



การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Good Corporate Governance Effects on Earnings Management and Firm Value  
of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

ฉัฐติพร พระโพธิ์<sup>1</sup>, มนตรี ช่วยชู<sup>2</sup> และวรกร แซ่มเมืองปัก<sup>3</sup>

<sup>1</sup>นักศึกษาระดับปริญญาโท สาขาการบัญชี คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม, amthi18@gmail.com

<sup>2</sup>อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก หลักสูตรปริญญาโท สาขาการบัญชี คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม, montreaudit2525@hotmail.com

<sup>3</sup>อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม หลักสูตรปริญญาโท สาขาการบัญชี คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม, worakornch@gmail.com

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ และทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยจำนวน 468 บริษัท ทำการศึกษาการเปิดเผยข้อมูลจากงบการเงินประจำปีและแบบรายงาน (แบบ 56-1) ในปี 2560 เนื่องจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560 (Corporate Governance Code) ในปี 2560 ใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการ โครงสร้างแบบ Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC)

ผลการวิจัย พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบว่า 1) การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไร และมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ และ 2) การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการที่ดี, การจัดการกำไร, มูลค่ากิจการ

ABSTRACT

This research aimed at examining the influences of good corporate governance on earnings management and firm value and influences of earnings management on firm value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. Sample size 468 companies Information in annual financial statement and annual registration statement (Form 56-1), in 2017. As the office of the Securities & Exchange Commission has issued Corporate Governance Code for listed companies 2017 in the year 2017 were studied with the Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model.

The results on every model showed significant influences of good corporate governance, and earnings management on firm value 1) corporate governance code possessed a negative direct effect on earnings management and a positive direct effect on firm value, and 2) earnings management possessed a negative direct effect on firm value.

**Keywords:** Good Corporate Governance, Earnings Management, Firm Value



## 1. บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญ และประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี แนวปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นประเด็นที่หลายประเทศประสบปัญหา หลังจากวิกฤตการณ์การเงินในปี 2540 จึงได้มีการนำการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Governance) มาใช้ในการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Zabri, Ahmad & Wah, 2016, pp. 287-296) ประเทศไทยได้เล็งเห็นถึงความสำคัญของการสร้างความเชื่อมั่นในตลาดทุน เนื่องจากตลาดทุนมีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจและสังคมของประเทศเพราะเป็นแหล่งระดมทุนให้แก่หน่วยงานภาครัฐและภาคเอกชนที่ช่วยสร้างความสมดุลให้แก่ระบบการเงิน และเป็นกลไกขับเคลื่อนระบบเศรษฐกิจ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2563)

ประเทศไทยได้พัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อให้แน่ใจว่ารายงานทางการเงินเชื่อถือได้ เนื่องจางบการเงินเป็นเครื่องมือสำคัญที่ใช้ในการตัดสินใจของนักลงทุน นักวิเคราะห์ ผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการ (Stiglbauer & Velte, 2014, pp. 395-406) ดังนั้น งบการเงินต้องมีคุณภาพเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ (Abdillah, Mardijuwono & Habiburrochma, 2019, pp. 129-144) งานวิจัยในอดีตแสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลต่อการดำเนินงานที่ดีและสร้างผลตอบแทนที่สูงมากในอนาคต (Hodgson, Lhaopadchan & Buakes, 2011, pp. 53-79) งานวิจัยของ Black, Jang & Kim (2005, pp. 1-67) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลต่อการดำเนินงานที่ดีของบริษัทและเป็นโอกาสในการลดการทุจริต

จากเหตุผลดังกล่าวข้างต้น งานวิจัยครั้งนี้จึงสนใจที่จะทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ และทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยงานวิจัยฉบับนี้จะสะท้อนให้เห็นถึงคุณค่าในการให้ข้อมูลที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ เข้าใจความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดีอันจะเป็นประโยชน์ในการสร้างความเชื่อมั่นต่อผู้ถือหุ้น นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย นอกจากนี้หน่วยงานที่กำกับดูแลยังสามารถนำผลการวิจัยนี้ไปใช้ในการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมทั้งพัฒนาและปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อไป

