



in
collaboration
with



National Research Alliance Dialogue on Corporate Governance 2018

Thursday, 15th November 2018
Sasin Hall, Sasin Graduate Institute of Business
Administration of Chulalongkorn University



Supported by



เอกสารประกอบการประชุม

National Research Alliance Dialogue on
Corporate Governance 2018



องค์กรร่วม

1. สถาบันกรรมการบริษัทไทย
2. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
3. มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
4. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
5. มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์
6. มหาวิทยาลัยมหิดล
7. วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์
8. สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
9. สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ (นิด้า)

รายนามผู้ทรงคุณวุฒิพิจารณาบทความ

ลำดับ	ชื่อ	สถาบัน
1	รศ.ดร.ชาติรี จันทรโคติกา	คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
2	ดร.ศักดิ์กานม มณีเนพ	คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
3	ผศ.ดร. ปิยะภัสร ธาระวานิช	วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
4	ผศ.ดร.กอบกุล จันทรโคติกา	วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์
5	คุณวสุ ศรีวิภา	สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
6	ดร. ถนอมศักดิ์ สุวรรณน้อย	ที่ปรึกษา สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

บทนำ

สถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) มีภารกิจหลักในการพัฒนาและส่งเสริมให้เกิดการดำเนินธุรกิจตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งที่ผ่านมา IOD ได้ให้ความสำคัญกับการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนเป็นหลัก จนปัจจุบัน การกำกับดูแลกิจการในบริษัทจดทะเบียนไทยได้รับการยอมรับทั้งจากภายในและต่างประเทศว่า มีพัฒนาการที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม IOD ตระหนักถึงความสำคัญของการส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการในวงกว้างมากขึ้น จึงได้ร่วมกับมหาวิทยาลัยและองค์กรชั้นนำกว่า 8 แห่ง จัดงาน “National Research Alliance Dialogue on Corporate Governance” ขึ้นเป็นประจำทุกปีนับตั้งแต่ปี 2557 และได้เปิดรับผลงานวิชาการและผลงานวิจัยที่มีเนื้อหาเกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ/ธรรมาภิบาล (Corporate Governance) เพื่อเป็นเวทีในการเผยแพร่ผลงานวิชาการทางด้านการกำกับดูแลกิจการ และเปิดโอกาสให้กรรมการและผู้บริหาร นักวิชาการ นักวิจัย อาจารย์ นิสิต นักศึกษาและบุคคลทั่วไปที่สนใจได้แลกเปลี่ยนความคิดเห็นในประเด็นการกำกับดูแลกิจการ รวมทั้ง เพื่อเป็นการกระตุ้นและสร้างแรงบันดาลใจให้เห็นความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ

สารบัญ

กำหนดการ	1
เอกสารประกอบการนำเสนอผลงาน	
ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เมื่อคัดเลือกเข้ามารวมหรือถูกตัดออกจากดัชนี DJSI WORLD	3
โดย นางสาวณัฐชา สีลาสุภา มหาวิทยาลัยมหิดล	
Earnings Announcement and Earnings Response after Implementation of IFRS in Thailand	20
โดย อาจารย์มรรษกร เชื้อทองฮั่ว วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์	
Financial information disclosure: XBRL and Earnings Quality	42
โดย ผศ.ดร.นพนภา จุลโลบล วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์	
ผลของการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน และการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อผลการดำเนินงานบริษัท	55
โดย คุณวไลรัตน์ ผ่องจิตต์ วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์ และกรรมการ บมจ. พรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง และ บมจ. พรีเมียร์ เอ็นเตอร์ไพรซ์	
The Role of Supreme Audit Institution and Stakeholder Engagement: Way forward of State Audit Office of the Kingdom of Thailand	57
โดย ดร.สุทธิ สุนทรานุรักษ์ และ ว่าที่ร้อยเอกปิติกุณ นิลถนอม สำนักงานการตรวจเงินแผ่นดิน	
ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	72
โดย ผศ.ดร.ชัยยุทธ ผดุงศักดิ์สวัสดิ์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ และกรรมการ บริษัท สยามนุวัตร จำกัด	

กำหนดการ

- 08.00-08.30 ลงทะเบียน
- 08.30-08.45 กล่าวเปิดประชุม
โดย คุณชัยวัฒน์ อุทัยวรรณ
รักษาการกรรมการผู้อำนวยการ IOD
- 08.45-09.10 การเสวนา “**Digital Disruption's Impact on Leadership**”
โดย คุณพารณ อิศรเสนา ณ อยุธยา
ผู้อำนวยการ สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ดำเนินการเสวนา โดย ดร. ธนัย ชรินทร์สาร
กรรมการ บมจ. ดีคอนโปรดักส์
- 09.10-09.30 รับประทานอาหารว่าง
- 09.30-12.30 การนำเสนอผลงานวิจัย
Session Chair: รศ.ดร. ชาตรี จันทร์โคลิกา
อาจารย์ประจำ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- งานวิจัยที่ 1 ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เมื่อคัดเลือกเข้ามารวมหรือถูกคัดออกจากดัชนี DJSI WORLD**
โดย คุณณัฐชา ลีลาสุภา มหาวิทยาลัยมหิดล
- งานวิจัยที่ 2 Earnings Announcement and Earnings Response after Implementation of IFRS in Thailand**
โดย อาจารย์มรรษภร เชื้อทองฮั่ว อาจารย์ประจำ วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์
- งานวิจัยที่ 3 Financial information disclosure: XBRL and Earnings Quality**
โดย ผศ.ดร.นพนภา จุลโลบล อาจารย์ประจำ วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์
- งานวิจัยที่ 4 ผลของการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน และการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อผล การดำเนินงานบริษัท**
โดย คุณวไลรัตน์ ผ่องจิตต์ วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์
และกรรมการ บมจ. พรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง และ บมจ. พรีเมียร์ เอ็นเตอร์ไพรซ์
- งานวิจัยที่ 5 The Role of Supreme Audit Institution and Stakeholder Engagement: Way forward of State Audit Office of the Kingdom of Thailand**
โดย ดร.สุทธิ สุนทรานุรักษ์ และ ว่าที่ร้อยเอกปิติกุณ นิลถนอม
สำนักงานการตรวจเงินแผ่นดิน

09.50-12.30 **การนำเสนอผลงานวิจัย (ต่อ)**

**งานวิจัยที่ 6 ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

โดย ผศ.ดร.ชัยยุทธ ผดุงศักดิ์สวัสดิ์ อาจารย์ประจำ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ และกรรมการ บริษัท สยามนิวตริ จำกัด

12.30-12.45 **พิธีมอบรางวัล**

12.45 น. **ปิดงานและรับประทานอาหารกลางวันร่วมกัน**

ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เมื่อคัดเลือกเข้ามารวมหรือถูกคัดออกจาก ดัชนี DJSI WORLD

กมลชนก นิเวศรทนต์, ณิชฐา ลีลาสุภา, มีนา รุ่งรัมย์¹
มหาวิทยาลัยมหิดล

¹ นางสาวกมลชนก นิเวศรทนต์ (โทร 092-015-4613, Email: nannie_22@hotmail.com) เป็นพนักงานรัฐวิสาหกิจ ธนาคาร
ออมสิน, นางสาว ณิชฐา ลีลาสุภา (โทร 061-665-6979, Email: l.nattacha@gmail.com) เป็นพนักงานบริษัทเรคคิทท์ เบนคิเซอร์ เฮลท์
แคร์ (ประเทศไทย) จำกัด, นางสาว มีนา รุ่งรัมย์ (โทร 061-659-9398, Email: meenahut@gmail.com) เป็นพนักงานบริษัท หลักทรัพย์
กสิกรไทย จำกัด (มหาชน)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เมื่อหลักทรัพย์ถูกเลือกเข้าหรือคัดออกจากดัชนี DJSI World โดยศึกษาข้อมูลระหว่างปี 2003-2017 จำนวนข้อมูลทั้งหมด 992 เหตุการณ์ แบ่งเป็นหลักทรัพย์ที่ถูกคัดเลือกเข้าดัชนี 514 เหตุการณ์ และหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนี 478 เหตุการณ์ ผลการศึกษาพบว่าในวันประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อคัดเลือกเข้าดัชนีหรือวันที่เกิดเหตุการณ์ (-1,0) ไม่พบผลตอบแทนที่ผิดปกติ ในขณะที่การถูกคัดออกจากดัชนี มีเพียงกลุ่มทวีปอเมริกา ที่พบผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญ เมื่อทำการศึกษาในช่วงหลังวันประกาศเปลี่ยนแปลง (+1,+40) หลักทรัพย์ที่ถูกคัดเลือกเข้าดัชนี ทุกกลุ่มตัวอย่าง มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม เป็นบวก แต่เฉพาะกลุ่มตัวอย่างทุกประเทศ และกลุ่มทวีปยุโรป ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อพิจารณาหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนี พบว่า ทุกกลุ่มตัวอย่าง มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม เป็นบวกโดยมีเพียงช่วงปี 2011-2017 ของกลุ่มตัวอย่างทุกประเทศ และทวีปเอเชีย ที่มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

1. บทนำ (Introduction)

ในปัจจุบันนักลงทุนได้มีการกระจายความเสี่ยงและหาโอกาสในการลงทุนใหม่ๆ โดยการขยายตลาดการลงทุนไปยังต่างประเทศ แต่ยังมีข้อจำกัดอีกมาก โดยเฉพาะในด้านข้อมูล ประเด็นในเรื่องของการลงทุนอย่างยั่งยืนและความรับผิดชอบต่อสังคมกำลังเป็นแนวคิดที่ได้รับความนิยมอย่างกว้างขวางมากกว่า 10 ปี และมีแนวโน้มที่จะเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจากข้อมูลการลงทุนของ UN PRI (The United Nations Principles for Responsible Investment) ในปัจจุบัน ณ สิ้นเมษายน 2560 สินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการลงทุนอย่างยั่งยืนจากการสำรวจของ UNPRI มีมูลค่า สูงถึง 68 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ และยังเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในทุกๆ ปี

การขยายตัวของความต้องการที่จะลงทุนในบริษัทที่มีแนวทางดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกได้ริเริ่มพัฒนาดัชนีชี้วัดด้านความยั่งยืน หรือที่เรียกกันว่า Sustainability Index ซึ่งเป็นดัชนีที่แสดงความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ผ่านการคัดกรองตามเกณฑ์ที่ประเมินด้านการดำเนินงานอย่างมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม ควบคู่ไปกับการบริหารอย่างมีหลักบรรษัทภิบาล พร้อมกับการสร้างผลประกอบการที่ดีในทางเศรษฐกิจ เพื่อนำไปสู่เป้าหมายที่สำคัญ คือ การพัฒนาอย่างยั่งยืน

ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (Dow Jones Sustainability Indices: DJSI) เป็นดัชนีที่บริษัท RobecoSAM ร่วมมือกับ S&P Dow Jones Indices จัดทำขึ้น เพื่อให้ให้นักลงทุนนำมาใช้ในการวัดผลการดำเนินธุรกิจตามแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืนและได้รับการยอมรับในระดับโลก DJSI เป็นเกณฑ์ที่กองทุนทั่วโลกใช้ในการพิจารณาการลงทุนโดยมั่นใจว่าบริษัทที่ได้รับการรับรองจาก DJSI จะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีและยั่งยืนให้กับผู้ลงทุน ข้อดีของการใช้ข้อมูลจากดัชนีดังกล่าวสำหรับการลงทุน คือ DJSI มีการประเมินศักยภาพและการดำเนินการในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาที่ยั่งยืนในแบบรอบด้าน โดยมุ่งเน้น “คุณค่าที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับในระยะยาว” ควบคู่ไปกับการเติบโตในระยะสั้นและระยะกลาง อีกทั้งบริษัทที่เข้าร่วมการประเมินจะได้รับผลการประเมินกลับมาเป็นลักษณะเกณฑ์เปรียบเทียบ (Benchmark report) ของตัวเอง เทียบกับบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกันหรือมีลักษณะธุรกิจคล้ายคลึงกัน ซึ่งมักจะมีประเด็นที่ให้ความสำคัญที่ใกล้เคียงกัน และยังเห็นถึงประเด็นแนวโน้มหลักของโลกเพราะทุกๆ ปี แบบสอบถามจะมีการปรับปรุงให้ทันสมัยสอดคล้องกับธรรมเนียมที่เปลี่ยนแปลงไปของนักลงทุน แต่หากถูกคัดออกจากดัชนี DJSI จะเป็นตัวบ่งชี้ได้ว่าบริษัทไม่คำนึงถึงความรับผิดชอบต่อสังคมซึ่งอาจส่งผลให้บริษัทไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนที่ยึดแนวทางการลงทุนอย่างยั่งยืน

