกิจมีเป้าหมาย คือ สร้างกำไรสูงสุดเพื่อตอบสนองแก่ผู้ถือหุ้น ข้อมูลอัตราส่วนกำไรสุทธิ เป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อนักลงทุนนำมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ (Kallunki, Martikainen, and Martikainen, 1998) โดย Walden and Schwartz (1997) กล่าวว่า การเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีจะส่งสัญญาณถึงกำไรและกระแสเงินสดของบริษัท ดังนั้น บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง ปัจจัยด้านกำไรเป็นสิ่งที่นักลงทุนนำมาพิจารณาในการตัดสินใจ (Rajgopal, Venkatachalam, and Jiambalvo, 1999)

สรุป การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องในเรื่องแนวคิดและทฤษฎี งานวิจัยที่เกี่ยวข้องจากบทความ เอกสาร ตำราในหลายสาขา เพื่อนำมาสร้างกรอบแนวความคิดงานวิจัยครั้งนี้ ประกอบด้วยองค์ประกอบ ด้านปัจจัย ได้แก่ ความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน วัดค่าจาก อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรสุทธิ และศึกษาผลการดำเนินงานส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติ และอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม การศึกษาด้วยตัวแปรอิสระส่งผลกระทบต่อตัวแปรตามแล้ว ในงานวิจัยฉบับนี้มีตัวแปรควบคุมด้วย ราคาตลาดต่อกำไร

### บทที่ 3

#### ระเบียบวิธีการวิจัย

การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูล ทฤษฎี ผสมผสานกับแนวคิด ทฤษฎี เพื่อนำมาวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติโดยหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้านปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน วัดค่าจาก ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และผลตอบแทนหลักทรัพย์ ที่วัดค่าโดย อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

#### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยฉบับนี้ ประชากรประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 8 กลุ่มอุตสาหกรรม โดยไม่ศึกษาบริษัทที่ไม่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ บริษัทอยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานและบริษัทที่ไม่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด 31 ธันวาคม จำนวนประชากรรวมทั้งสิ้น 541 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563) จากประชากรเป้าหมาย 541 บริษัท ดังกล่าวข้างต้น ผู้วิจัยทำการเลือกกลุ่มตัวอย่างจากประชากรเป้าหมาย เพื่อให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่เป็นตัวแทนของประชากร ตามขนาดกลุ่มตัวอย่างของ Yamane ดังนี้

$$n = \frac{N}{1 + Ne^2}$$

เมื่อ	n	=	ขนาดของกลุ่มตัวอย่าง
	N	=	ขนาดของประชากรเป้าหมาย
	e	=	ความคลาดเคลื่อนของการสุ่มตัวอย่างโดยกำหนดให้คลาดเคลื่อนได้ไม่เกิน 5%ที่ยอมให้เกิดขึ้นได้

การคำนวณขนาดของกลุ่มตัวอย่างดังนี้

$$n = \frac{541}{1 + 541(.05)^2}$$

ขนาดของกลุ่มตัวอย่าง = 230 บริษัท

การคำนวณผู้วิจัยได้ขนาดของกลุ่มตัวอย่างจำนวน 230 บริษัท เป็นตัวแทนของประชากรเป้าหมายในการศึกษา และผู้วิจัยได้คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างโดยใช้วิธีการสุ่มตัวอย่างแบบแบ่งชั้น (Stratified Random Sampling) เพื่อให้ได้ตัวแทนทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้

(1) เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	47 (230/541)	=	20 บริษัท
(2) ทรัพยากร	40 (230/541)	=	17 บริษัท
(3) เทคโนโลยี	38 (230/541)	=	16 บริษัท
(4) ธุรกิจการเงิน	55 (230/541)	=	24 บริษัท
(5) บริการ	94 (230/541)	=	40 บริษัท
(6) สินค้าอุตสาหกรรม	87 (230/541)	=	37 บริษัท
(7) สินค้าอุปโภคบริโภค	38 (230/541)	=	16 บริษัท
(8) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	142 (230/541)	=	60 บริษัท

ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างที่ดำเนินการเก็บข้อมูลจาก เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 20 บริษัท ทรัพยากร 17 บริษัท เทคโนโลยี 16 บริษัท ธุรกิจการเงิน 24 บริษัท บริการ 40 บริษัท สินค้าอุตสาหกรรม 37 บริษัท สินค้าอุปโภคบริโภค 16 บริษัท และอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 60 บริษัท และผู้วิจัยดำเนินการเลือกตัวอย่างดังกล่าวโดยการจับสลากแบบใส่คืน เพื่อให้กลุ่มตัวอย่างได้มีโอกาสในการถูกเลือกเท่ากันทุกครั้ง

## การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้จากแหล่งข้อมูลที่มีอยู่แล้ว โดยฐานข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยจะเก็บข้อมูลจาก Set Smart ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และ บริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2560-2564 รวมจำนวน 5 ปี ข้อมูลที่เก็บรวบรวมข้อมูล ดังนี้

1. ข้อมูลราคาปีรายวันของหลักทรัพย์ และเงินปันผลของแต่ละบริษัทตามกลุ่มตัวอย่างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ข้อมูลด้าน ความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน การกำกับดูแลกิจการ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ราคาตลาดต่อกำไร

## ตัวแปรและการวัดค่าที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาวิจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปตัวแปรและการวัดค่าที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ดังนี้

1. ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ประกอบด้วย 2 ตัวแปร คือ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติและอัตราผลงานแทนที่ไม่ปกติสะสม การวัดค่าที่ใช้ในการวิจัย ดังนี้

1.1 อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ณ วันที่ 0 ( $AR_0$ ) เป็นค่าความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่คำนวณมาจาก Market Model ของ Sharp (1964) ดังนั้น การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (Abnormal Return-AR) สามารถคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติตามตัวแบบ ได้ ดังนี้

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

โดยที่

$$AR_{it} = \text{อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท } i \text{ ณ เวลา } t$$

$$R_{it} = \text{อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของบริษัท } i \text{ ณ เวลา } t$$

$$E(R_{it}) = \text{อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท } i \text{ ณ เวลา } t$$

1.2 อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ระหว่างวันที่ -15 ถึง +15 ( $CAR_{(-15,+15)}$ ) สำหรับวิธีการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ในช่วงเวลาที่ล้อมรอบวันที่เปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปี ซึ่งสามารถคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมตามตัวแบบได้ ดังนี้

$$CAR_{it(p,q)} = \sum_{t=p}^q AR_{it}$$

โดยที่

$$CAR_{it(p,q)} = \text{อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของบริษัท } i \text{ จากวันที่ } p \text{ ถึงวันที่ } q$$

$$AR_{it} = \text{อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท } i \text{ เวลา } t$$

2. ผลการดำเนินงาน ประกอบด้วย 3 ตัวแปร คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรสุทธิ การวัดค่าที่ใช้ในการวิจัย ดังนี้

$$2.1 \text{ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์ทั้งหมด}}$$

$$2.2 \text{ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

$$2.3 \text{ อัตรากำไรสุทธิ} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ยอดขาย}}$$

3. ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลกระทบบ ประกอบด้วย 5 ตัวแปร คือ ความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ การวัดค่าที่ใช้ในการวิจัย ดังนี้

3.1 ความรับผิดชอบต่อสังคม วัดค่าโดย การเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคม โดยพิจารณาถึงผู้มีส่วนได้เสียในระดับต่าง ๆ ด้วยการวิเคราะห์เนื้อหาสาระ แล้วให้ค่าเป็นคะแนน ประกอบด้วย 8 ด้าน คือ (1) พนักงาน (2) ผู้ถือหุ้น (3) คู่ค้า (4) เจ้าหนี้ (5) ลูกค้า (6) คู่แข่ง (7) ชุมชน และสังคม และ (8) สิ่งแวดล้อม