## 2. วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อทดสอบอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อทดสอบอิทธิพลของการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### สมมติฐานการวิจัย

การกำหนดสมมติฐานการวิจัยเรื่อง การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานการวิจัยไว้ดังนี้

- สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 1 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร
- สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 2 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ
- สมมติฐานการวิจัยข้อที่ 3 การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ



### 3. การดำเนินการวิจัย

#### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2562 จำนวน 773 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) จำนวนดังกล่าวไม่รวมกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดเอ็ม เอ ไอ 163 บริษัท เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในกลุ่ม (MAI) ไม่สามารถระบุวัตถุประสงค์ของการระดมทุนได้อย่างชัดเจนอาจจะส่งผลกระทบต่อการวิเคราะห์ข้อมูล (Booth et al., 2000, Sukcharoensin, 2003) กลุ่มกองทุนต่างๆ 61 บริษัท กลุ่มธุรกิจการเงิน 60 บริษัท และบริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วนตามวัตถุประสงค์ 21 บริษัท ดังนั้นประชากรที่ใช้ในการวิจัยคงเหลือทั้งสิ้น 468 บริษัท

ผู้วิจัยเลือกกลุ่มตัวอย่างจากประชากรทั้งหมดจำนวน 468 บริษัท ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขของ Hair et al., (1998) ได้กำหนดขนาดกลุ่มตัวอย่างไว้ว่าควรใช้กลุ่มตัวอย่าง 100-200 บริษัท

#### เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และนำมาสร้างเครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล ซึ่งได้แก่ แบบตรวจสอบรายการ เพื่อใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล

#### การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลจากแบบตรวจสอบรายการที่ผู้วิจัยดำเนินการจัดบันทึก การกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบด้วย (1) การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน (2) การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อความยั่งยืน (3) การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิภาพ (4) การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (5) การส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบต่อ (6) การดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (7) การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล และ (8) สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น การจัดการกำไร ผู้วิจัยคำนวณการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Jones, 1991, pp.193-228) เนื่องจากการศึกษางานวิจัยในอดีต เช่น Dechow, Sloan & Sweeney (1995, pp.193-225) แสดงให้เห็นว่าตัวแบบดังกล่าวเป็นตัวแบบที่ดีที่สุดในการทดสอบรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร และมูลค่ากิจการ ประกอบด้วย (1) อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (2) อัตรากำไรต่อหุ้น (3) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ และ (4) อัตราส่วนวัดผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลบัญชีการเงินประจำปีและแบบรายงาน (แบบ 56-1) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในรอบระยะเวลาบัญชี ปี 2560 ของแต่ละบริษัท จากฐานข้อมูล SETSMART ทำการตรวจสอบความถูกต้อง สมบูรณ์ก่อนการวิเคราะห์ข้อมูล

#### วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยใช้การบรรยายโดยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และการวิเคราะห์สถิติพหุตัวแปร โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model) สำหรับการวิเคราะห์การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการ และการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model) แบบ Multiple

Indicators and Multiple Causes (MIMIC) Model เนื่องจากโมเดลสมการ โครงสร้างมีความโดดเด่นด้านการประมาณค่าความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องภายใน และความสัมพันธ์แบบหลายตัวแปร

#### 4. ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ตามสมมติฐาน (Hypothesized Model) มีการปรับโมเดลโดยยอมให้ความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันได้ ซึ่งตรงกับสภาพความเป็นจริง ผู้วิจัยจึงปรับโมเดลเพื่อให้สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยยอมให้ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Variance) มีความสัมพันธ์กันได้ตามความเป็นจริง ค่าความคลาดเคลื่อนที่มีความสัมพันธ์กัน แสดงได้ดังตารางที่ 1 และภาพประกอบที่ 1