การวิจัยในครั้งนี้ได้ทำการวิเคราะห์ด้วยวิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษาเพื่อทำการศึกษาหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม ของหลักทรัพย์ ที่ถูกเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี DJSI World ในช่วงระยะเวลา 15 ปี เริ่มตั้งแต่ปี 2003 ถึง 2017 จำนวนข้อมูลทั้งหมด 992 เหตุการณ์ โดยแบ่งเป็นหลักทรัพย์ ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี 514 เหตุการณ์ และหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนี 478 เหตุการณ์

งานวิจัยฉบับนี้มีความแตกต่างจากงานวิจัยของต่างประเทศที่ผ่านมา คือ ขยายระยะเวลาของข้อมูลหลักทรัพย์ที่ถูกคัดเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี เพื่อให้ได้ข้อมูลที่จะนำมาศึกษามากขึ้น จากเดิมที่งานวิจัยล่าสุดศึกษาถึงปี 2010 ของ Cheung and Roca (2013) ศึกษาผลกระทบของการเข้าออกจากดัชนี DJSI World ตั้งแต่ปี 2002 – 2010 โดยกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทใน 9 ประเทศในเอเชียแปซิฟิกและจะต้องเป็นบริษัทที่ได้รับเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนีเป็นครั้งแรกเท่านั้น ซึ่งผลการศึกษานั้นปรากฏว่า สำหรับการถูกคัดเลือกเข้าดัชนี ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่การถูกคัดออกจากดัชนีกลับให้ผลที่หลากหลาย คือในช่วงวันที่ดัชนีปรับใช้จริง ให้ผลตอบแทนเกินปกติ วันที่ประกาศการเปลี่ยนแปลงรายชื่อ ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าปกติ

สำหรับผลการศึกษางานวิจัยนี้ ในช่วงวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือวันที่ประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ (-1,0) ให้ผลการศึกษาสอดคล้องกันทั้งในระหว่างปี 2003 ถึง 2017 และ ระหว่างปี 2011 ถึง 2017 กล่าวคือ ทุกกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา ไม่พบผลกระทบต่อราคาเมื่อถูกเลือกเข้าดัชนี ในขณะที่หลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนีมีเพียงกลุ่มทวีปอเมริกา ที่มีผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญ ทั้ง 2 ช่วงที่ทำการศึกษา และทวีปเอเชีย มีผลตอบแทนเกินปกติ ในระหว่างปี 2011 ถึง 2017 ซึ่งผลดังกล่าวนี้แตกต่างอย่างสิ้นเชิงกับผลการศึกษาของ Cheung and Roca (2013)

สำหรับช่วงหลังวันประกาศทั้งหมดที่สนใจศึกษา (+1,+40) กรณีหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี ผลการศึกษาในช่วงระหว่างปี 2003 ถึง 2017 มีเพียง

กลุ่มตัวอย่างทุกประเทศ และทวีปยุโรป เท่านั้น ที่มีผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ในช่วงระหว่างปี 2011 ถึง 2017 ทุกกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา กลับไม่พบผลกระทบต่อราคา ในขณะที่หลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนี พบว่ามีผลตอบแทนเกินปกติ เฉพาะในกลุ่มทวีปเอเชีย เท่านั้น งานวิจัยฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นหกส่วน ได้แก่ บทนำ, เกณฑ์การคัดเลือกหลักทรัพย์เข้าออกจากดัชนี DJSI , แนวคิดที่ใช้ศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้อง , วิธีดำเนินการวิจัย, ผลการศึกษาและ สรุปผลการศึกษาลำดับ

2. เกณฑ์การคัดเลือกหลักทรัพย์เข้าออกจากดัชนี DJSI

การพัฒนาอย่างยั่งยืนในระดับโลกนั้น มีมาตรฐานหลักอยู่ 3 ตัว ด้วยกัน คือ Dow Jones Sustainability Index (DJSI) , Morgan Stanley Capital International (MSCI) และ Financial Times Stock Exchange (FTSE) แต่ DJSI มีมาตรฐานที่ได้รับการยอมรับมากที่สุดในเรื่องของความยั่งยืน เพราะระเบียบวิธีในการได้มาซึ่งผลการศึกษารวบรวมข้อมูล และวิเคราะห์ผลนี้ เป็นเกณฑ์ที่มีระเบียบแบบแผนที่ชัดเจนโดยมุ่งเน้นสินค้าและบริการของบริษัทขนาดใหญ่ที่โดดเด่นมากที่สุด ในแต่ละกลุ่มธุรกิจ ในแต่ละภูมิภาคทั่วโลก ทั้งนี้ มีการคัดเลือกบริษัทเข้าร่วมการประเมินด้วยเครื่องมือที่เรียกว่า Corporate Sustainability Assessment (CSA) ในแต่ละปีกระบวนการคัดเลือกสมาชิกของดัชนี DJSI นั้น S&P Dow Jones Indices จะเชิญบริษัทขนาดใหญ่ทั่วโลกกว่า 3,000 แห่ง โดยพิจารณาจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดปรับด้วยสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย ณ สิ้นปีก่อนหน้า คัดกรองธุรกิจที่มีผลคะแนนด้านการดำเนินงานอย่างยั่งยืนสูงสุด 10% ของแต่ละอุตสาหกรรม โดยให้คะแนนจากการประเมินความยั่งยืนของบริษัทหรือการศึกษาข้อมูลของบริษัทเปิดเผยต่อสาธารณะ ประกาศผลการประเมิน และรายชื่อบริษัทที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือก ในวัน

พหุสัปดาห์ของสัปดาห์ที่สองในเดือนกันยายนของทุกปี ซึ่งทุกบริษัทที่เข้าร่วมการประเมินจะได้รับผลการประเมินเป็นลักษณะเกณฑ์เปรียบเทียบที่จะช่วยให้บริษัทสามารถนำไปพัฒนาปรับปรุงการดำเนินงานของบริษัทในด้านต่างๆ ให้ดียิ่งขึ้น

หลักเกณฑ์ที่นำมาประเมินประสิทธิผลการดำเนินธุรกิจตามแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืน มีความเป็นอิสระ โปร่งใส และน่าเชื่อถือมาก โดยจะเน้นการประเมินสามด้านที่เรียกว่า ESG ได้แก่

1. Environment การลดผลกระทบด้านความหลากหลายทางชีวภาพ การผลิตที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม การใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพทุกๆ โรงงาน และการประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อม

2. Social การให้ความสำคัญกับการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การพัฒนาบุคลากรให้มีความสามารถ

3. Governance การบริหารความเสี่ยงในทุกๆ หน่วยงานการกำกับดูแล การดำเนินธุรกิจตามหลักธรรมาภิบาล องค์กรหรือบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเข้า DJSI จะสามารถเป็นทางเลือกให้แก่นักลงทุนทั่วโลก เพราะนักลงทุนหรือกองทุนต่างๆ จากทั่วโลกจะใช้ดัชนีนี้เป็นเกณฑ์สำคัญในการพิจารณา

โดยทั่วไปการคัดเลือกบริษัทเข้าดัชนี DJSI World นั้น จะไม่มีการคัดเลือกบริษัทเข้าดัชนีในระหว่างการปรับสมดุลรายปี เว้นเสียแต่ว่าเป็นผลจากการแยกตัวออกของบริษัทย่อย (Spin offs) และการแยกกิจการ (Demerger) สำหรับการคัดบริษัทออกจากดัชนีนั้น ในระหว่างการปรับสมดุลรายปี บริษัทสามารถถูกคัดออกจากดัชนี DJSI World ได้เนื่องจากกิจกรรมขององค์กร เช่น การควบรวมกิจการ การเข้าซื้อกิจการ การเข้าครอบครองกิจการและการถูกเพิกถอนจากตลาดหลักทรัพย์ ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของคณะกรรมการของดัชนี

ในปี 2017 มีบริษัทขนาดใหญ่ ที่ได้รับเชิญให้เข้าร่วมการคัดเลือกเข้าดัชนี DJSI World จำนวน 2,528 บริษัท จาก 47 ประเทศ และมีเพียง 319 บริษัท จาก 29 ประเทศ ที่ได้รับคัดเลือกเป็นสมาชิกของ DJSI World ใน 59 อุตสาหกรรม โดยมีบริษัทที่ได้รับ

คัดเลือกเข้าใหม่ 49 บริษัท ในขณะที่ 45 บริษัทถูกคัดออกจากดัชนี

3. แนวคิดที่ใช้ศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

3.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

สมมติฐานที่ใช้อธิบายผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ที่ถูกนำมาใช้ในการคำนวณดัชนี ส่วนใหญ่แล้วแบ่งออกได้เป็น 3 สมมติฐานได้แก่ สมมติฐานแรงกดดันด้านราคา สมมติฐานการทดแทนที่ไม่สมบูรณ์ และสมมติฐานการส่งสัญญาณของข้อมูลข่าวสาร

3.1.1 สมมติฐานแรงกดดันด้านราคา

สมมติฐานแรงกดดันด้านราคา Kumar (2007) อธิบายว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงของราคาที่เกิดขึ้นแบบชั่วคราวหรือในระยะสั้น โดยผลกระทบด้านราคาของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้า (คัดออก) ดัชนี จะเพิ่มขึ้น (ลดลง) ในช่วงเวลาหนึ่ง หลังจากนั้นราคาจะปรับลงสู่ระดับเดิม เนื่องจากการปรับพอร์ตของกองทุนที่ลงทุนตามดัชนี ที่ทำให้เกิดอุปสงค์ต่อหลักทรัพย์ในระยะสั้น ซึ่งมักจะเกิดในช่วงที่มีการประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ในดัชนี จนถึงวันที่ดัชนีปรับใช้จริง และหลังจากตลาดตอบสนองต่ออุปสงค์ที่มีการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวแล้ว คือหลังจากกองทุนปรับพอร์ตการลงทุนเสร็จ ราคาหลักทรัพย์จะปรับลงสู่ระดับเดิม

งานศึกษาเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนทฤษฎีแรงกดดันด้านราคา ได้แก่ Harris and Gurel (1986), Vespro (2006), Qiu and Pinfeld (2008), ศุภณัฐ ต้นชัชวาล (2013)

3.1.2 สมมติฐานการทดแทนที่ไม่สมบูรณ์

เป็นสมมติฐานที่มีมุมมองตรงข้ามกับสมมติฐานแรงกดดันด้านราคา โดย Harris and Gurel (1986) ได้อธิบายว่า หลักทรัพย์มีลักษณะเฉพาะตัว ไม่สามารถทดแทนได้ด้วยหลักทรัพย์อื่น ดังนั้น อุปสงค์ในระยะยาวของหลักทรัพย์จะไม่ยืดหยุ่นแบบ

สมบูรณ์ ภายใต้สมมติฐานนี้ ราคาคุณภาพ จะเปลี่ยนไป เมื่อเสนออุปสงค์เปลี่ยน ในขณะที่อุปทานของหลักทรัพย์ในตลาดมีเท่าเดิม เพื่อขจัดอุปสงค์ส่วนเกิน ราคาของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนเป็นราคาคุณภาพที่ราคาใหม่ และราคาจะไม่มีกลับไปสู่ราคาเดิม เนื่องจากราคาใหม่เป็นราคาคุณภาพแล้ว ดังนั้นผลกระทบด้านราคาของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าและถูกคัดออกจากดัชนี จะเกิดขึ้นอย่างถาวร หรือมีอยู่เป็นระยะยาว กล่าวคือ หลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี นักลงทุนมักถือครองหลักทรัพย์เป็นระยะเวลานาน เนื่องจากไม่สามารถหาหลักทรัพย์อื่นมาทดแทนหลักทรัพย์ในดัชนีได้ ดังนั้นราคาคุณภาพจะกลายเป็นราคาใหม่ และจะกลายเป็นราคาที่สูงขึ้นอย่างถาวร ในขณะที่หลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนี ก็จะมีราคาลดลงอย่างถาวร เนื่องจากนักลงทุนขายหลักทรัพย์นั้น

งานศึกษาเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนสมมติฐานการทดแทนที่ไม่สมบูรณ์ ได้แก่ Cusick (2002), Blomstrand & Safstrand (2010), บัณฑิตกุล (2008)

3.1.3 สมมติฐานการส่งสัญญาณของข้อมูลข่าวสาร

สมมติฐานนี้ถูกนำเสนอเป็นครั้งแรกโดย Fama (1970) ซึ่งอธิบายการตอบสนองของอัตราผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ต่อเหตุการณ์หรือข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นนั้นว่า มีพื้นฐานจากสมมติฐานของตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง งานศึกษาเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนทฤษฎีการส่งสัญญาณของข้อมูลข่าวสาร ได้แก่ Jain (1987), Shui & Wu (2009), ชลดา เนียมเนตร์ (2013)

3.1.4 ความสัมพันธ์ระหว่างความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรและอัตราผลตอบแทน

ความรับผิดชอบต่อสังคม หรือ CSR (Corporate social responsibility) อัญชิสา เต็มวาณิช (2016) กำลังเป็นประเด็นที่ทั่วโลกให้ความสนใจอยู่ในขณะนี้ โดยเฉพาะในภาคธุรกิจ ที่เห็นว่าการดำเนินธุรกิจของ