3.2 . การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส วัตถุประสงค์ โดย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ตามหลักเกณฑ์ของการประเมินการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใสของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มี 15 ด้าน ดังนี้

- (1) การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินและข้อมูลทั่วไป อย่างถูกต้อง ทันเวลา และเป็นไปตามเกณฑ์ของ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.)
- (2) เปิดเผยรายการกำกับดูแลกิจการ
- (3) เปิดเผยรายชื่อกรรมการ
- (4) เปิดเผยจำนวนครั้งที่คณะกรรมการแต่ละคนเข้าประชุมและจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการ
- (5) เปิดเผยนโยบายและจำนวนค่าตอบแทนของกรรมการและผู้บริหาร
- (6) เปิดเผยรายการที่เกี่ยวข้องกันหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์
- (7) มีรายงานความรับผิดชอบของคณะกรรมการต่อรายงานทางการเงินในรายงานประจำปี
- (8) มีแนวทางการเก็บรักษาและป้องกันการรั่วข้อมูลภายใน และแจ้งให้กรรมการ พนักงาน และผู้เกี่ยวข้องได้ทราบ
- (9) จัดทำจรรยาบรรณเป็นลายลักษณ์อักษร สื่อสารให้ผู้เกี่ยวข้องเข้าใจ ปฏิบัติตาม และมีมาตรการติดตามการปฏิบัติ
- (10) มีระบบการควบคุมภายใน
- (11) มีหน่วยงานหรือบุคคลที่ทำหน้าที่ตรวจสอบภายในเพื่อตรวจสอบการปฏิบัติงานตามระบบที่วางไว้
- (12) การบริหารความเสี่ยงหรือระบบเตือนภัยล่วงหน้า
- (13) การทำรายงานที่เกี่ยวข้องกันมีราคาเหมาะสม เสมือนการทำรายการกับบุคคลภายนอก
- (14) รายการที่มีความขัดแย้งของผลประโยชน์ได้รับการพิจารณาความเหมาะสมจากผู้ไม่มีส่วนได้เสีย
- (15) มีหน่วยงานหรือผู้รับผิดชอบงานผู้ลงทุนสัมพันธ์ เพื่อสื่อสารกับผู้ลงทุน สถาบัน ผู้ถือหุ้น นักวิเคราะห์และภาครัฐที่เกี่ยวข้อง



3.3 ภาษีอากร เป็นตัวแปรที่ผู้วิจัยเก็บข้อมูลจากงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ หรือจากหมายเหตุประกอบงบการเงิน การวัดค่าของภาษีอากร กำหนดเป็นหน่วยต่อหุ้น เพื่อประโยชน์ในการเปรียบเทียบข้อมูล ดังนี้

$$\text{ภาษีอากร} = \frac{\text{ภาษีอากร}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญเทียบเท่าแล้วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก}}$$

3.4 การสอบบัญชี วัดค่าจาก ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชีที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้สอบบัญชี หรือสำนักงานสอบบัญชี

3.5 ความเสี่ยงทางการเงิน ในงานวิจัยฉบับนี้เลือกใช้ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (debt to equity ratio) ในการวัดความเสี่ยงทางการเงิน กำหนดได้ ดังนี้

$$\text{ความเสี่ยงทางการเงิน} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

3.6 การกำกับดูแลกิจการ วัดค่าโดย ขนาดของคณะกรรมการตรวจสอบ วัดค่าโดย จำนวนคณะกรรมการตรวจสอบ ทั้งหมดในปีนั้น ๆ

4. ตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไร ดังนี้

4.1 ราคาตลาดต่อกำไร เป็นอัตราส่วนที่แสดงการเปรียบเทียบราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ต่อกำไรต่อหุ้นที่บริษัทมี สำหรับการคำนวณอัตราส่วนนี้ สามารถนำราคาหุ้นสามัญที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์หารด้วยกำไรต่อหุ้นของบริษัท ในการวัดค่าของราคาตลาดต่อกำไร ดังนี้

$$\text{ราคาตลาดต่อกำไร} = \frac{\text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญ}}{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}}$$

## สถิติที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้สถิติในการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้ (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2560)

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้น โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อทราบลักษณะโดยทั่วไปของตัวแปรที่เกี่ยวข้อง สำหรับสถิติพรรณนาจะนำเสนอข้อมูลที่ศึกษาด้วย ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติอนุมานในการวิจัยครั้งนี้ จะใช้วิธีการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis )

สรุป บทนี้ผู้วิจัยได้อธิบายถึงระเบียบวิธีการวิจัยที่ใช้และขั้นตอนในการดำเนินการวิจัย ประกอบด้วย ประชากรในงานวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นบริษัทที่ไม่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจการเงิน และบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีที่ไม่ได้สิ้นสุด 31 ธันวาคม ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย มีจำนวน 230 บริษัท ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลที่ศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560-2564 รวมจำนวน 5 ปี ประกอบด้วย ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ และดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดของแต่ละบริษัท รวมทั้งข้อมูลปัจจัยที่ศึกษาในงบการเงินรวมของบริษัท และใช้เทคนิควิธีการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐาน

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น ผลการตรวจสอบข้อมูล และผลการทดสอบสมมติฐาน โดยมีรายละเอียด ดังต่อไปนี้

#### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

การศึกษาผลกระทบของปัจจัยที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรตาม ดังนี้ (ตาราง 1)

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล ตัวแปรด้านปัจจัย 6 ตัวแปร ประกอบด้วย (1) ความรับผิดชอบต่อสังคม พบว่า มีการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมรายงานต่ำสุด 4 ด้าน เปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมรายงานสูงสุด 8 ด้าน และ เปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบต่อสังคมรายงานโดยเฉลี่ย 5.11 (2) เปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใต่ำสุด 10 ด้าน เปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใสูงสุด 15 ด้าน และ เปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใโดยเฉลี่ย 12.79 ด้าน (3) ด้านภาษีอากรต่ำสุด 0.003 เท่า ภาษีอากรสูงสุด 5.999 เท่า และภาษีอากรโดยเฉลี่ย 0.889 เท่า (4) ด้านการสอบบัญชีต่ำสุด 0.002 เท่า การสอบบัญชีสูงสุด 2.999 เท่า และการสอบบัญชีโดยเฉลี่ย 0.553 เท่า (5) ด้านความเสี่ยงทางการเงินต่ำสุด 0.003 เท่า ความเสี่ยงทางการเงินสูงสุด 4.620 เท่า และความเสี่ยงทางการเงินโดยเฉลี่ย 0.509 เท่า และ ด้านการกำกับดูแลกิจการต่ำสุด 0.010 เท่า การกำกับดูแลกิจการสูงสุด 3.980 เท่า และการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉลี่ย 1.796 เท่า ตัวแปรควบคุม พบว่า ราคาตลาดต่อกำไรต่ำสุด 0.001 ราคาตลาดต่อกำไรสูงสุด 5.400 และราคาตลาดต่อกำไรโดยเฉลี่ย 0.812

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลผลการดำเนินงาน 3 ตัวแปร ประกอบด้วย (1) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ต่ำสุด 0.003 เท่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูงสุด 6.999 เท่า และ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์โดยเฉลี่ย 0.956 เท่า (2) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำสุด 0.003 เท่า อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสูงสุด 4.872 เท่า และอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ย