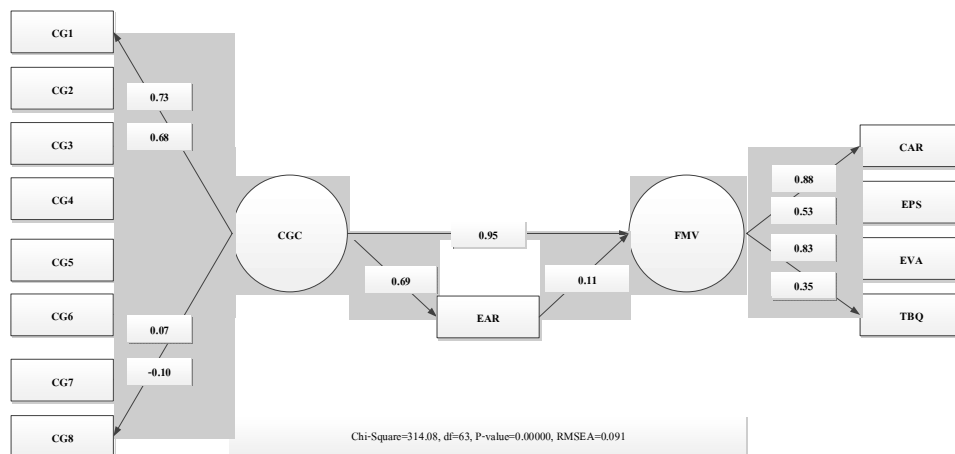
ตารางที่ 1 ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐานของโมเดล

Path Diagram	Path Coefficients	Standard Errors	t-values
<b>GAMMA</b>			
CGC → FMV	0.95**	0.05	18.72
CGC → EAR	0.69**	0.04	15.81
<b>BETA</b>			
EAR → FMV	0.11*	0.04	2.49

หมายเหตุ: Path Diagram คือ แผนภาพเส้นทาง, Path Coefficients คือ สัมประสิทธิ์เส้นทาง

\* หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ( $1.960 \leq t\text{-value} < 2.576$ )

\*\* หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ( $t\text{-value} \geq 2.576$ )



หมายเหตุ  $p^* < .05, p^{**} < .01$

ภาพประกอบที่ 1 โมเดลสมการการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ก่อนปรับโมเดล)



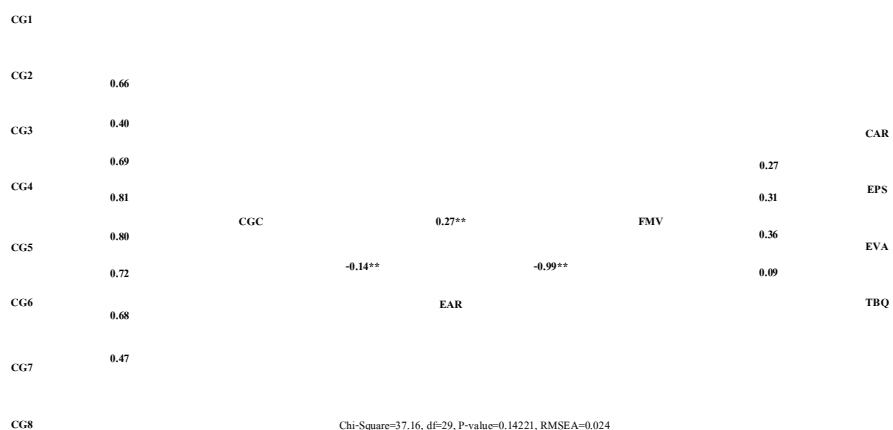
จากตารางที่ 1 และภาพประกอบที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า ตามสมมติฐานไม่สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์แสดงว่าปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าโมเดลตามทฤษฎีสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ทั้งนี้พิจารณาจากค่าสถิติไค-สแควร์ ( $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 314.08 องศาอิสระ (df) มีค่าเท่ากับ 63 แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $p$ -value = 0.00000) ตามมาตรฐานควรมีค่ามากกว่า .05 ค่า RMSEA มีค่าเท่ากับ 0.091 (ตามมาตรฐานควรมีค่าน้อยกว่า 0.05)