องค์กรส่งผลกระทบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ CSR จึงกลายเป็นเรื่องจำเป็นที่ทุกฝ่ายให้ความสำคัญ ไม่ใช่เพียงเพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดีขององค์กร หรือเพื่อหวังผลทางการตลาด แต่ในปัจจุบัน CSR กลายเป็นแนวคิดและวิธีการบริหารจัดการธุรกิจ เพื่อพัฒนาการดำเนินธุรกิจให้มีประสิทธิภาพ ลดความเสี่ยง และเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน รวมถึงพัฒนาห่วงโซ่มูลค่า ซึ่งจะนำไปสู่การพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืน

3.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

3.2.1 งานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ของดัชนี S&P 500

Harris and Gurel (1986) ศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ของดัชนี S&P 500 ในช่วงปี 1978 - 1983 พบว่า ราคาของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี จะเพิ่มขึ้นในช่วงวันประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ แล้วจะค่อยๆ ลดลงในช่วงหลังจากนั้น และจะกลับสู่ราคาปกติภายในเวลา 2 สัปดาห์ โดยผลตอบแทนผิดปกติ ของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้า มีค่าประมาณ 3.13% และหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออก มีค่าประมาณ -1.40% ซึ่งผลกระทบต่อราคาในระยะสั้นนี้ สนับสนุนสมมติฐานแรงกดดันด้านราคาโดยสาเหตุที่ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเกิดจากการที่กองทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์จำนวนมาก เพื่อปรับพอร์ตการลงทุนให้สอดคล้องกับดัชนีที่ใช้อ้างอิง ในช่วงที่มีการปรับเปลี่ยนรายชื่อหลักทรัพย์ของดัชนี

Shleifer (1986) ศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ของดัชนี ในช่วงปี 1976 พบว่า ในวันประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์หลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าสู่ดัชนี S&P มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติ เท่ากับ 2.79% และพบว่าเมื่อหุ้นถูกรวมเข้าสู่ดัชนีแล้ว หุ้นนั้นจะมีราคาสูงขึ้นอย่างถาวร ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการทดแทนที่ไม่สมบูรณ์ โดย Shleifer ได้อธิบายว่าหลักทรัพย์แต่ละตัวไม่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ ส่งผลให้อุปสงค์

ระยะยาวของหุ้นจึงยืดหยุ่นไม่สมบูรณ์ อุปสงค์ของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี จะมีมากกว่าหลักทรัพย์อื่นๆ นอกดัชนี และอุปทานของหลักทรัพย์ในตลาดที่ลดลงจากการเข้าซื้อของกองทุน จึงส่งผลกระทบต่อทางด้านราคาอย่างถาวร

Jain (1987) ศึกษาผลกระทบต่อราคาหุ้นเมื่อมีการประกาศรวมเข้าหรือคัดออกจากดัชนี S&P 500 ในช่วงปี 1977 ถึง 1983 โดยพบว่า ในวันที่ดัชนีปรับใช้จริง หุ้นที่ถูกคัดเลือกให้รวมในดัชนี มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติ ประมาณ 3% ในขณะที่หุ้นที่ถูกคัดออกจากดัชนี มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติ ประมาณ -1% อีกทั้งยังพบว่าขนาดของกิจการทำให้เกิดผลกระทบต่อราคาหุ้นแตกต่างกันออกไป โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ของกิจการขนาดเล็ก เท่ากับ 2.54% และกิจการขนาดใหญ่ เท่ากับ 3.03% ซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นถาวร จึงไม่สอดคล้องกับสมมติฐานแรงกดดันด้านราคา โดย Jain เป็นคนแรกที่เสนอว่าการที่หุ้นถูกรวมในดัชนีเป็นการส่งสัญญาณทางบวก ทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น และการที่หุ้นถูกคัดออกจากดัชนีเป็นการส่งสัญญาณทางลบ ทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลง ซึ่งผลกระทบต่อราคาหุ้นจะเป็นไปอย่างถาวร เนื่องจากข้อมูลข่าวสารที่แฝงอยู่เมื่อมีการประกาศปรับดัชนี S&P 500 โดยนักลงทุนเชื่อว่า S&P จะใช้ข้อมูลอื่นๆ นอกเหนือจากข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่ในตลาดมาเป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกหลักทรัพย์เข้าและคัดออกจากดัชนี นอกจากนี้ บริษัทที่ถูกเลือกเข้าดัชนีจะได้รับ ความสนใจจากทั้งนักวิเคราะห์และนักลงทุน ทำให้บริษัทต้องบริหารงานให้มีคุณภาพมากขึ้น การปรับดัชนีจึงเป็นเสมือนการสื่อสารถึงคุณภาพของหลักทรัพย์ให้กับนักลงทุนได้ทราบ ดังนั้นผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์จึงเกิดขึ้นอย่างถาวร สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณของข้อมูลข่าวสาร

Cusick (2002) ได้ทำการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดจากเหตุการณ์ที่หุ้นถูกเลือกเข้าและถูกคัดออกจากดัชนี S&P 500 ระหว่างปี 1989 - 1999 โดยเหตุการณ์ที่หุ้นถูกเลือกเข้าสู่ดัชนี พบอัตราผลตอบแทนผิดปกติ ประมาณ 8% และ -14% สำหรับเหตุการณ์ที่หุ้นถูกคัดออกจากดัชนี ผลของงานวิจัยที่

พบนั้น แม้จะแสดงถึงความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด แต่อย่างไรก็ตาม Cusick สังเกตเห็นถึงการลดลงอย่างต่อเนื่องของผลตอบแทนผิดปกติ ซึ่งบอกโดยนัยว่าตลาดหุ้นมีประสิทธิภาพมากขึ้นเมื่อเวลาผ่านไป

Lynch and Mendenhall (1997) ได้ศึกษาผลกระทบของการปรับดัชนี โดยใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ S&P 500 ตั้งแต่ เดือนมีนาคม 1990 ถึง เมษายน 1995 และแบ่งข้อมูลเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงก่อนเดือนตุลาคม 1989 และ หลังเดือนตุลาคม 1989 ซึ่งเป็นช่วงหลังจากที่ S&P มีการปรับนโยบายการประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ในดัชนี จากเดิมประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ในดัชนีหลังตลาดปิดทำการ และ เริ่มใช้ดัชนีใหม่ในวันทำการถัดไป ปรับเป็นการประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อล่วงหน้า 5 วัน ก่อนวันที่ดัชนีปรับใช้จริง โดยพบว่าหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนีมีผลตอบแทนผิดปกติ 3.8% ระหว่างวันประกาศ และวันที่ดัชนีปรับใช้จริง เช่นเดียวกับผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจะมีค่า -12.7% ซึ่งเป็นไปในทิศทางตรงข้าม และหลังจากวันปรับดัชนีแล้ว พบว่าผลตอบแทนที่เกิดขึ้นของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าจะมีค่าเป็นลบ และหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจะมีค่าเป็นบวก ผลกระทบดังกล่าวสนับสนุนทฤษฎีแรงกดดันด้านราคา ที่เกิดจากการปรับพอร์ตการลงทุนของกองทุนที่มักจะปรับพอร์ตในช่วงก่อนวันที่ดัชนีมีผลบังคับใช้เพื่อไปลดผลต่างระหว่างผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุนและผลตอบแทนของดัชนีอ้างอิง แม้ว่าผลกระทบของราคาจะค่อยๆ กลับไปสู่จุดเดิม แต่ผลกระทบด้านราคาโดยรวมของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนีเพิ่มขึ้นเล็กน้อย และหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนียังคงมีผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นหลักฐานสนับสนุนทฤษฎีการทดแทนที่ไม่สมบูรณ์ ไม่เพียงแต่ผลด้านราคาเท่านั้น Lynch and Mendenhall ยังสังเกตเห็นว่าหลักทรัพย์ทั้งที่ถูกเลือกเข้าและคัดออก มีปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วง 1 วันก่อนวันที่ดัชนีปรับใช้จริง ซึ่งเป็นผลจากการปรับพอร์ตการลงทุนของกองทุนเช่นกัน

ดังนั้น สรุปได้ว่างานวิจัยให้ผลสนับสนุนทั้งสมมติฐานแรงกดดันด้านราคา และสมมติฐานการทดแทนที่ไม่สมบูรณ์

ผลการศึกษางานวิจัยต่าง ๆ ข้างต้น ที่ศึกษาถึงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ของดัชนี S&P 500 มีขอบเขตการวิจัยอยู่ในช่วงปี 1977 ถึง 1999 ซึ่งผลการศึกษาเป็นไปในทางเดียวกัน กล่าวคือ ในช่วงวันที่ประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อ หรือในช่วงวันที่ดัชนีปรับใช้จริง หลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี พบว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติ แต่หลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนี จะมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าปกติ โดยงานวิจัยเหล่านี้สนับสนุนสมมติฐานแรงกดดันด้านราคา สมมติฐานการทดแทนที่ไม่สมบูรณ์ และสมมติฐานการส่งสัญญาณของข้อมูลข่าวสาร แตกต่างกันไป ขึ้นอยู่กับว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติ มีการเปลี่ยนแปลงอย่างไร ภายหลังช่วงที่เกิดเหตุการณ์

3.2.2 งานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ของดัชนีหุ้นในประเทศอื่นๆ

Vespro (2006) ศึกษาผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ ในช่วงเดือน มกราคม 1997 ถึง มกราคม 2001 ของดัชนี CAC 40 และ SBF 120 ประเทศฝรั่งเศส และ ดัชนี FTSE 100 ประเทศอังกฤษ ผลที่ได้สนับสนุนเพียงทฤษฎีแรงกดดันด้านราคา โดย Vespro ได้อธิบายว่านักค้ากำไรจะเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ในระหว่างที่มีการประกาศเปลี่ยนแปลงดัชนี และวันที่ดัชนีปรับใช้จริง จึงส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลานี้ เท่านั้น โดยที่ ดัชนี CAC 40 และ SBF 120 ไม่พบการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงก่อนวันประกาศปรับดัชนี แต่พบอัตราผลตอบแทนผิดปกติ ภายหลังจากที่ประกาศปรับดัชนีแล้วเท่านั้น ในขณะที่ ดัชนี FTSE 100 กลับพบว่าในช่วงก่อนวันประกาศปรับดัชนี มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ และมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติมากกว่าในช่วงภายหลังจากวันที่ประกาศดัชนี ซึ่งเกิด

จากการที่สถาบันการเงินหรือนักวิเคราะห์ ได้เปิดเผยการคาดการณ์และวิเคราะห์รายชื่อหลักทรัพย์ที่จะถูกเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี ทำให้นักลงทุนและนักค้ากำไร มีข้อมูลข่าวสารล่วงหน้าก่อนที่จะมีการประกาศปรับดัชนีอย่างเป็นทางการ การคาดการณ์นี้ส่งผลให้เกิดความแตกต่างระหว่างการปรับดัชนี FTSE 100 กับ ดัชนี CAC 40 และ SBF 120 หรือแม้กระทั่ง S&P 500 ที่จะไม่มีการเปิดเผยรายชื่อหลักทรัพย์จนกว่าจะถึงวันประกาศปรับดัชนี นักลงทุนหรือนักค้ากำไรจึงไม่มีข้อมูลข่าวสารที่จะมาคาดการณ์รายชื่อหลักทรัพย์ได้ ทำให้ไม่พบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยในช่วงก่อนวันประกาศปรับดัชนี

Qiu and Pinfold (2008) ให้ข้อสรุปการปรับดัชนี S&P/ASX 100 และ S&P/ASX 300 ของประเทศออสเตรเลีย โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ เดือนมิถุนายน 2000 – ธันวาคม 2003 โดยพบว่า ผลการศึกษามิเป็นไปในทางเดียวกันกับผลกระทบจากการปรับดัชนีของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยไม่พบผลตอบแทนผิดปกติ ของดัชนี S&P/ASX 100 ในวันประกาศ และวันที่ดัชนีปรับใช้จริงทั้งหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าและถูกคัดออก แต่พบว่าหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี มีปริมาณเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในทั้งสองวันดังกล่าว อย่างไรก็ตามภายหลังจากนั้น ปริมาณผิดปกติได้ปรับตัวลดลงมากกว่าขนาดของปริมาณที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับดัชนี S&P/ASX 300 พบผลตอบแทนผิดปกติ ที่เป็นบวก (ลบ) สำหรับหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้า (คัดออก) จากดัชนี เฉพาะในวันที่ดัชนีปรับใช้จริง และผลตอบแทนผิดปกติสะสมจะค่อยๆลดลงจนติดลบ (เพิ่มขึ้นเป็นบวก) สำหรับหลักทรัพย์เลือกเข้า (คัดออก) ดัชนี ภายใน 10 วัน หลังจากวันที่ดัชนีปรับใช้จริง โดย Qiu and Pinfold อธิบายสาเหตุของผลกระทบที่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาจากดัชนี S&P 500 ว่าเกิดจากความแตกต่างเรื่องข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ของทั้งสองประเทศ ในประเทศสหรัฐอเมริกามีข้อกำหนดให้ต้องมีการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น ในขณะที่ประเทศออสเตรเลียนักลงทุนสถาบัน