0.527 เท่า และ (3) อัตรากำไรสุทธิต่ำสุด 0.297 เท่า อัตรากำไรสุทธิสูงสุด 3.177 เท่า และ อัตรากำไรสุทธิโดยเฉลี่ย 2.220 เท่า

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้านผลตอบแทนหลักทรัพย์ 2 ตัวแปร ประกอบด้วย (1) อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติต่ำสุด -0.237 เท่า อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสูงสุด 0.201 เท่า และ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยเฉลี่ย 0.010 เท่า และ (2) อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมต่ำสุด -0.117 เท่า อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมสูงสุด 0.101 เท่า และอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมโดยเฉลี่ย 0.003 เท่า

### ผลการตรวจสอบข้อมูล

การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐาน ก่อนการทดสอบสมมติฐานได้ตรวจสอบข้อมูลว่ามีความเหมาะสมกับการวิเคราะห์ด้วยเทคนิควิธีวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ได้ตรวจสอบ การตรวจสอบความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมาก (Multicollinearity) และการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation analysis) โดยตรวจสอบในแต่ละตัวแปร ดังนี้

#### การตรวจสอบความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมาก (Multicollinearity)

การตรวจสอบความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมาก สามารถตรวจสอบโดยพิจารณาจากค่า VIF (Variance Inflation Factors) และค่าความทนทาน (Tolerance) สำหรับตัวแปรอิสระในแต่ละตัว ความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมากจะไม่ใช่ปัญหาหรือตัวแปรอิสระไม่มีความซ้ำซ้อนในการวัดค่า หากค่า Variance Inflation Factors (VIF) และค่าความทนทาน (Tolerance) มากกว่า 0.1 (Foxall and Yani-de-Soriano, 2005) และค่า VIF ไม่เกิน 10 (Belsley, 1991) จากตาราง 2 ค่าความทนทาน มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.649 และสูงสุด 0.995 ซึ่งค่าต่ำสุดสูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำ คือ  $Tolerance > 0.1$  (Foxall and Yani-de-Soriano, 2005) ส่วนค่า VIF มีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.540 ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ 10 (Belsley, 1991) แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรแต่ละตัวไม่มีความเป็นเส้นตรงร่วมกันอย่างมาก (Multicollinearity) หรือไม่มีความซ้ำซ้อนกันในการวัดสามารถแสดงได้ ดังนี้

ตาราง 1 ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	ชื่อตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์	หน่วย	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ความรับผิดชอบต่อสังคม	CSR	ด้าน	4	8	5.109	0.834
การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส	OPR	ด้าน	10	15	12.778	1.226
ภาษีอากร	TAX	เท่า	0.003	5.999	0.888	1.029
การสอบบัญชี	AUDIT	เท่า	0.002	2.999	0.553	0.643
ความเสี่ยงทางการเงิน	DE	เท่า	0.002	0.5084	0.508	0.562
การกำกับดูแลกิจการ	CG	เท่า	0.010	3.980	1.795	1.223
ราคาตลาดต่อกำไร	PE	เท่า	0.001	5.400	0.812	0.870
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	EASSET	เท่า	0.003	6.999	0.955	1.035
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	EQUITY	เท่า	0.003	4.872	0.527	0.611
อัตรากำไรสุทธิ	EARNNS	เท่า	0.297	3.177	2.220	0.722
อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ	AR	เท่า	-0.237	0.201	0.011	0.079
อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม	CAR	เท่า	-0.117	0.104	0.003	0.040

ตาราง 2 การวิเคราะห์ค่าความทนทาน (Tolerance) และค่า VIF

Variable	Tolerance	VIF
CSR	0.937	1.067
OPR	0.987	1.014
TAX	0.995	1.005
AUDIT	0.868	1.152
DE	0.993	1.007
CG	0.821	1.218
PE	0.803	1.245
EASSET	0.649	1.540
EQUITY	0.845	1.183
EARNNS	0.707	1.415

#### การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเปียร์สัน เพื่อพิจารณาถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ ก่อนนำไปวิเคราะห์ การถดถอยเชิงพหุคูณ สำหรับการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ จากตาราง 3 พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ได้แก่ ความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน การกำกับดูแลกิจการ ราคาตลาดต่อกำไร และ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิ ด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเปียร์สันชี้ให้เห็นว่า ไม่มีตัวแปรคู่ใดที่มีความสัมพันธ์กันเองสูงเกิน 0.800

ตาราง 3 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์แบบเปียร์สัน

	CSR	OPR	TAX	AUDIT	DE	CG	PE	EASSET	EQUITY	EARNS	AR	CAR
CSR	1	.163	.006	.113	-0.31	.226	.126	.182	.101	.270	.290	.283
OPR		1	.040	-.026	-.020	.018	.068	.086	.054	.047	.066	.065
TAX			1	.019	-.022	.051	.034	.045	.011	-.012	-.014	-.024
AUDIT				1	.035	.281	.306	.275	.209	.337	.371	.361
DE					1	.045	.041	.079	.581	.055	.058	.068
CG						1	.385	.493	.291	.562	.684	.675
PE							1	.429	.209	.399	.461	.458
EASSET								1	.368	.474	.631	.624
EQUITY									1	.288	.369	.362
EARNS										1	.715	.723
AR											1	.763
CAR												1

## ผลการทดสอบสมมติฐาน

ผู้วิจัยทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยใช้หน่วยวิเคราะห์จากกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งเป็นวิธีการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในกรณีที่มีตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัว และตัวแปรตาม 1 ตัว (Haire et al., 1998) สำหรับการทดสอบผลกระทบของตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย ความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ด้านผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรสุทธิ และผลการดำเนินงาน ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม

การวิเคราะห์ผลกระทบของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบสมมติฐาน (Hypothesis Testing) ด้วยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ดังนี้

### การทดสอบสมมติฐานที่ 1

การทดสอบสมมติฐานที่ 1 ผู้วิจัยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณในการทดสอบ ทั้งนี้ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน ดังนี้ ปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

ผลการทดสอบจากตาราง 4 ปรากฏว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.335 แสดงว่า ปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงผลกระทบของผลการดำเนินงาน ด้าน อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ได้ร้อยละ 33.50 ผลการทดสอบสมมติฐานสามารถสรุปได้ ดังนี้

การสอบบัญชี ( $p < 0.001$ ) การกำกับดูแลกิจการ ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ความรับผิดชอบต่อสังคม ( $p < 0.01$ ) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ( $p < 0.01$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ภาษีอากร ( $p < 0.05$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไร ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ทั้งนี้ ความเสี่ยงทางการเงิน ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์



ตาราง 4 ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

Variable	Standardized coefficients beta	t-value	Sig.
CSR	0.067	2.613	0.009**
OPR	0.064	2.593	0.010**
TAX	0.052	2.113	0.035*
AUDIT	0.105	3.959	0.000***
DE	0.011	0.449	0.654
CG	0.355	12.761	0.000***
PE	0.245	8.911	0.000***

หมายเหตุ: n = 1099,  $R^2 = 0.335$ ,  $F = 78.570$ ,  $Sig. = 0.000$

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, \*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, \*\*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

## การทดสอบสมมติฐานที่ 2

การทดสอบสมมติฐานที่ 2 ผู้วิจัยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณในการทดสอบ ทั้งนี้ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน ดังนี้ ปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการทดสอบจากตาราง 5 ปรากฏว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.433 แสดงว่า ปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงผลกระทบของผลการดำเนินงาน ด้านผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ได้ร้อยละ 43.30 ผลการทดสอบสมมติฐานสามารถสรุปได้ ดังนี้