ผลการวิเคราะห์ตามสมมติฐานมีการปรับ โมเดล โดยยอมให้ความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันได้ ซึ่งตรงกับสภาพความเป็นจริง ผู้วิจัยจึงปรับ โมเดลเพื่อให้สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ แสดงได้ดังตารางที่ 2 และภาพประกอบที่ 2

ตารางที่ 2 ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางค่าความผิดพลาดมาตรฐานของ โมเดล

Path Diagram	Path Coefficients	Standard Errors	t-values
<b>GAMMA</b>			
CGC→FMV	0.27**	0.10	2.62
CGC→EAR	-0.14**	0.05	2.81
<b>BETA</b>			
EAR→FMV	-0.99**	0.33	3.04

หมายเหตุ: Path Diagram คือ แผนภาพเส้นทาง, Path Coefficients คือ สัมประสิทธิ์เส้นทาง  
\* หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ( $1.960 \leq t\text{-value} < 2.576$ )  
\*\* หมายถึง นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ( $t\text{-value} \geq 2.576$ )



หมายเหตุ  $p^* < .05$ ,  $p^{**} < .01$

ภาพประกอบที่ 2 โมเดลสมการการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (หลังปรับโมเดล)



### ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลระหว่างตัวแปรสาเหตุกับตัวแปรแฝงภายใน

จากตารางที่ 2 ภาพประกอบที่ 2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า โมเดลสมการ โครงสร้างหลังการปรับ โมเดล สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ แสดงว่ายอมรับสมมติฐานหลักที่ว่า โมเดลตามทฤษฎีสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูล เชิงประจักษ์ ทั้งนี้พิจารณาจากค่าสถิติ ค่าสถิติไค-สแควร์ ( $\chi^2$ ) มีค่าเท่ากับ 37.16 องศาอิสระ (df) มีค่าเท่ากับ 29 แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value = 0.14221) ตามมาตรฐานควรมีค่ามากกว่า .05 และค่า RMSEA มี ค่าเท่ากับ 0.024 (ตามมาตรฐานควรมีค่าน้อยกว่า 0.05)

กล่าวโดยสรุป ผลการวิเคราะห์ตามสมมติฐาน (Hypothesized Model) มีการปรับโมเดลโดยยอมให้ความ คลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันได้ ซึ่งตรงกับสภาพความเป็นจริง ผู้วิจัยจึงปรับโมเดลเพื่อให้สอดคล้องกับข้อมูลเชิง ประจักษ์

ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลตามโมเดลสมการ โครงสร้างหลังการปรับแสดงการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนำเสนอ เป็นสองส่วน คือ (1) โมเดลการวัด ซึ่งประกอบไปด้วยเส้นทางอิทธิพลระหว่างตัวแปรสังเกตได้ภายในกับตัวแปรแฝง ภายใน (LAMBDA-Y) และ (2) ส่วนของโครงสร้าง ประกอบด้วย (2.1) เส้นทางอิทธิพลระหว่างตัวแปรสาเหตุกับ ตัวแปรแฝงภายใน (GAMMA) และ (2.2) เส้นทางอิทธิพลระหว่างตัวแปรแฝงภายในกับตัวแปรแฝงภายใน (BETA)

1. ผลการวิเคราะห์โมเดลการวัด (measurement model) โมเดลสมการ โครงสร้างหลังการปรับแสดงการ กำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย เมื่อพิจารณาค่าน้ำหนักองค์ประกอบของตัวแปรสังเกตได้ภายในกับตัวแปรแฝงภายในการกำกับดูแล กิจการที่ดี (CGC) พบว่า สรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารบุคลากร (CG4) มีค่าน้ำหนัก องค์ประกอบมากที่สุด เท่ากับ 0.81 รองลงมาคือ ส่งเสริมนวัตกรรมและการประกอบธุรกิจอย่างมีความรับผิดชอบ (CG5) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.80 ดูแลให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่เหมาะสม (CG6) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.72 เสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล (CG3) มีค่าน้ำหนัก องค์ประกอบเท่ากับ 0.69 รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล (CG7) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ เท่ากับ 0.68 ตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่ กิจการอย่างยั่งยืน (CG1) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.66 สนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น (CG8) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.47 และกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการที่เป็นไปเพื่อ ความยั่งยืน (CG2) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.40

ผลการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของตัวแปรสังเกตได้ภายในกับตัวแปรแฝงภายใน FMV พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EAV) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบมากที่สุด เท่ากับ 0.36 รองลงมาคือ อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.31 อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (CAR) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบ เท่ากับ 0.27 และอัตราส่วนวัดผลการดำเนินงาน (TBQ) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.09

2. ผลการวิเคราะห์โมเดลสมการ โครงสร้างหลังการปรับแสดงการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลต่อการ จัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.1 ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลระหว่างตัวแปรสาเหตุกับตัวแปรแฝงภายใน เป็นการวิเคราะห์ โครงสร้างระหว่างตัวแปรสาเหตุและตัวแปรแฝงภายใน พบว่า ตัวแปรสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรแฝงภายในอย่าง



มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ประกอบด้วย ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) กับตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมากที่สุด เท่ากับ 0.27 รองลงมาคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) กับตัวแปรการจัดการกำไร (EAR) มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ -0.14

2.2 ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลระหว่างตัวแปรแฝงภายในกับตัวแปรแฝงภายใน เมื่อพิจารณาโครงสร้างระหว่างตัวแปรแฝงภายในกับตัวแปรแฝงภายใน พบว่า ตัวแปรสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรแฝงภายใน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ประกอบด้วย ตัวแปรการจัดการกำไร (EAR) กับตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ -0.99

การเปรียบเทียบค่าสถิติความสอดคล้องของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ระหว่างโมเดลที่สร้างตามสมมติฐาน (hypothesized model) และ โมเดลที่ปรับเปลี่ยน (modified model) เมื่อนำผลการวิเคราะห์ทั้งสองโมเดลมาเปรียบเทียบกัน พบว่า หลังจากปรับโมเดลตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์สถิติด้วยโปรแกรมลิสมัล ซึ่งยอมให้ความคลาดเคลื่อน (error variance) มีความสัมพันธ์กันได้ (นงลักษณ์ วิรัชชัย, 2542 หน้า 312) ส่งผลให้โมเดลที่ได้รับการปรับเปลี่ยนมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลรวม

ดัชนีความกลมกลืน	เกณฑ์	ค่าดัชนีที่วัดได้	ผลการพิจารณา
$\chi^2/df$	< 2.00	1.28	ผ่านเกณฑ์
GFI	$\geq 0.95$	0.99	ผ่านเกณฑ์
AGFI	$\geq 0.90$	0.96	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.05	0.024	ผ่านเกณฑ์
NFI	$\geq 0.90$	0.99	ผ่านเกณฑ์
NNFI	$\geq 0.90$	0.99	ผ่านเกณฑ์
CFI	$\geq 0.90$	1.00	ผ่านเกณฑ์
SRMR	< 0.05	0.028	ผ่านเกณฑ์
Critical N	> 200	630.55	ผ่านเกณฑ์

ผลการทดสอบสมมติฐานจากโมเดลที่ปรับแล้ว โดยการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม ระหว่างตัวแปรแฝงของโมเดลการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงได้ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์เส้นทางโมเดลสมการ โครงสร้างตามสมมติฐาน

ตัวแปร	EAR			FMV		
	TE	DE	IE	TE	DE	IE
CGC	-0.14** (0.05)	-0.14** (0.05)		0.41** (0.14)	0.27** (0.10)	0.14* (0.07)



EAR	-0.99**	-0.99**	-
	(0.33)	(0.33)	
ตัวแปรสังเกตได้	EAR	FMV	
R <sup>2</sup>	0.17	0.02	
$\chi^2 = 37.16$ , $df = 29$ , $\chi^2/2 = 1.28$ , P-value = 0.14221, GFI = 0.99, AGFI = 0.96, NFI = 0.99, NNFI = 0.99, CFI = 1.00, RMSEA = 0.024, SRMR = 0.028, CN = 630.55			