สามารถทำธุรกรรมนอกตลาดได้ จึงทำให้ยากที่จะสังเกตเห็นการเปลี่ยนแปลงของราคาและปริมาณในตลาดหลักทรัพย์

Blomstrand and Safstrand (2010) ใช้ข้อมูลของดัชนี OMXS 30 ประเทศสวีเดน และ EURO STOXX 50 ประเทศในแถบยุโรป ตั้งแต่ปี 1996 – 2009 โดยพบอัตราผลตอบแทนผิดปกติ และปริมาณการซื้อขายผิดปกติ ของทั้งสองดัชนีในระยะสั้น แต่ผลกระทบเกิดขึ้นแบบถาวรเฉพาะดัชนี OMXS 30 ซึ่งได้อธิบายว่า ดัชนี OMXS เป็นดัชนีขนาดเล็ก และหลักทรัพย์มีให้เลือกแทนกันได้ไม่มาก ราคาจึงตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์

จากผลการศึกษา จะเห็นได้ว่าผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงรายชื้อหลักทรัพย์ของดัชนีในแต่ละประเทศ อาจไม่ได้เป็นเช่นเดียวกับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงรายชื้อหลักทรัพย์ของดัชนี S&P 500 ส่วนหนึ่งเกิดจากความแตกต่างเรื่องข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศ อีกทั้งในบางประเทศมีการคาดการณ์และการเปิดเผยรายชื้อหลักทรัพย์ก่อนการประกาศเปลี่ยนแปลง ซึ่งส่งผลทำให้ไม่เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่เกิดเหตุการณ์

3.2.3 งานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงรายชื้อหลักทรัพย์ของดัชนี SET 50

ปัฐพล กุโลทัยพิภพ (2008) ศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ที่ปรับเข้าดัชนี SET 50 ระหว่างปี 1995-2007 โดยพบผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม เท่ากับ 1.77% ตั้งแต่วันประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื้อ จนถึงหลังวันประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื้อไปแล้ว 10 วันผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เกิดขึ้นยังคงมีค่าเป็นบวก เท่ากับ 0.37% สอดคล้องกับสมมติฐานการทดแทนที่ไม่สมบูรณ์ เนื่องจากผลตอบแทนเกินปกติเป็นบวก ที่เกิดขึ้นไม่มีการกลับของราคา และการเปลี่ยนแปลงอุปสงค์ของหลักทรัพย์จากการปรับพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่จะถือครองหลักทรัพย์เป็นระยะเวลาสั้น ทำให้

ราคาตลาดของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นในระยะยาวอย่างถาวร

ชลดา เนียมเนตร์ (2013) ศึกษาผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์จากการปรับดัชนี SET 50 ในช่วงปี 2001 – 2010 โดยได้แบ่งกลุ่มของหลักทรัพย์เป็น 3 กลุ่ม คือ หลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำ ราคาปานกลาง และราคาสูง โดยพบว่าเหตุการณ์การปรับดัชนี SET50 ส่งผลต่อราคาหุ้นแบบพอสมควร และยังพบว่าราคาและมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี กล่าวคือ กลุ่มหุ้นที่ถูกรวมเข้าสู่อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม เท่ากับ 1.38% และ 1.71% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในวันที่ +9 และ +10 ตามลำดับ และมีผลเฉพาะหุ้นที่มีราคาต่ำ เท่านั้น เนื่องจากหุ้นในกลุ่มราคาต่ำ มักจะเป็นหุ้นที่นักลงทุนไม่สนใจและไม่ได้ติดตามข่าวสาร แตกต่างจากหุ้นในกลุ่มราคาสูง ที่มักจะเป็นที่รู้จักของนักลงทุนในตลาดมากกว่า เพราะนักลงทุนประเภทกองทุนจะเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม SET50 และหุ้นราคาสูง ดังนั้นเมื่อหุ้นมูลค่าตลาดต่ำ ถูกประกาศเข้าร่วมในดัชนี SET50 จึงทำให้ตลาดมีปฏิกริยารุนแรงต่อข่าวที่เกิดขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการส่งสัญญาณของข้อมูลข่าวสาร ที่การปรับดัชนีเป็นการส่งสัญญาณทางบวกต่อหลักทรัพย์ ส่วนหุ้นที่ถูกคัดออกจากดัชนี SET50 ไม่พบว่ามีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม ในช่วงเหตุการณ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทุกระดับราคา

3.2.4 งานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงรายชื้อหลักทรัพย์ของดัชนี MSCI

Shui and Wu (2009) ศึกษาเรื่องผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงรายชื้อในดัชนี MSCI ในตลาดหุ้นไต้หวัน ในช่วง ปี 1999 ถึง 2008 โดยพบว่า ในวันประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื้อ และวันที่ดัชนีปรับใช้จริง หลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทาง และอัตราสำหรับหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนี มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

โดยผลกระทบของราคาเกิดขึ้นในระยะสั้น ทั้งกรณีการเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานแรงกดดันด้านราคา

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย ที่เกี่ยวข้องกับดัชนี MSCI นั้น ศุภณัฐ ตันชัชวาล (2013) ศึกษาผลกระทบจากการประกาศคัดเลือกเข้าหรือคัดออกจากดัชนี MSCI ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อนเดือนกรกฎาคม 2013 และถูกประกาศคัดเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี MSCI All Country Asia Exclude Japan ระหว่างปี 2006 - 2013 โดยมีการแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 4 กลุ่มคือ กลุ่มของหลักทรัพย์ที่ถูกคัดเลือกเข้าและถูกคัดออกจากดัชนี MSCI Global Standard Index และกลุ่มของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าและถูกคัดออกจากดัชนี MSCI Small Cap Index จากผลการศึกษาพบว่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยตอบสนองต่อเหตุการณ์การเลือกเข้าและคัดออก เฉพาะของดัชนี MSCI Global Standard Index อย่างมีนัยสำคัญ โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ในวันที่ประกาศรายชื่อ สำหรับกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนีจะให้ผลในทางตรงกันข้าม โดยอัตราผลตอบแทนผิดปกติจะเกิดขึ้นในระยะสั้นและจะกลับเข้าสู่ระดับเดิมหลังจากวันที่ดัชนีปรับใช้จริง สอดคล้องกับสมมติฐานแรงกดดันด้านราคา ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ของดัชนี MSCI Small Cap Index ไม่พบการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนผิดปกติอย่างชัดเจน

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับดัชนี MSCI ข้างต้นพบว่า มีผลอัตราผลตอบแทนเกินปกติ สำหรับหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี และมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าปกติ สำหรับหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนี เช่นเดียวกัน ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานแรงกดดันด้านราคา เนื่องจากผลตอบแทนผิดปกติเกิดขึ้นในระยะสั้น

3.2.5 งานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ของดัชนี DJSI

Consolandi et al (2009) ศึกษาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ของดัชนี DJSI STOXX ในช่วงปี 2001 – 2006 โดยกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทในทวีปยุโรป ผลการศึกษา พบว่า หลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ย เป็นบวก และมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ และช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ ตั้งแต่หลังวันประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อ จนถึงวันก่อนวันที่ดัชนีปรับใช้จริง (AD+1, ED-1) แต่หลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนีไม่พบการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญทางสถิติ Consolandi et al จึงเปลี่ยนวิธีเลือกกลุ่มตัวอย่างใหม่เฉพาะหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกโดยเลือกเฉพาะบริษัทที่โดนคัดออกจากดัชนี เนื่องจากมีคะแนนเฉลี่ย แต่บริษัทที่คะแนนดีขึ้น แต่ดีไม่เท่าบริษัทอื่น จะไม่นำมาเป็นกลุ่มตัวอย่าง พบว่า อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ย มีค่าเป็นลบ และมีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ย ของทั้งการเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี มีการเปลี่ยนแปลงไม่ถึง 1% ซึ่งอาจเกิดจากการที่บริษัทขนาดใหญ่ มีมูลค่าตลาดที่สูง ทำให้ส่งผลกระทบต่อราคาน้อย และเชื่อว่าตลาดมีประสิทธิภาพ ราคาได้สะท้อนอยู่ในราคาหุ้นอยู่แล้ว อีกทั้งประเทศในแถบยุโรป ให้ความสำคัญกับความรับผิดชอบต่อสังคมน้อย การเปลี่ยนแปลงรายชื่อของดัชนี จึงไม่ค่อยมีผลกระทบมากนัก

Lackmann et al. (2012) ศึกษาเพียงผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของการเข้าดัชนี DJSI STOXX ตั้งแต่ปี 2001 – 2008 โดยกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทในทวีปยุโรป และแบ่งเป็น 3 ช่วงเหตุการณ์ ได้แก่ ช่วงเหตุการณ์ในระยะสั้น [-2,+2], ช่วงเหตุการณ์ในระยะกลาง [-5,+5] และ ช่วงเหตุการณ์ในระยะยาว [-10,+10] ผลการศึกษาพบว่า มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมที่สูงมาก และมีค่าเป็นบวกทุกช่วงเหตุการณ์ที่ทำการศึกษา โดยสรุปว่า นักลงทุนตอบสนองทางบวกกับการคัดเลือกเข้าดัชนี และ

นักลงทุนเชื่อถือและให้ความสำคัญกับข้อมูลความ
ยั่งยืนของบริษัท

ถึงแม้ว่า งานวิจัยข้างต้น จะมีผลการศึกษา
เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับ งานวิจัยที่ศึกษาการ
เปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ของดัชนี S&P คือ มี
อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม เป็นบวก สำหรับ
เหตุการณ์ที่หลักทรัพย์ถูกเลือกเข้าดัชนี และมีอัตรา
ผลตอบแทนผิดปกติสะสม เป็นลบ สำหรับเหตุการณ์
ที่หลักทรัพย์ถูกตัดออกจากดัชนี แต่งานวิจัยของ
Consolandi et al. (2009) มีการเปลี่ยนแปลงของ
อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ย เพียงเล็กน้อย
เมื่อเทียบกับผลการศึกษาของ Lackmann et al.
(2012) ที่พบว่า มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมที่สูง
มาก ส่วนหนึ่งอาจเกิดจากช่วงของเหตุการณ์ที่
ทำการศึกษาที่ต่างกัน จึงทำให้ผลการศึกษาดังกล่าว
ต่างกัน นอกเหนือจากงานวิจัยข้างต้น ยังมีงานวิจัยที่
ศึกษาการเปลี่ยนแปลงรายชื่อของดัชนี DJSI World
ด้วยเช่นกัน

Robinson et al (2011) ศึกษาผลกระทบต่อ
ราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทที่อยู่ในทวีปอเมริกาเหนือ
เมื่อถูกเลือกเข้าและตัดออกจากดัชนี DJSI World
ตั้งแต่ปี 2003-2007 โดยผลการวิจัยพบว่า ในช่วงวันที่
เกิดเหตุการณ์ หลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี มีอัตรา
ผลตอบแทนผิดปกติสะสม เป็นลบ อย่างไม่มีนัยสำคัญ
ทางสถิติ แต่กลับพบว่า มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติ
สะสม เป็นบวก ประมาณ 2.1% อย่างมีนัยสำคัญทาง
สถิติ ในช่วงหลังวันเกิดเหตุการณ์ 60 วันแรก สำหรับ
หลักทรัพย์ที่ถูกตัด ออกจากดัชนี ไม่พบการ
เปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าการรวมอยู่ในดัชนี เป็นการลงทุนที่คุ้มค่า
เมื่อบริษัทต่างๆ พยายามที่จะแสดงให้เห็นถึงความ
ยั่งยืนของการดำเนินธุรกิจ การเพิ่มขึ้นอย่างมี
นัยสำคัญของมูลค่าตลาด มากพอที่จะชดเชยความ
พยายามและค่าใช้จ่ายในส่วนของบริษัทที่ขอเข้าร่วม
ในดัชนี DJSI ได้ ผลตอบแทนที่สูงขึ้นที่คาดว่าจะ
ได้รับจากการเข้าร่วมในดัชนี เป็นการส่งสัญญาณใน
ทางบวก สามารถช่วยดึงดูดนักลงทุนรายใหม่

Cheung (2011) ศึกษาผลกระทบของการเข้า
ออกจากดัชนี DJSI World ตั้งแต่ปี 2002-2008 โดย
กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา และ
จะต้องเป็นบริษัทที่ได้รับเลือกเข้าและตัดออกเป็นจาก
ดัชนีเป็นครั้งแรกเท่านั้น โดยผลการวิจัย พบว่า กรณี
การถูกเลือกเข้าดัชนี มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติ
สะสมเป็นลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วงวันที่
ดัชนีปรับใช้จริง และมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม
เป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วง 2 วัน
หลังจากวันที่ดัชนีปรับใช้จริง (ED+2) สำหรับการถูก
ตัดออกจากดัชนี มีเพียงช่วง 1 วันหลังจากวันที่ดัชนี
ปรับใช้จริง (ED+1) ที่มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติ
สะสม เป็นลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดย Cheung
ได้สรุปผลการวิจัยว่า มีแนวโน้มเป็นไปตามสมมติฐาน
แรงกดดันด้านราคา เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของ
ราคาหุ้นไม่ได้เกิดขึ้นอย่างถาวร