การสอบบัญชี ( $p < 0.001$ ) ภาษีอากร ( $p < 0.001$ ) และการกำกับดูแลกิจการ ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ความรับผิดชอบต่อสังคม ( $p < 0.05$ ) และการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ( $p < 0.05$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไร ( $p < 0.01$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ ความเสี่ยงทางการเงิน ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

ตาราง 5 ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

Variable	Standardized coefficients beta	t-value	Sig.
CSR	0.049	2.080	0.038*
OPR	0.054	2.332	0.020*
TAX	0.570	24.915	0.000***
AUDIT	0.109	4.462	0.000***
DE	0.004	0.195	0.845
CG	0.194	7.551	0.000***
PE	0.068	2.694	0.007**

หมายเหตุ: n = 1099,  $R^2 = 0.433$ ,  $F = 119.118$ , Sig. = 0.000

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, \*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, \*\*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

### การทดสอบสมมติฐานที่ 3

การทดสอบสมมติฐานที่ 3 ผู้วิจัยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณในการทดสอบ ทั้งนี้ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน ดังนี้ ปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตรากำไรสุทธิ

ผลการทดสอบจากตาราง 6 ปรากฏว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.403 แสดงว่า ปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงผลกระทบของผลการดำเนินงาน ด้านอัตรากำไรสุทธิ ได้ร้อยละ 40.30 ผลการทดสอบสมมติฐานสามารถสรุปได้ ดังนี้

ความรับผิดชอบต่อสังคม ( $p < 0.001$ ) การสอบบัญชี ( $p < 0.001$ ) และการกำกับดูแลกิจการ ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรสุทธิ ความเสี่ยงทางการเงิน ( $p < 0.05$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรสุทธิ ตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไร ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรสุทธิ ทั้งนี้ การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และภาษีอากร ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรสุทธิ

ตาราง 6 ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตรากำไรสุทธิ

Variable	Standardized coefficients beta	t-value	Sig.
CSR	0.137	5.692	0.000***
OPR	0.028	1.184	0.237
TAX	0.023	0.978	0.328
AUDIT	0.151	6.017	0.000***
DE	-0.052	-2.197	0.028*
CG	0.428	16.258	0.000***
PE	0.169	6.483	0.000***

หมายเหตุ: n = 1099,  $R^2 = 0.403$ ,  $F = 105.284$ , Sig. = 0.000

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, \*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, \*\*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

#### การทดสอบสมมติฐานที่ 4

การทดสอบสมมติฐานที่ 4 ผู้วิจัยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณในการทดสอบ ทั้งนี้ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน ดังนี้ ผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และ ด้านอัตรากำไรสุทธิ ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

ผลการทดสอบจากตาราง 7 ปรากฏว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.640 แสดงว่า ผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และ ด้านอัตรากำไรสุทธิ ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ได้ร้อยละ 64 ผลการทดสอบสมมติฐานสามารถสรุปได้ ดังนี้

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ( $p < 0.001$ ) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ( $p < 0.001$ ) และ อัตรากำไรสุทธิ ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไร ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

ตาราง 7 ผลการดำเนินงานส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

Variable	Standardized coefficients beta	t-value	Sig.
EASSET	0.318	14.157	0.000***
EQUITY	0.087	4.409	0.000***
EARNINGS	0.494	22.928	0.000***
PE	0.110	5.304	0.000***

หมายเหตุ:  $n = 1099$ ,  $R^2 = 0.640$ ,  $F = 488.492$ ,  $Sig. = 0.000$

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, \*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, \*\*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

### การทดสอบสมมติฐานที่ 5

การทดสอบสมมติฐานที่ 5 ผู้วิจัยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณในการทดสอบ ทั้งนี้ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน ดังนี้ ผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และ ด้านอัตรากำไรสุทธิ ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

ผลการทดสอบจากตาราง 8 ปรากฏว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) มีค่าเท่ากับ 0.642 แสดงว่า ผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ด้านผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และ ด้านอัตรากำไรสุทธิ ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ได้ร้อยละ 64.20 ผลการทดสอบสมมติฐานสามารถสรุปได้ ดังนี้

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ( $p < 0.001$ ) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ( $p < 0.001$ ) และ อัตรากำไรสุทธิ ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไร ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

ตาราง 8 ผลการดำเนินงานส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

Variable	Standardized coefficients beta	t-value	Sig.
EASSET	0.309	13.786	0.000***
EQUITY	0.079	4.001	0.000***
EARNINGS	0.510	23.746	0.000***
PE	0.106	5.122	0.000***

หมายเหตุ:  $n = 1099$ ,  $R^2 = 0.642$ ,  $F = 492.685$ ,  $Sig. = 0.000$

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, \*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, \*\*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

สรุป การวิเคราะห์และผลลัพธ์ที่ได้จากงานวิจัยเรื่อง ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยเก็บข้อมูล ปัจจัยด้าน ความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2560-2564 รวมจำนวน 5 ปีก่อนการทดสอบสมมติฐาน ผู้วิจัยได้ตรวจสอบความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมาก การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการตรวจสอบความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อน เนื่องจากผู้วิจัยได้ทดสอบสมมติฐาน โดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) การวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐาน (Hypothesis Testing) ด้วยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) สำหรับการทดสอบสมมติฐานจากกลุ่มตัวอย่าง

สมมติฐานที่ 1 พบว่า การสอบบัญชี การกำกับดูแลกิจการ ความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากรส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 2 พบว่า การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน การกำกับดูแลกิจการ ความรับผิดชอบต่อ การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความเสี่ยงทางการเงิน ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 3 พบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคม การสอบบัญชี การกำกับดูแลกิจการ และ ภาษีอากร ส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรสุทธิ

สมมติฐานที่ 4 พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตรากำไรสุทธิ ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

สมมติฐานที่ 5 พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตรากำไรสุทธิ ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

## บทที่ 5

### สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้สรุปผลการวิจัย การอภิปรายผลที่ได้จากการวิเคราะห์ รวมทั้งนำเสนอข้อจำกัดในงานวิจัยและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

#### สรุปผลการวิจัย

ผู้วิจัยสามารถสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์และสมมติฐาน ซึ่งการวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ 2 ประเด็น สามารถสรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ ดังนี้

สรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรสุทธิ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น เพื่อให้ได้คำตอบในงานวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานในการวิจัยด้วยสมมติฐานที่ 1 -สมมติฐานที่ 3 สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานดังกล่าวได้ ดังนี้

**สมมติฐานที่ 1** ปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า การสอบบัญชี การกำกับดูแลกิจการ ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ความรับผิดชอบต่อสังคม ( $p < 0.01$ ) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ( $p < 0.01$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ภาษีอากร ( $p < 0.05$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไร ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ทั้งนี้ ความเสี่ยงทางการเงิน ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์



**สมมติฐานที่ 2** ปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น การสอบบัญชี ( $p < 0.001$ ) ภาษีอากร ( $p < 0.001$ ) และการกำกับดูแลกิจการ ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ความรับผิดชอบต่อสังคม ( $p < 0.05$ ) และ การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ( $p < 0.05$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไร ( $p < 0.01$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ ความเสี่ยงทางการเงิน ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น

**สมมติฐานที่ 3** ปัจจัยด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ด้านอัตรากำไรสุทธิ ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคม ( $p < 0.001$ ) การสอบบัญชี ( $p < 0.001$ ) และการกำกับดูแลกิจการ ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรสุทธิ ความเสี่ยงทางการเงิน ( $p < 0.05$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรสุทธิ ตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไร ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรสุทธิ ทั้งนี้ การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และภาษีอากร ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรสุทธิ

สรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 ศึกษาผลการดำเนินงานส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น เพื่อให้ได้คำตอบในงานวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานในการวิจัยด้วยสมมติฐานที่ 4- สมมติฐานที่ 5 สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานดังกล่าวได้ ดังนี้

**สมมติฐานที่ 4** ผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และด้านอัตรากำไรสุทธิ ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 4 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ( $p < 0.001$ ) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ( $p < 0.001$ ) และ อัตรากำไรสุทธิ ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ ตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไร ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ

**สมมติฐานที่ 5** ผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และด้านอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 5 ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ( $p < 0.001$ ) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ( $p < 0.001$ ) และ อัตรากำไรสุทธิ ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ตัวแปรควบคุม คือ ราคาตลาดต่อกำไร ( $p < 0.001$ ) ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม

## การอภิปรายผล

ข้อค้นพบที่ได้จากการวิจัยครั้งนี้ เป็นไปตามสมมติฐานและวัตถุประสงค์ในการวิจัย โดยผลการวิจัยทั้งหมด ผู้วิจัยได้สรุปไว้ในตาราง 14 ซึ่งนำมาอภิปรายผล ดังนี้

**ความรับผิดชอบต่อสังคม** ผลการวิเคราะห์จากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า ความรับผิดชอบต่อสังคม ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตรากำไรสุทธิ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ความรับผิดชอบต่อสังคม เป็นสิ่งที่กล่าวถึงในทั่วโลก เพื่อค้นหาแนวทางที่เหมาะสมในการดำเนินธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อสังคม เพราะเชื่อมั่นว่าการดำเนินธุรกิจอย่างมีจริยธรรมและมีความรับผิดชอบต่อสังคม จะทำให้บริษัทสามารถประสบความสำเร็จในการดำเนินธุรกิจได้อย่างยั่งยืน การมีความรับผิดชอบต่อสังคมจะเป็นตัวช่วยให้บริษัทมีภาพลักษณ์ที่ดี สามารถเพิ่มมูลค่าตราสินค้าและสร้างชื่อเสียงที่ดีให้กับบริษัทได้ (Weber, 2008) การมีความรับผิดชอบต่อสังคมสามารถเป็นแหล่งสร้างโอกาสและขยายความสามารถในการสร้างนวัตกรรมใหม่

อีกทั้งแสดงให้เห็นว่า ปัจจัยด้าน ความรับผิดชอบต่อสังคม ที่เปิดเผยไว้ในรายงานประจำปี เป็นข่าวดี ให้ข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น ผู้เกี่ยวข้อง รวมทั้งนักลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับ ZarZeski Marilyn (1996) พบว่า ข้อมูลในรายงานประจำปีมีผลต่อผู้ใช้งบการเงิน โดยเฉพาะนักลงทุนนำข้อมูลในรายงานประจำปีไปใช้ในการตัดสินใจลงทุน

**การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส** ผลการวิเคราะห์จากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส คือการให้ข้อมูลข่าวสารแก่ผู้ถือหุ้น ผู้เกี่ยวข้อง อย่างถูกต้อง ครบถ้วน เพียงพอ ข้อมูลในรายงานประจำปีของบริษัทจะให้ข้อมูลที่สำคัญ เป็นแหล่งข้อมูลที่ช่วยให้ผู้ใช้ข้อมูลได้ทราบถึงฐานะการเงิน ผลการดำเนินงานของกิจการ ทิศทางและนโยบายการบริหารงานในอนาคต เป็น

เครื่องมือที่ใช้ในการสื่อสารระหว่างบริษัทกับผู้ถือหุ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) ทั้งนี้ การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ไม่ส่งผลกระทบต่อ อัตรากำไรสุทธิ เนื่องจาก ข้อมูลการเปิดเผยไม่ได้เกิดจากการดำเนินงานธุรกิจ

**ภาษีอากร** ผลการวิเคราะห์จากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า ภาษีอากร ส่งผลกระทบต่อ ผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ภาษีอากร คือ เงินที่รัฐบาลบังคับเก็บจากผู้บริโภค เพื่อนำไปใช้ในกิจการของรัฐบาล โดยไม่มีผลตอบแทนโดยตรงแก่ผู้เสียภาษีอากร หากบริษัทมีผลประกอบการที่ดี ต้องจ่ายภาษีตามข้อกำหนดการจ่ายภาษี สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Hayn (1989) ที่พบว่า ภาษีอากรมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน นักวิจัยอธิบายว่า ภาษีอากรเป็นสิ่งสำคัญต่อการพัฒนาประเทศจึงควรจัดเก็บอย่างมีประสิทธิภาพ การเปิดเผยข้อมูลด้านภาษีอากร เป็นสิ่งสำคัญทำให้นักลงทุนนำไปวิเคราะห์เพื่อตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ รวมทั้งข้อมูลที่ประกาศมานั้นมีคุณค่าและมีประโยชน์ต่อนักลงทุน (Haw, Qi and Wu, 2001) ทั้งนี้ ภาษีอากร ไม่ส่งผลกระทบต่อ อัตรากำไรสุทธิ อาจเป็นเพราะไม่ได้ส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานหลักของกิจการ

**การสอบบัญชี** ผลการวิเคราะห์จากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า การสอบบัญชี ส่งผลกระทบต่อ ผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตรากำไรสุทธิ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ การสอบบัญชี เป็นหน้าที่ของผู้สอบบัญชีรับอนุญาต ที่มีส่วนสำคัญช่วยสร้างความเชื่อมั่นต่อข้อมูลที่กิจการได้เปิดเผย เนื่องจากผู้สอบบัญชีเป็นผู้รับผิดชอบในการแสดงความเห็นต่องบการเงินที่บริษัทได้จัดทำและนำเสนอข้อมูลตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ผลงานวิจัยของ Leventis and Wetman (2004) พบว่า การรายงานของผู้สอบบัญชีมีความสำคัญต่อนักลงทุน เนื่องจากต้องแสดงความเห็นเกี่ยวกับความถูกต้องของงบการเงินที่ทำการตรวจสอบ ดังนั้น การเปิดเผยข้อมูลจะต้องทันเวลา ถูกต้อง และเชื่อถือได้ เพราะการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวมีผลต่อการตอบสนองต่อตลาดทุน

**ความเสี่ยงทางการเงิน** ผลการวิเคราะห์จากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า ความเสี่ยงทางการเงิน ส่งผลกระทบต่อ อัตรากำไรสุทธิ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ความเสี่ยงทางการเงิน เป็นปัจจัยที่บ่งบอกถึง สถานภาพทางการเงินที่ไม่ดีจะทำให้เกิดความไม่แน่นอนถึงความอยู่รอดของกิจการ ในการวัดค่าความเสี่ยงของบริษัท ส่วนใหญ่เลือกใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (debt to equity ratio) (Easton, Eddey & Harris, 1993) อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนนี้ไม่ควรมีค่าต่ำมากนัก ทั้งนี้ หากกิจการมีการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมากโดยไม่ใช้เงินทุนจากแหล่งหนี้สิน อาจทำให้กิจการเสียโอกาสที่จะนำเงินไปขยายการลงทุนให้กับกิจการ เช่น การขยายการลงทุนโดยการซื้อสินทรัพย์เพิ่ม เพื่อนำสินทรัพย์นั้นไปใช้ก่อให้เกิดรายได้ให้กับกิจการในอนาคต หรือการขยายการ