หมายเหตุ p\* < .05 , p\*\* < .01

อิทธิพลรวม (TE) อิทธิพลทางตรง (DE) และอิทธิพลทางอ้อม (IE)

จากตารางที่ 4 พบว่า ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อตัวแปรการจัดการกำไร (EAR) ด้วยค่าน้ำหนักเท่ากับ -0.14 และมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าน้ำหนักเท่ากับ 0.27 นอกจากนี้ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGC) มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าน้ำหนักเท่ากับ 0.14 โดยผ่านตัวแปรการจัดการกำไร (EAR) และตัวแปรการจัดการกำไร (EAR) มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อตัวแปรมูลค่ากิจการ (FMV) ด้วยค่าน้ำหนักเท่ากับ -0.99

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบ สมมติฐาน	ทิศทางอิทธิพล
H: 1 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไร	ยอมรับ	-**
H: 2 การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	ยอมรับ	+**
H: 3 การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ	ยอมรับ	-**

หมายเหตุ +\*\* หมายถึง มีอิทธิพลในทิศทางบวกอย่างมีสาระสำคัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

-\*\* หมายถึง มีอิทธิพลในทิศทางลบอย่างมีสาระสำคัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

## 5. การอภิปรายผล

การวิจัยครั้งนี้พบว่า กำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อการจัดการกำไรหากบริษัทให้ความสำคัญต่อการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดโอกาสในการจัดการกำไรให้น้อยลงได้ สอดคล้องกับสุนทรีย์ เหล่าพิพัฒน์, พรอนงค์ บุญราตรี และเดวิด ฮิลลิ (2559 หน้า 1) พบว่า การมีธรรมาภิบาลส่งผลให้การจัดการกำไรลดลง งานวิจัยของ Helaly, Shehata & Sherif (2018, pp. 373-390) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีนัยสำคัญต่อระดับการจัดการกำไร และการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีการรายงานข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นตามไปด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Chitnomrath, Evans & Christopher (2011, pp. 50-67) พบว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการเพิ่มมูลค่ากิจการ

ในขณะที่การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Akram et al., (2015, pp. 211-220) พบว่า การจัดการกำไรในประเทศปากีสถานมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ





อย่างมีนัยสำคัญ ศิลปพร ศรีจันทเพชร และอนุวัฒน์ ภักดี (2562 หน้า 101-116) สะท้อนว่าการจัดการกำไรจะเป็นปัจจัยชี้้นำให้กลุ่มนักลงทุนต้องให้ความสำคัญระมัดระวังในการตัดสินใจต่อข้อมูลซึ่งผลการวิจัยครั้งนี้ก็สนับสนุนแนวความคิดที่ว่าเมื่อลดการจัดการกำไรลงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น

## 6. บทสรุปและข้อเสนอแนะ

ผลการวิจัยในประเด็นการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะเป็นข้อมูลสำหรับคณะกรรมการบริษัทในการกำกับดูแลให้มีการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อส่งผลกระทบต่อคุณภาพของรายงานทางการเงินซึ่งเป็นไปตามหลักเกณฑ์ของการรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนที่ต้องปฏิบัติตามจะส่งผลให้ลดการจัดการลงและสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน

### ข้อจำกัดของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลในปี 2560 เนื่องจากหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 ได้ออกหลักการใหม่มาในปี 2560 เพื่อพัฒนาประเด็นใหม่ๆ ให้ครอบคลุมถึงแนวคิดหรือปัจจัยที่เปลี่ยนไป

### ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

1. การศึกษาครั้งต่อไปควรมีการศึกษาในช่วงระยะเวลาที่เพิ่มขึ้น โดยใช้กรอบแนวความคิดนี้ เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาในช่วงเริ่มต้นของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ปี 2560 เพื่อยืนยันผลการวิจัย
2. การศึกษาในครั้งต่อไปควรมีการวิจัยโดยจำแนกเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อทำการเจาะลึกผลการศึกษาเนื่องจากอุตสาหกรรมแต่ละประเภทมีสถานะการแข่งขันที่แตกต่างกันออกไป ซึ่งจะมีผลต่อการดำเนินธุรกิจที่แตกต่างกันไปด้วย
3. การวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยศึกษาข้อมูลทุติยภูมิประกอบกับผลงานวิจัยที่ผ่านมา ทั้งนี้อาจมีความเป็นไปได้ที่จะมีตัวแปรอื่นๆ ที่อาจมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้นการวิจัยในอนาคตผู้ที่สนใจอาจเพิ่มตัวแปรที่เป็นปัจจัยสำคัญที่สามารถร่วมอธิบายมูลค่ากิจการให้ครอบคลุมยิ่งขึ้น