จากผลการศึกษาข้างต้น พบว่า งานวิจัยส่วนใหญ่
ได้ผลการศึกษาเป็นไปในแนวทางเดียวกัน
กล่าวคือ ในช่วงวันที่เกิดเหตุการณ์ หรือวันที่ประกาศ
เปลี่ยนแปลงรายชื่อ กลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี
มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม เป็นลบ แต่พบว่า
อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม เป็นบวก ในช่วงวัน
หลังจากวันที่ดัชนีปรับใช้จริง ไปแล้ว สำหรับกลุ่ม
หลักทรัพย์ที่ถูกตัดออกจากดัชนี เกิดการเปลี่ยนแปลง
ของราคาหุ้นในระยะสั้น โดยอัตราผลตอบแทน
ผิดปกติสะสม เป็นลบ เพียงในช่วงวันที่เกิดเหตุการณ์
หรือในช่วงวันหลังจากวันที่ดัชนีปรับใช้จริง หลังจากนั้น
ราคาจะปรับสู่ระดับเดิม ซึ่งผลการศึกษายังมีความ
ขัดแย้งกับผลการศึกษาการเปลี่ยนแปลงรายชื่อ
หลักทรัพย์ของดัชนี S&P ดัชนี DJSI STOXX และ
ดัชนีในประเทศอื่นๆ ที่ในช่วงวันที่ประกาศ มีอัตรา
ผลตอบแทนผิดปกติ เป็นบวก

3.2.6 งานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของความ รับผิดชอบต่อสังคม

Flammer (2012) ศึกษาเกี่ยวกับความ
รับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมของบริษัทที่มีการซื้อขายหุ้น

ในประเทศสหรัฐอเมริกาทั้งหมด ตั้งแต่ปี 1980 – 2009 โดยพบว่า องค์กรที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมนั้นมีราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น อย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่องค์กรที่ดำเนินการโดยไม่ใส่ใจสิ่งแวดล้อม ราคาหุ้นลดลงอย่างมาก การศึกษาในครั้งนี้ มองว่า คุณค่าของความรับผิดชอบต่อสังคม ขึ้นอยู่กับทั้ง ภายในและภายนอกองค์กร ประการแรก มุมมองด้าน ความรับผิดชอบต่อสังคมภายในองค์กร พบว่า ผู้ถือหุ้น ตอบสนองเชิงบวกต่อโครงการที่เป็นมิตรกับ สิ่งแวดล้อม และตอบสนองในทางลบต่อพฤติกรรมที่เป็นอันตรายต่อสิ่งแวดล้อม ประการที่สอง แรงกดดัน จากภายนอกองค์กรที่มีต่อความรับผิดชอบต่อ สิ่งแวดล้อมเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ทำให้มีการลงโทษ สำหรับบริษัทที่มีพฤติกรรมที่เป็นอันตรายต่อ สิ่งแวดล้อม

Brammer et al (2006) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ ระหว่างผลการดำเนินงานทางด้านสังคม กับ ประสิทธิภาพทางการเงิน ซึ่งวัดจากผลตอบแทนของ หุ้นของบริษัท โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่ ได้รับการยกย่องในสหราชอาณาจักร พบว่า องค์กรที่ ประสบความสำเร็จด้านความรับผิดชอบต่อสังคม และมีคะแนนความรับผิดชอบต่อสังคมที่สูง มีผลตอบแทน ต่อหุ้นที่ต่ำ ในขณะที่องค์กรที่มีคะแนนความ รับผิดชอบต่อสังคมที่ต่ำ กลับมีผลตอบแทนต่อหุ้นที่ สูง สังเกตเห็นได้ว่าตัวบ่งชี้ด้านสิ่งแวดล้อมมี ความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลตอบแทน

4. วิธีดำเนินการวิจัย

4.1 วิธีที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยนี้ศึกษาถึงผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก เมื่อ ถูกเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี DJSI World โดยใช้ การศึกษาเหตุการณ์เป็นวิธีการวิจัยเพื่อวัดการ ตอบสนองของนักลงทุนต่อการตัดสินใจของผู้บริหาร บริษัท โดยใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เพื่อ หาอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ย โดยใน

การศึกษานี้จะพิจารณา Event windows ทั้งหมด 3 ช่วง ได้แก่ ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (Pre-event period) ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event period) และช่วง หลังเกิดเหตุการณ์ (Post-event period) เพื่อทดสอบ สมมติฐานต่าง ๆ ที่ใช้อธิบายผลกระทบต่อราคา หลักทรัพย์เมื่อถูกรวมหรือถูกตัดออกจากดัชนีตลาด หลักทรัพย์

4.2 ช่วงเหตุการณ์ในการศึกษา

การศึกษานี้ได้ศึกษาผลกระทบต่อราคา หลักทรัพย์จากการถูกเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี DJSI World โดยช่วงวันต่าง ๆ นั้นนับเฉพาะวันทำการ ซื้อขาย และกำหนดวันที่เกิดเหตุการณ์คือวันที่มีการ ประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อ (AD = 0) การยึดวันดังกล่าว เป็นวันที่เกิดเหตุการณ์อาจคลาดเคลื่อนจากข้อเท็จจริง ว่าข้อมูลอาจรั่วไหลและมีเวลาที่แตกต่างกัน วิธี เหตุการณ์ศึกษา ขจัดปัญหานี้โดยกำหนดช่วงเหตุการณ์ ให้ครอบคลุมถึงวันก่อนเกิดเหตุการณ์เพื่อวัดอัตรา ผลตอบแทนเกินปกติด้วย การศึกษานี้ไม่ได้ศึกษาช่วง วันประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อ (AD) ถึง วันที่ดัชนี ปรับใช้จริง (ED) เนื่องจากว่าในระหว่างปี 2003-2010 นั้นระยะห่างระหว่างวันดังกล่าวของแต่ละปีไม่เท่ากัน ซึ่งอาจทำให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมที่ พบนั้นคลาดเคลื่อนจากที่ควรจะเป็นได้ และจาก งานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่านักลงทุนนั้นตอบสนองต่อ ข่าวตั้งแต่วันที่ได้รับรู้ข่าวสาร หรือวันประกาศ เปลี่ยนแปลงรายชื่อแล้ว จึงทำการศึกษาเฉพาะช่วง วันประกาศเท่านั้น

4.3 เกณฑ์การคัดเลือกข้อมูล

งานวิจัยนี้ศึกษาถึงผลกระทบต่อราคา หลักทรัพย์ ที่ถูกเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี DJSI โดยทำการศึกษาเฉพาะหลักทรัพย์ของบริษัทที่ถูก เลือกเข้าและคัดออกจาก ดัชนี DJSI World ใน ระหว่างปี 2003 ถึง 2017 กลุ่มตัวอย่างข้อมูลที่ใช้ใน การศึกษามีจำนวนทั้งหมด 992 เหตุการณ์ แบ่งเป็น หลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าทั้งหมด 514 เหตุการณ์ และ หลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกทั้งหมด 478 เหตุการณ์ โดย

แบ่งกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา ออกเป็น 4 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มหลักทรัพย์ทุกประเทศ กลุ่มทวีปยุโรป กลุ่มทวีปอเมริกา และกลุ่มทวีปเอเชีย

4.4 การหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติด้วยแบบจำลองตลาด

การหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ด้วยวิธี Market model นั้น ทำได้โดยเริ่มจากการคำนวณหาผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัว (R_{it}) และผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนั้นๆ (R_{mt}) ของทุกวัน ในช่วงประมาณการ (Estimation interval) หลังจากนั้นจึงนำอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์นั้น และอัตราผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัว ณ เวลาเดียวกัน มาหาความสัมพันธ์แบบถดถอย เพื่อหาค่าสัมประสิทธิ์ α_i , β_i โดยสมการที่ใช้แสดงความสัมพันธ์ดังกล่าว คือ

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

จากนั้นจึงแทนค่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์และค่าสัมประสิทธิ์ ลงในสมการเพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของช่วงที่เกิดเหตุการณ์

$$E[R_{it}] = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

เมื่อได้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังแล้วจึงนำมาแทนค่าเพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์จากสมการ

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

จากนั้นนำอัตราผลตอบแทนผิดปกติ $A(R_{it})$ ที่ได้มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนปกติเฉลี่ยในแต่ละวัน (Average abnormal return) จากสมการ

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N}$$

5. ผลการศึกษา

5.1 ผลการศึกษาของกลุ่มตัวอย่างหลักทรัพย์ทุกประเทศ

5.1.1 ศึกษาในระหว่างปี 2003 ถึง 2017

ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (Price effect) จากสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่า การเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ทั้งเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี ทำให้เกิดผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่ทำการศึกษา อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม จะมีค่าไม่เท่ากับศูนย์ในช่วงนั้นๆ จาก ตารางที่ 5.1 ที่แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม โดยพบว่า ในช่วงก่อนวันประกาศ (-20,-6) นั้น หลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนี มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม เท่ากับ 0.7535% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ขณะที่ในช่วงหลังวันประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ (+21,+40) ไปแล้วนั้น มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ของทั้งหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี เท่ากับ 0.7141% และ 0.7587% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 5% และ 10% ตามลำดับ

หากดูช่วงหลังวันประกาศทั้งหมดที่สนใจศึกษา (+1,+40) หลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม เท่ากับ 1.2173% อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5% สอดคล้องกับกับผลการศึกษาของ Chen et al., (2004) ที่พบว่าหลักทรัพย์ที่ถูกคัดเลือกเข้าดัชนีจะมีราคาเพิ่มขึ้นอย่างถาวร ในขณะที่หลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนีกลับไม่พบว่าราคาลดลงอย่างมีนัยสำคัญ อันเนื่องมาจากการตอบสนองของราคาแบบไม่สมมาตร ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงการรับรู้ของนักลงทุนต่อหลักทรัพย์ นักลงทุนจะให้ความสนใจในหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนีมากขึ้น ในขณะที่เดียวกันก็ยังไม่เลิกให้ความสนใจกับหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนี เนื่องจากหากนักลงทุนได้รับรู้การมีอยู่ของหลักทรัพย์แล้ว การรับรู้นั้นก็ยังคงมีอยู่ไม่ได้หายไป

ตารางที่ 5.1 อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม ของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี DJSI World ที่เกิดขึ้นในแต่ละช่วงเวลาที่ทำการศึกษาของทุกประเทศ ในระหว่างปี 2003 ถึง 2017

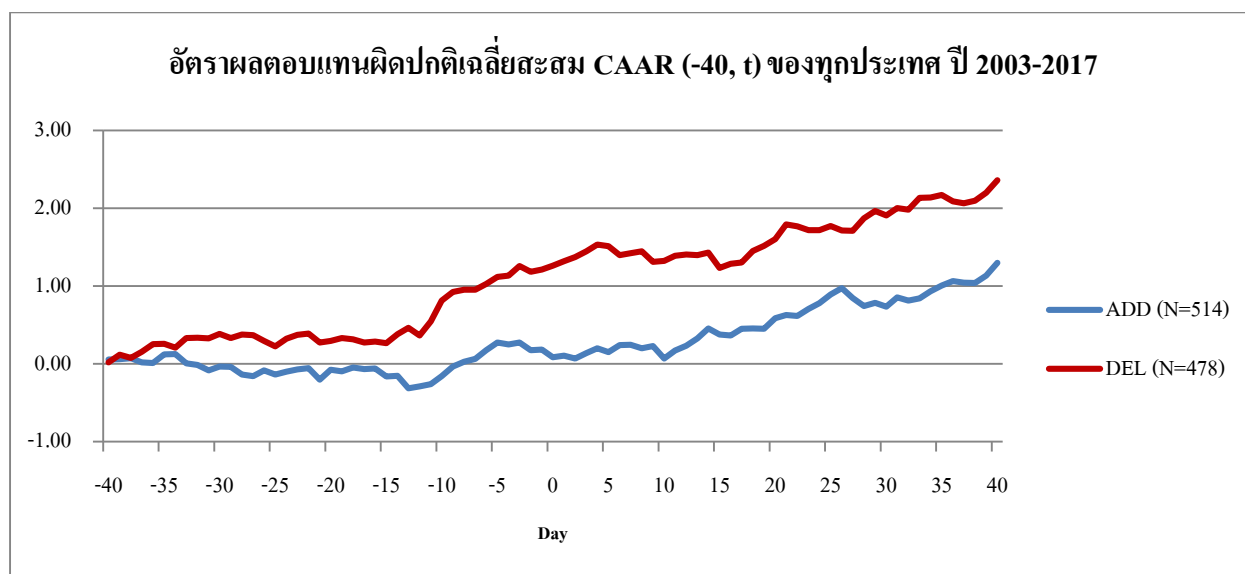
(หน่วย: เปอร์เซ็นต์)