ลงทุนโดยการเปิดสาขาเพิ่มเพื่อให้ครอบคลุมพื้นที่ในการประกอบกิจการมากขึ้น หรือการนำเงินลงทุนไปลงทุนในธุรกิจประเภทอื่น ทั้งนี้ ความเสี่ยงทางการเงิน ไม่ส่งผลกระทบต่อ ผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น อาจเป็นเพราะ ความเสี่ยงทางการเงิน ที่วัดค่าจาก อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ไม่ส่งผลต่อการดำเนินธุรกิจ หรือการทำธุรกิจ

**การกำกับดูแลกิจการ** ผลการวิเคราะห์จากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า การกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่อ ผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตรากำไรสุทธิ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ การกำกับดูแลกิจการ ที่ดีช่วยสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน และสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน การกำกับดูแลกิจการ มีรากฐานที่สำคัญ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นมั่นใจว่าการดำเนินธุรกิจเป็นไปในแนวทางที่ก่อให้เกิดผลประโยชน์สูงสุด อีกทั้งนักลงทุนมองว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดี สามารถบริหารหรือสามารถทำกำไรได้ดี (Hossain, M; Prevost, A.K., and Rao, R.P., 2001) ผลการศึกษาดังกล่าว แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี แสดงให้เห็นการมีระบบบริหารจัดการแบบมืออาชีพ มีมาตรฐาน ส่งผลให้รายงานทางการเงินมีความน่าเชื่อถือ ทำให้เพิ่มมูลค่าให้กับองค์กร (Gruszczynski, 2006) และนักลงทุนสนใจลงทุนในหลักทรัพย์ (Takao and Cheryl, 2004)

**ผลการดำเนินงาน** ผลการวิเคราะห์จากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตรากำไรสุทธิ ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ กำไรสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของบริษัท กิจการที่มีการเจริญเติบโต แสดงถึงความสำเร็จในการการแข่งขันและสามารถในการทำกำไรของกิจการ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า ผู้บริหารสามารถบริหารงานได้อย่างมีประสิทธิภาพก่อให้เกิดความมั่งคั่งแก่กิจการ ข้อมูลอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตรากำไรสุทธิ เป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อนักลงทุนนำมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ (Kallunki, Martikainen and Martikainen, 1998)

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ เป็นอัตราส่วนแสดงถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดประโยชน์และผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นมากน้อยเพียงใด ผลจากการวิจัยชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดทุนของประเทศไทยได้นำข้อมูลผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มาประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าข้อมูลที่ประกาศในรายงานประจำปีนั้น มีคุณค่าและมีประโยชน์ต่อนักลงทุน (Kilpatrick and Wilburn, 2006)

อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นผลตอบแทนจากการดำเนินงานที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ ซึ่งผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นยิ่งสูง แสดงถึงประสิทธิภาพในการหากำไรสูง และเป็นการแสดงให้เห็นว่าเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของจะได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินงานของธุรกิจ ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนได้วิเคราะห์ว่า บริษัทมีความสามารถในการบริหารหรือมีความสามารถหากำไรได้ดี (Mondy et al., 2002) จึงนำข้อมูลอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มาประกอบการตัดสินใจลงทุน

อัตรากำไรสุทธิ เป็นผลตอบแทนจากการลงทุนที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น ทั้งนี้จะจ่ายเป็นเงินสด สิทธิประโยชน์ หรือเป็นหุ้นทุนของบริษัทแล้วแต่กรณี ผลการศึกษาดังกล่าว แสดงให้เห็นว่า การประกาศกำไรเป็นเหตุการณ์สำคัญ อัตรากำไรสุทธิสูงแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีผลประกอบการที่ดี หรือมีกำไรหรือส่วนเกิน ทำให้นักลงทุนให้ความสำคัญกับข้อมูลอัตรากำไรสุทธิ สะท้อนให้เห็นว่าผลการดำเนินงานที่ดีและเป็นการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นข่าวดี นักลงทุนจะคาดหวังความสามารถในการทำกำไรที่จะได้รับในอนาคตสูงขึ้น (Begley & Fischer, 1998) และผลงานวิจัยของ Rajgopal, Venkatachalam and Jiambalvo (1999) พบว่า บริษัทที่มีความสามารถในการหากำไรสูง ปัจจัยด้านกำไรเป็นสิ่งที่นักลงทุนนำมาพิจารณาในการตัดสินใจ

## ข้อจำกัดในงานวิจัยและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

### ข้อจำกัดในงานวิจัย

งานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นงานวิจัยที่มุ่งศึกษาปัจจัย ด้านความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการ ที่ส่งผลกระทบต่อ ผลการดำเนินงาน ประกอบด้วย ด้านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรสุทธิ และผู้วิจัยศึกษาผลการดำเนินงานที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม นอกเหนือจากตัวแปรหลัก ดังนั้น จึงมีการกำหนดตัวแปรควบคุมที่ใช้ในงานวิจัย อีกทั้งได้ศึกษา ราคาตลาดต่อกำไร โดยสรุปมีข้อจำกัดในงานวิจัย ดังนี้

1. ข้อมูลในรายงานประจำปีของแต่ละบริษัทและแต่ละปีมีข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์
2. จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยบางบริษัทไม่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ ด้วยงานวิจัยครั้งนี้ศึกษาบริษัทที่มีข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งการไม่มีข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์มีสาเหตุจากหลายปัจจัย ที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกาศห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ เช่น บริษัทไม่ปฏิบัติตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์เรื่องการเปิดเผยข้อมูล บริษัทไม่จัดส่งงบการเงินตามกำหนด บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แต่ไม่มีการซื้อขายหลักทรัพย์
3. การวิจัยครั้งนี้คำนิยามศัพท์ที่ใช้ในการวิจัยเป็นคำนิยามศัพท์ที่ผู้วิจัยได้กำหนดขึ้นมาเพื่อใช้ในงานวิจัยนี้เท่านั้น ซึ่งความหมายของศัพท์เหล่านี้อาจมีความหมายที่แตกต่างไปจากงานวิจัยอื่น

#### ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

1. ศึกษาปัจจัยอื่นที่มีการเปิดเผยในรายงานประจำปีที่มีต่อการตัดสินใจของนักลงทุน โดยการศึกษาเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอื่น เพื่อจะได้ทราบว่า มีปัจจัยใดส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ข้อมูลในรายงานประจำปีมีความสำคัญต่อนักลงทุนเหมือนหรือแตกต่างกันอย่างไร
2. งานวิจัยในอนาคตควรศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน และผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในประเด็นอื่น เพื่ออธิบายความมีประโยชน์ของข้อมูลในรายงานประจำปีว่ามีความสำคัญต่อนักลงทุนในการใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์หรือไม่อย่างไร
3. เทคนิคการวิเคราะห์อาจนำตัวแปรปรับและตัวแปรควบคุมอื่น เพื่อเปรียบเทียบผลการวิจัยจะได้ข้อค้นพบงานวิจัยที่เป็นประโยชน์และทำการทดสอบสมมติฐานด้วยวิธีอื่นนอกเหนือจากการใช้วิธีวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ
4. งานวิจัยในอนาคตอาจแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็นกลุ่ม ๆ ในการวิเคราะห์ เช่น แบ่งตามยอดขาย แบ่งตามช่วงปี พ.ศ. แบ่งตามทิศทางของผลตอบแทน เพื่อทดสอบปัจจัย ที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สรุป การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัย ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรสุทธิ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และศึกษาผลการดำเนินงานส่งผลกระทบต่อ ผลตอบแทนหลักทรัพย์ ด้านอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติและอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เหตุผลที่ผู้วิจัยมีความสนใจศึกษาเรื่องดังกล่าว เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปี เป็นการรายงานข้อมูลที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานของธุรกิจ เพื่อให้ผู้ใช้งบการเงินได้ข้อมูลที่ถูกต้อง ครบถ้วน สมบูรณ์ และเพียงพอต่อการตัดสินใจ โดยเฉพาะนักลงทุนเพื่อนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