## เอกสารอ้างอิง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์. สืบค้น 9 มกราคม 2562

จาก <http://www.set.or.th/th/company/companylist.html>

นงลักษณ์ วิรัชชัย. (2542). โมเดลลิเรล: สถิติวิเคราะห์สำหรับการวิจัย. กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

หน้า 312.

ศิลปพร ศรีจันทเพชร และอนุวัฒน์ ภักดี. (2562). กลไกการกำกับดูแลกิจการ ลักษณะองค์กรและคุณภาพการสอบ

บัญชี: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ,

8(1), 101-116.

สุนทรีย์ เหล่าพัดจัน, พรอนงค์ บุญราตรี และเดวิด อิลลิ. (2559). การจัดการกำไร ธรรมชาติและการซื้อขายหุ้น

ของบุคคลในกรณี: กรณีศึกษาประเทศไทย. จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์, 149, หน้า 1.



- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2563). การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการพัฒนา  
กิจการเพื่อความยั่งยืน. สืบค้น 10 พฤษภาคม 2563, จาก  
<https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/Pages/OVERVIEW/CGANDSUSTAINABLEBUSINESSDEVELOPMENT.aspx>
- Abdillah, M, R., Mardijuwono, A, W., & Habiburrochma, H. (2019). The effect of company characteristics and  
auditor characteristics to audit report lag. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 129-144.
- Akram, M, A., Hunjra, A, I., Butt, S., & Ijaz, I. (2015). Earnings management and organizational performance:  
Pakistan VS India. *Journal of Business Management and Accounts*, 4(9), 211-220.
- Black, B, S., Jang, H., Kim, W. (2005). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values: Evidence from  
Korea. *Journal of Law, Economics & Organization*, 1-67.
- Booth, T., Ainscow, M., Black-Hawkins, K., Vaughan, M., & Shaw, L. (2000). *Index for Inclusion: Developing  
Learning and Participation in Schools*. Bristol, Centre for Studies on Inclusive Education.
- Chitnomrath, T., Evans, R., & Christopher, T. (2011). Corporate governance and post-bankruptcy reorganization  
performance Evidence from Thailand. *Asian Review of Accounting*, 19(1), 50-67.
- Dechow, P, M., Sloan, R, G., & Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *The accounting review*,  
70(2), pp. 193-225.
- Hair, J, F., Anderson, R, E., Tatham, R, L. & Black, W, C. (1998). *Multivariate Data Analysis (5th ed.)*. Upper  
Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Helaly, M, El., Shehata, N, F., & Sherif, R, El. (2018). National corporate governance, GMI  
ratings and earnings management: A country level study. *Asian Review of Accounting*, 26(3), 373-390.
- Hodgson, A., Lhaopadchan, S., & Buakes, S. (2011). How informative is the Thai corporate governance index  
A financial approach. *International Journal of Accounting & Information Management*, 19(1), 53-79.
- Jones, J, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*,  
29(2), 193-228.
- Stiglbauer, M., & Velte, P. (2014). Impact of soft law regulation by corporate governance codes on firm valuation:  
the case of Germany. *The international journal of business in society*, 14(3), 395-406.
- Sukcharoensin, S. (2003). *Essays on Corporate Governance, Outside Directors, and Firm Performance*.  
Unpublished DBA dissertation, Thammasat University, Chulalongkorn University, and National Institute  
Development Administration, Thailand.
- Zabri, S, M., Ahmad, K. & Wah, K, K. (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence  
from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*, 35, 287-296.