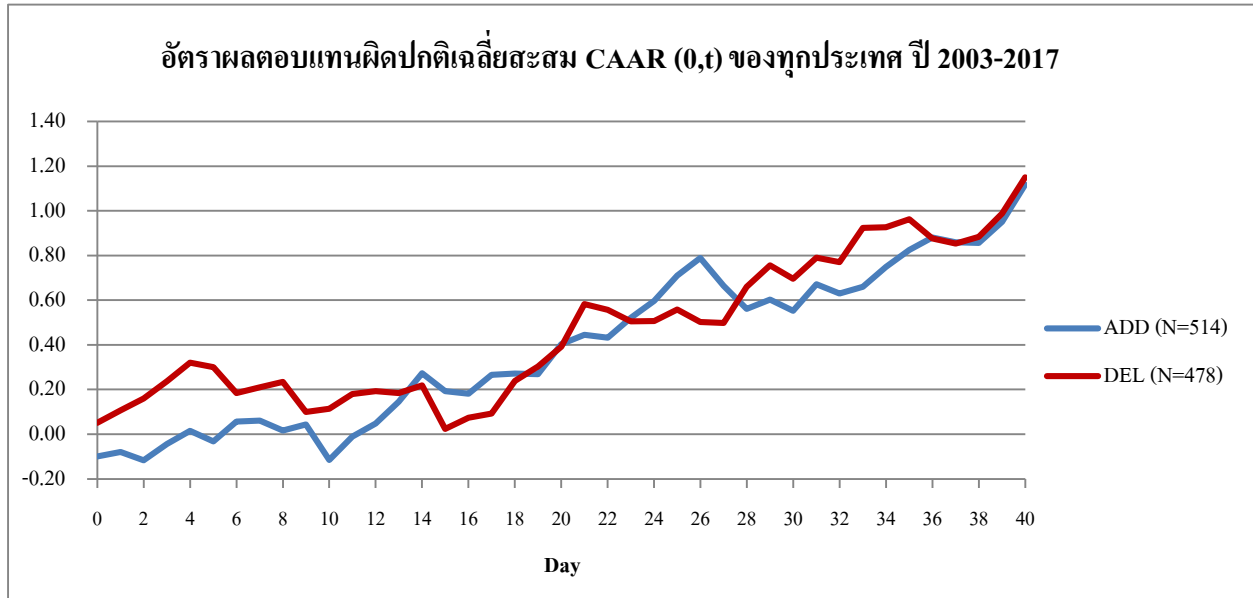
Day	ADD All countries (N = 514)				DEL All countries (N = 478)			
	CAAR	SE	t-test	P-Value	CAAR	SE	t-test	P-Value
(-40,-21)	-0.2052	0.3647	-0.5627	0.5737	0.2704	0.4325	0.6252	0.5318
(-20,-6)	0.3780	0.3050	1.2396	0.2152	0.7535	0.3618	2.0827**	0.0373
(-5,-2)	-0.0005	0.1644	-0.0032	0.9975	0.1597	0.1955	0.8173	0.4139
(-1,0)	-0.0901	0.1018	-0.8851	0.3763	0.0770	0.1207	0.6384	0.5233
(+1,+5)	0.0670	0.1638	0.4093	0.6824	0.2502	0.1943	1.2873	0.1981
(+6,+20)	0.4361	0.3059	1.4256	0.1540	0.0912	0.3626	0.2514	0.8015
(+21,+40)	0.7141	0.3646	1.9589**	0.0502	0.7587	0.4319	1.7566*	0.0790
(+1,+40)	1.2173	0.5766	2.1113**	0.0348	1.1001	0.6830	1.6108	0.1072

จากภาพที่ 5.1 ที่แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม ของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี DJSI World ของทุกประเทศ พบว่า ผลของช่วงหลังวันประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อของดัชนี DJSI World ขัดแย้งกับสมมติฐานแรงกดดันด้านราคา ที่กล่าวไว้ว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นตั้งแต่เริ่มประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อ เป็นผลจากการที่

อุปสงค์เพิ่มขึ้นเพียงชั่วคราวเท่านั้น ซึ่งในระยะยาวจะมีการปรับคืนของราคาสู่จุดดุลยภาพเดิม แต่การที่ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าและคัดออก มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นใกล้เคียงกันนั้น อาจบอกได้ว่านักลงทุนไม่ได้ให้ความสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงรายชื่อของดัชนี DJSI World เท่าใดนัก

ภาพที่ 5.1 แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม ระหว่างวันที่ -40 ถึง +40 และวันที่ 0 ถึง +40 ของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี DJSI World ของทุกประเทศ ในระหว่างปี 2003 ถึง 2017





6. สรุปผลการศึกษา

การศึกษาค้างนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบถึงความสัมพันธ์ของช่วงเหตุการณ์ที่สนใจกับ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม ของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี DJSI World ว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ โดยศึกษาผลกระทบทางด้านราคาที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ ของดัชนี สำหรับหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี DJSI World ด้วยวิธี Event study จากผลการศึกษาการประกาศเปลี่ยนแปลงรายชื่อของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าและคัดออกจากดัชนี ตามการแบ่งกลุ่มตัวอย่าง DJSI World 4 กลุ่ม ได้แก่ ทุกประเทศ ทวีปอเมริกา ทวีปยุโรป และทวีปเอเชีย และแบ่งผลการศึกษาออกเป็น 2 ช่วง ได้แก่ ศึกษาในระหว่างปี 2003 ถึง 2017 และ ระหว่างปี 2011 ถึง 2017 เนื่องในปี 2011 มีเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นทั่วโลกที่บ่งบอกว่ากลุ่มประเทศทั่วโลกได้ตระหนักถึงสภาวะโลกร้อน และให้ความใส่ใจกับการพัฒนาอย่างยั่งยืนมากขึ้น โดยการมีข้อตกลงระหว่างประเทศ ทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนาที่จะช่วยกันลดการปล่อยก๊าซที่ส่งผลต่อภาวะโลกร้อนลง รวมทั้งประเทศจีนมีการประกาศแผนพัฒนาเศรษฐกิจ 5 ปี ที่ใส่ใจในเรื่องของการพัฒนาอย่างยั่งยืน จึงสนใจศึกษา

ในระหว่างปี 2011 ถึง 2017 เพื่อศึกษาว่าผลกระทบจะแตกต่างกับช่วงปี 2003 ถึง 2017 หรือไม่

โดยผลการศึกษาในระหว่างปี 2003 ถึง 2017 ในช่วงวันที่ประกาศหรือวันที่เกิดเหตุการณ์ (-1,0) ไม่พบผลกระทบของราคาเมื่อถูกเลือกเข้าดัชนี ทุกกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา ในขณะที่หลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนีนั้น มีเพียงกลุ่มทวีปอเมริกา ที่พบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมเท่ากับ 0.3481% ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 5% ในช่วงหลังวันประกาศทั้งหมดที่สนใจศึกษา (+1,+40) หลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนี พบผลกระทบที่มีนัยสำคัญ เฉพาะกลุ่มตัวอย่างทุกประเทศ และทวีปยุโรป เท่านั้น โดยมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม เท่ากับ 1.2173% และ 1.5571% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 5% และ 10% ตามลำดับ สำหรับหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนี พบว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม เฉพาะกลุ่มตัวอย่างทวีปเอเชีย เท่ากับ 3.2783% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ขณะที่กลุ่มตัวอย่างทุกประเทศ ทวีปยุโรป ทวีปอเมริกา ไม่พบผลกระทบที่มีนัยสำคัญ

ขณะที่ผลการศึกษาในระหว่างปี 2011 ถึง 2017 ในช่วงวันที่ประกาศหรือช่วงวันที่เกิดเหตุการณ์ (-1,0) สอดคล้องกับ ผลการศึกษาในระหว่างปี 2003 ถึง

2017 กล่าวคือ ไม่พบผลกระทบของราคาเมื่อถูกเลือกเข้าดัชนี ทุกกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา แต่สำหรับหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนี นอกจากกลุ่มตัวอย่างทุกประเทศ แล้ว ยังพบผลกระทบที่มีนัยสำคัญในกลุ่มทวีปอเมริกา เช่นเดียวกัน โดยกลุ่มตัวอย่างทุกประเทศ และ ทวีปอเมริกา มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมเท่ากับ 0.2809% และ 0.9312% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% และ 1% ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างทุกประเทศ และทวีปอเมริกา ตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารการประกาศปรับรายชื่อหลักทรัพย์ ในกรณีการคัดออกจากดัชนี ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณของข้อมูลข่าวสาร สำหรับช่วงหลังวันประกาศทั้งหมดที่สนใจศึกษา (+1,+40) ไม่พบผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนีของทุกกลุ่มตัวอย่าง สำหรับหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนีนั้น ให้ผลเช่นเดียวกับการศึกษาระหว่างปี 2003 ถึง 2017 ที่มีเพียงกลุ่มตัวอย่างทวีปเอเชีย เท่านั้น ที่พบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม เท่ากับ 5.1205% ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 1%

โดยผลการศึกษาดังกล่าวสนับสนุนทฤษฎีการตอบสนองของราคาแบบไม่สมมาตรเกิดจากการเปลี่ยนแปลงการรับรู้ของนักลงทุนต่อหลักทรัพย์ตามการศึกษาของ Chen et al., (2004) ที่พบว่าหลักทรัพย์ที่ถูกคัดเลือกเข้าดัชนีจะมีราคาเพิ่มขึ้นอย่างถาวร ในขณะที่หลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนีกลับไม่พบว่าราคาลดลงอย่างมีนัยสำคัญ อันเนื่องมาจากว่านักลงทุนจะให้ความสนใจในหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกเข้าดัชนีมากขึ้น ในขณะที่เดียวกันก็ยังไม่เลิกให้ความสนใจกับหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนี เนื่องจากหากนักลงทุนได้รับรู้การมีอยู่ของหลักทรัพย์แล้ว การรับรู้นั้นก็ยังคงมีอยู่ต่อไม่ได้หายไป

ดังนั้น การอธิบายผลกระทบทางด้านราคาที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ของดัชนี DJSI World จึงอาจต้องใช้ทั้งสมมติฐานแรงกดดันด้านราคา สมมติฐานการทดแทนที่ไม่สมบูรณ์ สมมติฐานการส่งสัญญาณของข้อมูลข่าวสาร และความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กรและผลตอบแทนจากการลงทุนในนั้นมีความสัมพันธ์เป็นลบ เข้ามาช่วยอธิบายเช่นเดียวกับการอธิบายผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการปรับดัชนี S&P500 ของ Lynch and Mendenhall (1997) ที่ต้องใช้มากกว่า 1 ทฤษฎีเข้ามาช่วยในการอธิบายด้วยเช่นกัน และเมื่อเปรียบเทียบผลโดยรวมระหว่างการศึกษาช่วงปี 2003 ถึง 2017 และ 2011 ถึง 2017 แล้วพบว่าไม่มีผลแตกต่างกัน และที่เห็นได้ชัดเจนคือ กลุ่มตัวอย่างทวีปเอเชียหลักทรัพย์ที่ถูกคัดออกจากดัชนีจะยังมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมมากกว่ากลุ่มตัวอย่างอื่นๆ ดังนั้นหากนักลงทุนต้องการจะลงทุนโดยพิจารณาจากการเปลี่ยนแปลงของรายชื่อหลักทรัพย์ของดัชนี DJSI world การเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ในทวีปเอเชียที่ถูกคัดออกจากดัชนีจะทำให้ได้ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมสูงที่สุดในระยะยาว

อย่างไรก็ตามผลการศึกษานั้นใช้เพียงข้อมูลด้านราคาซึ่งอาจจะให้ผลที่ไม่ชัดเจนมากนัก โดยงานวิจัยในอนาคตอาจใช้ข้อมูลด้านปริมาณการซื้อขาย และทฤษฎีอื่นๆ ที่ต้องการทดสอบเข้ามาเป็นตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา เช่น ข้อมูลประมาณการผลกำไร หรือปริมาณนักวิเคราะห์ที่สนใจหลักทรัพย์ และ Bid-Ask spread ที่นำมาทดสอบทฤษฎี Information และ Liquidity เป็นต้น

7. บรรณานุกรม (Reference)

- Blomstrand, J., & Safstrand, T. (2010). The Index Effect OMXS30 vs EURO STOXX 50. Master thesis. Stockholm School of Economics Department of Finance, 1-48.
- Brammer, J., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management*, 35(3), 97-116.
- Chen, H., Noronha, G., & Singal, V. (2004). The Price Response to S&P 500 Index Additions and Deletions: Evidence of Asymmetry and a New Explanation. *Journal of Finance*, 59(4), 1901-1929.
- Cheung, A. (2011). Do Stock Investors Value Corporate Sustainability? Evidence from an Event Study. *Journal of Business Ethics*, 99(2), 145-165.
- Cheung, A., & Roca, E. (2013). The effect on price, liquidity and risk when stocks are added to and deleted from a sustainability index: Evidence from the Asia Pacific context. *Journal of Asian Economics*, 24(3), 51-65.
- Consolandi, C., et al. (2009). Global Standards and Ethical Stock Indexes: The Case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index. *Journal of Business Ethics*, 87(1), 185-197.
- Cusick, P. (2002). Price Effects of Addition or Deletion from the Standard & Poor's 500 Index. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 11(4), 349-383.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Flammer, C. (2012). Corporate Social Responsibility and Stock Prices: The Environmental Awareness of Shareholders. *The Journal of MIT Sloan School of Management*, 1(1), 1-32.
- Harris, L., & Gurel, E. (1986). Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures. *The Journal of Finance*, 41(4), 815-829.
- Jain, P. (1987). The Effect on Stock Price of Inclusion in or Exclusion from the S&P 500. *Financial Analysts Journal*, 43(1), 58-65.
- Karlsson, J., & Chakarova, Y. (2008). Does Corporate Social Responsibility Pay Off? - An event study of the impact of corporate entry and exit from the Dow Jones Sustainability World Index on the market value of a company. School of Business, Economics and Law at Goteborg University, 1-63.
- Kumar, S. (2007). Price Pressure Hypothesis: Evidence from S&P CNX Nifty Index Change. *Indian Institute of Management, Kozhikode*, 6(1), 9-32.
- Lackmann, J., et al. (2012). Market Reactions to Increased Reliability of Sustainability Information. *Journal of Business Ethics*, 107(2), 111-128.
- Lynch, A., & Mendenhall, R. (1997). New Evidence on Stock Price Effects Associated with Changes in the S&P 500 Index. *Journal of Business Ethics*, 70(3), 351-383.