สำหรับการทดสอบความมีคุณค่าของปัจจัยข้อมูลในรายงานประจำปี ผลงานวิจัยทางบัญชีในอดีตได้นำแนวคิดและทฤษฎีทางการเงินมาประยุกต์ใช้กับ ผลงานวิจัยของต่างประเทศและในประเทศได้สรุปสอดคล้องกันว่า นักลงทุนจะรวบรวมข้อมูลข่าวสาร ประกาศในตลาดหลักทรัพย์ใช้ประเมินการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยเฉพาะข้อมูลในรายงานประจำปี ทำให้ผู้วิจัยสนใจศึกษาว่าข้อมูลในรายงานประจำปี มีความสำคัญและมีประโยชน์ต่อนักลงทุนจริงหรือไม่ เพื่อให้ได้โมเดลของผลกระทบของข้อมูลในรายงานประจำปี ที่มีต่อการดำเนินงาน และผลตอบแทนหลักทรัพย์ ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ก่อนสร้างกรอบแนวความคิดงานวิจัย งานวิจัยฉบับนี้ดำเนินการตามขั้นตอนของการวิจัยเชิงประจักษ์ ซึ่งประชากรในงานวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชน ทั้งในรูปแบบของรายงานประจำปีและข้อมูลราคาหลักทรัพย์

ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยมีจำนวน 230 บริษัท สำหรับการเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560-2564 รวมจำนวน 5 ปี ประกอบด้วย ข้อมูล ความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน การกำกับดูแลกิจการ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม ราคาตลาดต่อกำไร ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่มีอยู่แล้ว คือ จากข้อมูล Set Smart ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลในระบบสารสนเทศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจากสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ก.ล.ด.)

ในการทดสอบสมมติฐาน ผู้วิจัยใช้วิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression analysis) ก่อนที่จะทดสอบสมมติฐานผู้วิจัยได้ตรวจสอบข้อมูลว่ามีความเหมาะสมกับการนำมาวิเคราะห์ด้วยเทคนิควิธีวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณหรือไม่ โดยผู้วิจัยได้ตรวจสอบความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมาก (Multicollinearity) และ การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation analysis)

ผลการทดสอบสมมติฐานจากกลุ่มตัวอย่าง พบว่า รายงานของผู้สอบบัญชี การลงทุนในบริษัทย่อยและบริษัทร่วม การกำกับดูแลกิจการที่ดี อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขาย ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย และอัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไรสุทธิส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติ และผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ความรับผิดชอบต่อสังคม การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส ภาษีอากร การสอบบัญชี ความเสี่ยงทางการเงิน และ การกำกับดูแลกิจการ ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น แตกต่างกัน และ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ และ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ



## บรรณานุกรม

- กัลยา วานิชย์บัญชา. 2560. การวิเคราะห์สถิติ: สำหรับการบริหารและวิจัย. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- จิรัตน์ สังข์แก้ว. 2544. การลงทุน. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์. 2555. ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. รายงานสืบเนื่องการประชุม วิชาการ มหาวิทยาลัยมหิดล ครั้งที่ 6. โรงแรมรอยัลริเวอร์ กรุงเทพฯ.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2555. หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี. กรุงเทพฯ: ศูนย์หนังสือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2561. รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สืบค้นเมื่อ 15 พฤษภาคม 2563 จาก <http://www.set.or.th>
- เมฆากุล เกียรติกระจาย และ ศิลปพร ศรีจันเพชร. 2547. ทฤษฎีบัญชี. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์ ทีพีเอ็น.
- Abarbanell, J. S., and Bushee, B. J. 1998. "Abnormal returns to a fundamental analysis strategy." **The Accounting Review** 73, 1: 19-45.
- Anderson, T. 1992. "Accounting earnings announcements and differential predisclosure information." **Abacus** 28, 2: 121-132.
- Azizkhani, M., Monroe, G. S., and Shailer, G. 2010. "The Value of Big 4 Audits in Australia." **Accounting & Finance** 50,4 : 743-766.
- Beaver, W. H., Paul, K., and Myron, S. 1970. "The association between market determined and accounting determined risk measures." **Accounting Review** 45, 4: 654-682.
- Beaver W., Lambert R., and Morse D. 1980. "The Information Content of Security Price," **Journal of Accounting and Economics** 2, 3-28.
- Begley, J., and Fischer, P. E. 1998. "Is there information in an earnings announcement delay?." **Review of Accounting Studies** 3,4 : 347-363.
- Behn, R.D. 2003. "Why measure performance? different purposes require different measures." **Public Administration Review** 63,5 : 586-606.

- Blowfield, M., and Frynas, J. G. 2005. "Setting New Agendas: Critical perspectives on Corporate Social Responsibility in the developing world." **Journal of International Affairs**, 81,3: 499-513.
- Bos, T., and Newbold, P. 1984. "An empirical investigation of the possibility of systematic stochastic risk in the market model," **Journal of Business** 57, 35-41.
- Bowman, R. G. 1979. "The theoretical relationship between systematic risk and financial accounting variables." **The Journal of Finance** 34, 3: 617-630.
- Bowen, H. R. 1953. **Social Responsibilities of the Businessman**. New York : Harper & Row,2
- Breeden, D., Gibbons, M., and Litzenberger, R. 1989. "Empirical tests of the consumption-oriented CAPM." **Journal of Finance** 44, 2: 231-262.
- Brigham, E. F., and Houston, J. F. 2001. **Fundamentals of financial management** (9th ed.). Boston: McGraw-Hill.
- Cheng, W. L., and Ahmad, J. 2010. "Incorporating stakeholder approach in corporate social responsibility (CSR): A case study at multinational corporations (MNCs) in Penang," **Social Responsibility Journal** 6,4 : 593-610.
- Chow, G. C. 1960. "Tests of equality between sets of coefficients in two linear regression." **Econometrical** 28, 3: 591-605.
- Dee, C. C., Lulseged, A. A., and Zhang, T. 2010. "Client Stock Market Reaction to PCAOB Sanctions Against a Big 4 Auditor." **Contemporary Accounting Research** 28,1 : 263–291.
- Dhaliwal, D.S., Gleason, C.A., Heitzman, S., and Melendrez, D.D. 2008. "Auditor fees and cost of debt." **Journal of Accounting, Auditing & Finance** 23,1 : 1-22.
- Easton, P. D., Edey, P. H., and Harris, T. S. 1993. "An investigation of revaluation of tangible long lived assets." **Journal of Accounting Research** 31, 3: 1-38.
- Evans, J.L., and Archer, S.H. 1968. "Diversification and the reduction of dispersion: an empirical analysis." **Journal of Finance** 23, 761-767.
- Fabozzi, F., and Markowitz, H. 2012. **The Theory and Practice of Investment Management: Asset Allocation, Valuation, Portfolio Construction, and Strategies**. New York: John Wiley & Sons.