- Oberndorfer, U., et al. (2013). Does the stock market value the inclusion in a sustainability stock index? An event study analysis for German firms. *Journal of Environmental Economics and Management*, 66(3), 497-509.
- Qiu, M., & Pinfold, J. (2007). Price and trading volume reactions to index constitution changes: The Australian evidence. *Managerial Finance*, 34(1), 53-69.
- Robinson, M., Kleffner, A., & Bertels, S. (2011). Signaling Sustainability Leadership: Empirical Evidence of the Value of DJSI Membership. *Journal of Business Ethics*, 101(3), 493-505.
- Shiu, C., & Wu, J. (2009). Foreign Ownership and Local Market Reaction to Changes of the Constituents in the International Stock Index: Evidence from Additions to and Deletions from MSCI Taiwan Index. 22nd Australasian Finance and Banking Conference 2009, 1-34.
- Shleifer, A. (1986). Do Demand Curves of Stocks Slope Down? *The Journal of Finance*, 41(3), 579-590.
- Vespro, C. (2006). Stock Price and Volume Effects Associated with Compositional Changes in European Stock Indices. *European Financial Management*, 12(1), 103-127.
- ชลดา เนียมเนตร์ (2010). ผลกระทบต่อราคาหุ้นเมื่อถูกคัดเลือกเข้ามารวมหรือถูกคัดออกจากดัชนี SET 50. การค้นคว้าอิสระปริญญาโท สาขาวิชา การบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปัฐพล กุโลทัยภิกข (2008). อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ที่ปรับเข้าในการคำนวณดัชนี SET 50 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สารนิพนธ์การจัดการมหาบัณฑิต วิทยาลัยการจัดการ, มหาวิทยาลัยมหิดล
- ศุภณัฐ ต้นชัชวาล (2013). การศึกษาเหตุการณ์ของผลกระทบจากการประกาศตัดเข้า หรือคัดออกจากดัชนี MSCI Index ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระปริญญาโท สาขาวิชา การบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- อัญชิสรา เต็มวาณิช (2016). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับของความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น: กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่ม ESG100. การค้นคว้าอิสระปริญญาโท สาขาวิชา การบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

Earnings Announcement and Earnings Response after Implementation of IFRS in Thailand

ลภัสวัฒน์ คล้ายแสง

วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนและหลังปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ และศึกษาผลกระทบของคุณภาพกำไรต่อการตอบสนองข้อมูลกำไรของนักลงทุน โดยมีกรอบแนวคิดของงานวิจัยประยุกต์จากแนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศกำไรและคุณภาพกำไร ที่ส่งผลกระทบต่อตอบสนองของราคาหุ้นต่อข่าวสารกำไร กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาในครั้งนี้ ได้แก่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการประกาศผลการดำเนินงานในช่วงปี พ.ศ. 2552-2556 ด้วยวิธี Event Study โดยการวิเคราะห์แบบจำลอง Panel Data Model ผลการวิจัยพบว่าการประกาศผลการดำเนินงานที่เป็นตัวเลขกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นนักลงทุนให้ความสนใจมากกว่าก่อนการปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ และตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่เกินปกติคือ การเจริญเติบโตของบริษัท และตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์คือ การเจริญเติบโตของบริษัท

คำสำคัญ: การประกาศกำไร การตอบสนองของนักลงทุน มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ มาใช้ เป็นเหตุการณ์ที่สำคัญในประวัติศาสตร์การบัญชี ดังนั้นเช่นประเทศในทวีปยุโรป ประเทศสมาชิกสหภาพยุโรป (EU) ทุกประเทศได้พร้อมกันทำบัญชีระบบเดียวกัน ตั้งแต่ 1 มกราคม 2005 การนำมาตรฐานใหม่มาใช้ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในการปฏิบัติทางบัญชีของประเทศสมาชิก (Kousenidis, Ladas และ Negakis, 2010, น. 145) ข้อมูลทางบัญชีที่มีอยู่ในงบการเงินเป็นสิ่งที่คาดหวังว่าจะเป็นประโยชน์สำหรับผู้มีอำนาจตัดสินใจ เพื่อที่จะสนองต่อสิ่งที่คาดหวัง งบการเงินจึงควรมีลักษณะพื้นฐานที่จำเป็น กล่าวคือ ข้อมูลทางการเงินที่จะเป็นประโยชน์จะต้องมีความสัมพันธ์กัน และมีความเที่ยงตรง(Relevant and Faithfully) นำเสนอในสิ่งที่ต้องการจะนำเสนอ ประโยชน์ของข้อมูลทางการเงินจะเพิ่มขึ้นถ้าสามารถเปรียบเทียบได้(Comparable) ยืนยันหรือตรวจสอบได้ (Verifiable) ทันเวลา(Timely) และสามารถเข้าใจได้ (Understandable) (Conceptual Framework, 2010: A33 อ้างถึงใน Kargin, 2013, น.71)

สำหรับประเทศไทยนั้น เริ่มต้นจัดทำบัญชีตามมาตรฐานการบัญชีที่สอดคล้องกับมาตรฐานการบัญชีที่รับรองทั่วไป (Generally Accepted Accounting Principles GAAPs) ที่ใช้ อยู่ในสหรัฐอเมริกา ดังนั้นในปี 2548 สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์ และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ได้มีข้อตกลงจัดทำมาตรฐานการบัญชีไทย (Thailand Accounting Standards: TAS) และมาตรฐานการรายงานทางการเงินไทย(Thailand Financial Reporting Standard: TFRS) โดยสภาวิชาชีพบัญชี จึงได้เริ่มปรับปรุงมาตรฐานการบัญชีไทย ให้สอดคล้องกับมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ และทยอยประกาศบังคับใช้ ทั้งนี้

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้ประกาศเริ่มใช้มาตรฐานการบัญชีที่ปรับปรุงตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) เมื่อวันที่ 1 มกราคม 2554 สำหรับรอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม 2554 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.), 2011, น. 13; Morgan manager, 2555) และสภาวิชาชีพบัญชี โดยคณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการบัญชีไทย ก็ได้ทำการปรับปรุงมาตรฐานการบัญชีไทย (TAS) และมาตรฐานการรายงานทางการเงินไทย (TFRS) ต่อเนื่อง และประกาศบังคับใช้กับรายงานทางการเงินที่มีรอบระยะเวลารายงานเริ่มต้นตามที่คณะกรรมการกำหนดมาตรฐานการบัญชีเห็นควร (สภาวิชาชีพ, 2556)

ในการที่บริษัทจดทะเบียนของประเทศไทย เริ่มต้นปฏิบัติตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ในปี 2554 บริษัทจำเป็นต้องจัดทำงบการเงินเปรียบเทียบระหว่างปีแรกของการใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ คือ ปี 2554 และงบการเงินของปีที่ผ่านมา คือ ปี 2553 ซึ่งได้จัดทำภายใต้มาตรฐานการบัญชีที่รับทั่วไป (THAI GAAP) ที่ใช้อยู่เดิม ให้เป็นตัวเลขที่สามารถเปรียบเทียบกันได้กับงบการเงินที่จัดทำภายใต้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ งบการเงินจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้ ก็ต่อเมื่อเป็นรายงานข้อมูลทางการเงินที่มีคุณภาพ ไม่ว่าจะเป็นการรายงานเกี่ยวกับสินทรัพย์ หนี้สิน ส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงานและกระแสเงินสด จะต้องเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอต่อการตัดสินใจ งบการเงินจะมีคุณภาพก็ต่อเมื่อให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้ งบการเงินในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ ซึ่งการที่ข้อมูลจะมีประโยชน์ดังกล่าวจะต้องมีลักษณะที่สำคัญหลัก 4

ประการตามแม่บทการบัญชี(ปรับปรุง 2552) คือ ความเข้าใจได้ ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ ความเชื่อถือ และการเปรียบเทียบกันได้ แม่บทการบัญชี(ปรับปรุง 2552) กล่าวว่า กำไรเป็นเกณฑ์ทั่วไปที่ใช้ผลการดำเนินงานหรือมักใช้เป็นฐานสำหรับวัดผลอื่น เช่น ผลตอบแทนจากการลงทุน หรือกำไรต่อหุ้น

นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ผู้จัดการกองทุน รวมทั้งบุคคลอื่น ๆ ที่มีความเกี่ยวข้องในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ต่างให้ความสำคัญกับตัวเลขกำไรของกิจการ ดังจะเห็นได้จากการแถลงถึงตัวเลขการคาดการณ์ของกิจการ และการวิเคราะห์คาดการณ์ผลประกอบการของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ซึ่งมีผู้ให้ความสนใจอย่างใกล้ชิด ในขณะที่ผู้บริหารกิจการก็ให้ความสนใจในกำไรของกิจการเพราะค่าตอบแทนของผู้บริหารนั้นขึ้นก็อยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ ชำนาญเกี่ยวกับผลประกอบการของกิจการที่ต่ำกว่าที่ประมาณการสามารถส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ในทางตรงกันข้ามกิจการที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าที่คาดการณ์ก็ย่อมส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นได้เช่นกัน การประกาศกำไรทางบัญชีส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติเช่น งานวิจัยของ Anderson(1992), Beaver(1968), Foster(1981) Latane and Jones (1979) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรที่ไม่คาดหมายของกิจการและผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของหลักทรัพย์ พบว่ากำไรที่ไม่คาดหวังมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับ ผลตอบแทนเกินปกติในอนาคตของหลักทรัพย์ และปฏิเสธความเชื่อของทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficiency Market Hypothesis) สะท้อนให้เห็นว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนอิงอยู่กับผลการดำเนินงานกิจการ Chan, Jegadeesh and Lakonishok (2001) นักลงทุนให้ความสนใจเฉพาะกำไรสุทธิของกิจการเท่านั้นโดยมองข้ามข้อมูลอื่น ๆ ที่ปรากฏอยู่ในงบการเงินของกิจการ Punya (2002) เมื่อธุรกิจประกาศกำไร ผู้ลงทุนในตลาด

หลักทรัพย์จะมีปฏิกิริยาตอบสนองต่อข่าวดังกล่าวอย่างไร โดยเป็นการศึกษาในแบบอิงกับเหตุการณ์ในช่วงเวลา (Event Studies) การศึกษาลักษณะดังกล่าวเป็นที่นิยมและครอบคลุมประเด็นต่าง ๆ อย่างมาก แม้ว่าผลจากการศึกษาส่วนใหญ่จะสนับสนุนความสำคัญของกำไรทางบัญชีว่า ตลาดทุนมีการตอบสนอง (Market Reaction) ต่อข่าวสารกำไรจริง คณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีของสหรัฐอเมริกา (The Financial Accounting Standards Board; FASB) และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (The Securities Exchange Commission) มุ่งมั่นเพื่อกำหนดมาตรการในการรายงานเรื่องที่เกี่ยวข้องกับสภาพทางการเงิน และการเปิดเผยข้อมูลที่ทำให้ความรู้เกี่ยวกับคุณค่าขององค์กร ในการกำหนดมาตรฐานนั้น เนื้อหาข้อมูลของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (Financial Disclosure) ซึ่งการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) นี้ ถือเป็นเครื่องมือที่ดีเยี่ยมสำหรับทดสอบเนื้อหาข้อมูลของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (Financial Disclosure)