- Fooladi, M., Shukor, Z. A., Saleh, N. M., and Jaffar, R. 2014. "The Effect of Corporate Governance & Divergence between Cash flow & Control Rights on Firm Performance: Evidence from Malaysia International." **Journal of Disclosure & Governance** 11,4 :326–340.
- Gopalakrishnan, V. 1994. "Accounting choice decisions and unleveled firms: Further evidence on debt/equity hypothesis." **Journal of Financial and Strategic Decision** 7, 3: 33-47.
- Gruszczynski, M. 2006. "Corporate governance and financial performance of companies in Poland." **International Advances in Economic Research** 126, 2: 251-259.
- Haw, I. M., Qi, D., and Wu, W. 2001. "The nature of information in accruals and cash flows in an emerging capital market: The case of china." **The International Journal of Accounting** 36, 4: 391-406.
- Hayn, C. 1989. "Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions." **Journal of Financial Economics** 23, 1: 121-153.
- Hossain, M; Prevost, A.K., and Rao, R.P. 2001. "Corporate governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance." **Pacific-Basin Finance Journal** 9, 119-145.
- Hu, S. Y. 1998. "The effects of the stock transaction tax on the stock market-Experiences from Asian markets." **Pacific Basin Finance Journal** 6, 3/4: 347-364.
- Ilyukhin, E. (2015). "The impact of financial leverage on firm performance: Evidence from Russia." **Journal of Corporate Finance Research** 2, 34 : 24-36.
- Javed, Z. H., Rao, H. H., Akram, B., and Nazir, M. F. 2015. "Effect of financial leverage on performance of the firms: Empirical evidence from Pakistan." **SPOUDAI-Journal of Economics and Business** 65, 1- 2 : 87-95.
- Jeffrey G., Matthew E., and Witt S. 2012. "Analyzing vehicle fuel saving opportunities through intelligent driver feedback SAE International." **Journal of Passenger Cars- Electronic and Electrical Systems** 5, 2: 450-461
- Jensen, M., and Meckling, W. 1976. "Theory of the firm: managerial behavior, agency theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure." **Journal of Financial Economics**, 3, 305–360.
- Johnson, B.J. 1971. Effect of Weed Competition on Sunflower. **Weed Science** 19, 378-380.

- Kallunki, J. P., Martikainen, M., and Martikainen, T. 1998. "Accounting income, income components and market to book equity ratios." **International Journal of Accounting** 33, 3: 359-375.
- Kilpatrick, B. G., and Wiburn, N.L. 2006. "Off balance sheet financial and operation lease: Impact on lessee financial ratios." **RMA Journal** 89, 4: 80-87.
- Lang, M., and Lundholm, R. 1993. "Cross sectional determinants of analyst rating of corporate disclosures." **Journal of Accounting Research** 31, 2: 246-271.
- Leventis, S., and Wetman, P. 2004. "Timeliness of financial reporting applicability of disclosure theories in an emerging capital market." **Accounting and Business Research** 34, 1: 43-56.
- Lin, H., and Lee, Y. 2017. "A study of the influence of organizational learning on employees' innovative behavior and work engagement by a cross-level examination." **Eurasia Journal of Mathematics, Science and Technology Education** 13, 7 : 3463-3478.
- Martinez, A.L., and Moraes, A.J. 2014. "Association between independent auditor fees and firm value: a study of brazilian public companies." **Journal of Modern Accounting and Auditing** 10,4 : 442-450.
- McColgan, P. 2001. **Agency Theory and Corporate Governance: A Review of the Literature from UK Perspective**. Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde, Glasgow.
- Mondy, R.W., Noe, R.M., and Premeaux, S.R. 2002. **Human resource management**. (8 th ed.). Pearson Education Press. New Jersey : Prentice Hall
- Moutinho, V., Cerqueira, A., and Brandao, E. 2012. **Audit Fees and Firm Performance**. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2180020>.
- Mule, R. K., Mukras, S., and Nzioka, O. M. 2015. Corporate size profitability and market value : an econometric panel analysis of listed firms in Kenya. **European Scientific Journal** 10, 13:376-396
- Okolie, A. O., and Izedonmi, F. O. 2014. "The Impact of Audit Quality on the Share Prices of Quoted Companies in Nigeria." **Research Journal of Finance and Accounting** 5, 8 : 150-166.

- Pannipa Rodwanna. 1996. "The impact on market reaction of mandated accounting change from the cost to equity method in equity investment: An empirical study on the stock exchange of Thailand." **doctoral dissertation**, Chulalongkorn University, Bangkok.
- Pham, T. T. K. 2016. "Research on the relationship between corporate governance and firm performance: empirical evidence from companies listed on the stock exchange in Vietnam." **Journal of Management and Applied Research** 3, 4 : 172-183.
- Pope, P., and Inyangete, C. G. 1992. "Differential information, the variability of UK stock returns, and earnings announcements." **Journal of Business Finance & Accounting** 19, 4: 603-623.
- Rajgopal, S., Venkatachalam, M., and Jiambalvo, J. 1999. **Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings?**. Working Paper, Stanford University.
- Sayyar, H., R. B., Rasid, S. A., and Elhabib, M. A. 2015. "The impact of audit quality on firm performance: evidence from Malaysia." **Journal of Advanced Review on Scientific Research** 10, 1 : 1-19.
- Sharpe, W. F. 1964. "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under condition of risk." **Journal of Finance** 19, 3: 425-442.
- Sinkey, J. F., Jr. 2002. **Commercial bank financial management in the financial service industry (6th ed.)**. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall.
- Stanley, J. D. 2011. "Is the audit fee disclosure a leading indicator of clients business Risk?" **Auditing A Journal of Practice & Theory** 30, 3 : 157-179.
- Tsoutsoua, M. 2004. **Corporate social responsibility and financial performance: Working paper series 2004-7**. Berkeley: Center for responsible business.
- Ujah, N. U., and Brusa, J. 2014. "Earnings management, financial leverage, & cash flow volatility: an analysis by industry." **Journal of Business & Economics** 5, 3 : 338-348.
- Walden, W.D., and Schwartz, B. N. 1997. "Environmental disclosures and public policy pressure." **Journal of Accounting and Public Policy** 16, 2: 125-154.
- Wang, Y.-F., and Huang, Y.-T. 2014. "How do auditors increase substantially firm value? International." **Journal of Economics and Finance** 6, 10 : 76-82.

- Weber, M. 2008. "The business case for corporate social responsibility: A company – level measurement approach for CSR." **European Management Journal** 26, 4 :247 – 261.
- ZarZeski, and Marilyn T. 1996. "Spontaneous harmonization effects culture and market forces on accounting disclosure practices." **Accounting Horizons** 10, 1: 18-37.

## ประวัติย่อผู้วิจัย

วัน เดือน ปีเกิด	วันที่ 28 มกราคม 2517
สถานที่เกิด	จังหวัดสตูล
สถานที่อยู่ปัจจุบัน	บ้านเลขที่ 90/198 หมู่บ้านโกลเด้นเพลส ถนนวัชรพล แขวงท่าแร้ง เขตบางเขน กรุงเทพมหานคร 10220
ชื่อ	นางสาวฐิตาภรณ์ สีนจรรย์ศักดิ์
ตำแหน่งหน้าที่การงานปัจจุบัน	คณบดีคณะบัญชี และ รักษาการผู้อำนวยการหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต
สถานที่ทำงานปัจจุบัน	คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม วิทยาเขตบางเขน
ประวัติการศึกษา	พ.ศ. 2540 บช.บ. (การบัญชี) จาก มหาวิทยาลัยเกริก พ.ศ. 2542 บช.ม. (การบัญชี) จาก มหาวิทยาลัยศรีปทุม พ.ศ. 2557 M.B.A. (International Business Management) จาก Stamford International University พ.ศ. 2552 ปร.ด. (การบัญชี) จาก มหาวิทยาลัยรามคำแหง