การศึกษาครั้งนี้จะใช้การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Research) เพื่อศึกษาพฤติกรรมของราคาหุ้นต่อการประกาศกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ กำไรสุทธิของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราผลตอบแทนของหุ้น ระหว่างปี พ.ศ. 2552 – 2556 โดยใช้ข้อมูลจากทุกหมวดอุตสาหกรรม

ผลที่จะได้จากการศึกษานอกจากจะทำให้ทราบถึงพฤติกรรมของราคาหุ้นต่อการประกาศกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน โดยสามารถนำกลยุทธ์การลงทุนที่ได้จากการศึกษาไปใช้ประกอบการลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงสุดจากการลงทุน และนักลงทุนสามารถนำผลการทดสอบมาใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์ประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

การทบทวนวรรณกรรม

การศึกษาผลกระทบของการประกาศกำไรที่มีต่อผลตอบแทนของหุ้นผู้วิจัยได้ศึกษาทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องมาเป็นแนวทางในการศึกษาดังนี้

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศกำไรของบริษัท

2.1.1 ทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาดทุน (The Efficient Market Hypothesis)

การพัฒนาทฤษฎีทางการบัญชีจำเป็นต้องอาศัยทฤษฎีทางการเงินเกี่ยวกับตลาดทุน ทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาดทุน (The Efficient Market Hypothesis) และตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (The Capital Asset Pricing Model) เพราะทฤษฎีทางการเงินทั้งสองนี้นำไปสู่แนวคิดเกี่ยวกับความเกี่ยวข้องกันระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ และการทำวิจัยเชิงประจักษ์เกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดทุน คุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีและผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงวิธีการบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ ความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล เพื่อแสดงให้เห็นว่าความพร้อมของข้อมูลมีผลกระทบอย่างไรต่อราคาหลักทรัพย์ และการวัดความพร้อมของข้อมูลของกิจการ ทฤษฎีราคา กล่าวว่าการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่มีการแข่งขันสมบูรณ์ภายใต้สถานการณ์ที่แน่นอนราคาหลักทรัพย์จะเท่ากับราคาตลาด ซึ่งทำให้กำไรในทางเศรษฐกิจที่คำนวณจากผลต่างระหว่างผลตอบแทนที่ได้รับหักด้วยเงินทุน มีค่าเท่ากับ 0 สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน เป็นแนวคิดที่ขยายต่อจากทฤษฎีราคาในสถานการณ์ที่แน่นอน โดยประยุกต์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในสถานการณ์ที่ไม่แน่นอน Jansen (1978) ได้ให้ความหมายของตลาดทุนที่มี

ประสิทธิภาพ โดยกล่าวว่าประสิทธิภาพของตลาดทุนขึ้นอยู่กับชุดของข้อมูลที่สามารถทำให้กำไรในทางเศรษฐกิจโดยเฉลี่ยของตลาดเท่ากับ 0 ชุดของข้อมูลนั้นหมายถึง ข่าวสารที่ประกาศในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งผู้ลงทุนจะได้รับอย่างเท่าเทียมกันและใช้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ ระดับความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market)

2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) อธิบายถึงวิธีการเปิดเผยข้อมูลในตลาดทุนของผู้บริหารผ่านเครื่องมือที่ต้องการให้ทราบเกี่ยวกับความคาดหวังในอนาคตเรื่องผลการดำเนินงาน ซึ่งเครื่องมือสำคัญในการส่งสัญญาณให้รู้ถึงมูลค่าของกิจการ นั่นก็คือการประกาศกำไรซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อการพิจารณาของนักลงทุนว่าจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์หรือไม่ในด้านของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งการประกาศกำไรก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้มูลค่าของกิจการ (Firm Value) เพิ่มขึ้นเพราะกิจการสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณจากผู้บริหารไปยังผู้ถือหุ้นที่มีข้อมูลน้อยกว่า (Asymmetric Information) ให้เข้าใจในทิศทางและปรับเปลี่ยนมุมมองตามที่ผู้บริหารต้องการ ตามทฤษฎีผู้บริหารใช้การประกาศกำไรในการส่งสัญญาณเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรต่อผู้ถือหุ้น โดยหากบริษัทมีกำไรก็ยอมทำให้ผู้ถือหุ้นเข้าใจว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรมากขึ้น ในทางตรงกันข้ามหากบริษัทมีการประกาศกำไรลดลงยอมทำให้ผู้ถือหุ้นเข้าใจว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรลดลง อันเป็นผลให้มูลค่าของกิจการลดลงได้ การส่งสัญญาณทำให้บุคคลภายในกิจการได้ใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่ได้ก่อนนักลงทุนภายนอกเพื่อแสวงหา

ประโยชน์กับตนเองในการสร้างผลตอบแทนที่เกินปกติ (Spence, 1973) การส่งสัญญาณมีทั้งมีทั้งข่าวดีและข่าวไม่ดีที่พวกเขาต้องตัดสินใจว่าจะสื่อสารกับบุคคลภายนอก (Brian L. Connelly, S. Trevis Certo, R. Duane Ireland and Christopher R. Reutzel, 2011)

2.1.3 มาตรฐานการรายงานทางการเงินที่มีผลต่อคุณภาพกำไร

สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์ซึ่งมีหน้าที่ในการกำหนดและออกมาตรฐานการรายงานทางการเงิน ที่ใช้สำหรับธุรกิจในประเทศไทย ได้มีการพัฒนาและปรับปรุงมาตรฐานการรายงานทางการเงิน ของประเทศไทยให้สอดคล้องกับมาตรฐานการรายงานการเงินระหว่างประเทศ อันส่งผลให้งบการเงินของกิจการในประเทศไทยมีมาตรฐานและเป็นที่ยอมรับในระดับสากล กรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน (ปรับปรุง พ.ศ. 2558) กรอบแนวคิดนี้เป็นกรอบแนวคิดสำหรับการรายงานข้อมูลทางการเงินต่อบุคคลภายนอก ซึ่งมีงบการเงินเป็นส่วนประกอบที่สำคัญของการรายงานการที่จะทำให้งบการเงินสามารถสนองความต้องการข้อมูลของผู้ใช้ข้อมูลทางการเงินได้นั้น รายงานทางการเงินจำเป็นต้องมีลักษณะเชิงคุณภาพ ข้อมูลที่น่าเชื่อถือต้องเป็นนำเสนอแบบมีประโยชน์และเป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจและเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม

2.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพกำไร (Earning Quality) ที่ส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหุ้นต่อข่าวสารกำไร (Earning Response)

การตอบสนองของราคาหุ้นต่อข้อมูลกำไร (คุณภาพกำไรในมุมมองของนักลงทุน) ศึกษาเกี่ยวกับ

การซื้อขายหุ้นโดยใช้ข้อมูลภายในก่อนการประกาศผลกำไรหรือเงินปันผล ซึ่งพบว่า ราคาหุ้นตอบสนองในทิศทางบวกกับข่าวดี และทิศทางลบกับข่าวร้าย อีกทั้งยังพบว่าการใช้ข้อมูลภายในซื้อขายสามารถทำกำไรเกินกว่าปกติอย่างมีนัยสำคัญ และนักลงทุนจะตอบสนองเกินปกติต่อราคาที่เกิดขึ้นจริง Cheng and Leung (2008) และ Chan (2001)

2.2.1 มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ

ข้อมูลรายงานทางการเงินที่เป็นมาตรฐานสากล เป็นที่ยอมรับในด้านการจัดทำและนำเสนอข้อมูลที่เป็นรูปแบบเดียวกันจึงเป็นสิ่งจำเป็นและเป็นที่ต้องการของนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ เพื่อการวิเคราะห์การประเมินราคาหลักทรัพย์ และการเปรียบเทียบฐานะการเงินของกิจการต่าง ๆ ให้เป็นไปอย่างถูกต้อง สะดวก และเปรียบเทียบได้กับอัตราผลตอบแทนตามที่นักลงทุนคาดหวัง ประโยชน์ที่สำคัญอีกประการของการจัดทำและนำเสนอรายงานทางการเงินตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ คือ เป็นปัจจัยสำคัญที่เสริมสร้างความน่าสนใจในการลงทุนพร้อมสร้างโอกาสของบริษัทจดทะเบียน

Karampinis และ Hevas (2009) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ที่มีต่อประโยชน์ของข้อมูลทางการเงินบัญชี จะส่งผลต่อการแสดงตัวเลขกำไรและคุณภาพกำไรของกิจการจากผลการศึกษาปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่อการประยุกต์ใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ประกอบด้วยข้อกำหนดของมาตรฐานการรายงานการเงิน และปัจจัยภายในกิจการ ได้แก่ การใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร อัตราส่วนทางการเงิน ค่าตอบแทนของผู้บริหาร และโครงสร้างความเป็นเจ้าของ Kousenidis, Ladas และ Negakis (2010) ได้ศึกษาเกี่ยวกับประโยชน์ของข้อมูลทางการเงินบัญชี ในช่วงเวลาก่อนและหลังการนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ และ Feltham and Ohlson (1995) ทำการศึกษาผลกระทบของการ

นำมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศมาใช้ส่งผลต่อคุณภาพทางการเงินบัญชีอย่างไร

Alali และ Foote (2009) ได้ศึกษาเกี่ยวกับประโยชน์ของข้อมูลทางการเงินบัญชีที่จัดทำตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ในตลาดหลักทรัพย์อาบูดาบี Halonen, Pavlovic และ Persson (2013) ผู้ใช้งบการเงินมีความสนใจในผลกำไรซึ่งเป็นผลการดำเนินงานของกิจการเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน การตัดสินใจของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ คุณค่าของข้อมูลกำไรที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงิน พรณิภา รอดวรรณนะ(2539) พบว่าข้อมูลกำไรสุทธิมีความสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุน เนื่องจากข้อมูลกำไรเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุน โดยศึกษาผลกระทบต่อการตอบสนองในตลาดของมาตรการการเปลี่ยนแปลงทางการเงินบัญชี นิมนวล วิเศษสรรพ และ Li Yutian (2557) พบว่าข้อมูลกำไรต่อหุ้นสามัญ และมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นสามัญเป็นข้อมูลทางการเงินบัญชีที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ Schipper and Vincent (2003) ข้อมูลกำไรที่มีลักษณะเชิงคุณภาพคือข้อมูลกำไรที่มีลักษณะความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ ความสามารถเปรียบเทียบกันได้ และความเชื่อถือได้มาประกอบเข้าด้วยกัน ข้อมูลกำไรต้องเป็นตัวแทนอันเที่ยงธรรม การศึกษาเกี่ยวกับคุณภาพกำไรตามกรอบแนวคิดทางบัญชี (Conceptual Framework) โดยให้นิยามของคุณภาพของข้อมูลกำไร คือ ระดับความสามารถของกำไรที่ได้จากรายงานการเงินที่สะท้อนความเป็นจริงทางเศรษฐศาสตร์โดยผู้บริหารต้องเลือกใช้นโยบายการบัญชีที่กำหนดในมาตรฐานการรายงานการเงิน

2.3 กรอบแนวความคิดการวิจัย

จากแนวคิดและทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดหุ้นและกาวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Event Study Methodology โดยวัดจากผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (Abnormal return) เนื่องจากเป็นตัวแทนในการชี้วัดผลกระทบของราคาหุ้นต่อข้อมูลใหม่ ได้ดี

เช่น หากผลตอบแทนที่เกินปกติเป็นลบ แสดงว่ามี การตอบสนองต่อข่าวร้าย และผลตอบแทนที่เกินปกติ เป็นบวกแสดงว่ามีการตอบสนองต่อข่าวดี นอกจากนี้ ผลตอบแทนที่เกินปกตินี้ยังสามารถสะท้อนข้อมูลของ ตลาดรวมได้ดีกว่าผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของ หลักทรัพย์นั้น ๆ ด้วย ปัจจัยที่จะใช้ในการทดสอบ และสร้างกรอบแนวคิดการวิจัยดังสมการ

$$\text{Earning Response} = \int (\text{Earning Quality}), \text{IFRS})$$

โดยการศึกษาในครั้งนี้ได้เลือกแบบจำลอง ตลาด (Market Model) มาใช้ในการคำนวณหาอัตรา ผลตอบแทนที่คาดหวังเนื่องจากเป็นแบบจำลองที่ นิยมใช้อย่างแพร่หลาย และเป็นแบบจำลองที่สามารถ คาดการณ์โดยอาศัยสมมติฐานที่เป็นไปได้ใกล้เคียง ความเป็นจริงเพื่อหาค่าผลตอบแทนที่เกินปกติในช่วง ที่มีการประกาศกำไรในปี พ.ศ. 2552 - 2556 ด้วยวิธี Event Study Methodology และนำมาวิเคราะห์โดย อาศัยแนวคิด ซึ่งพิจารณาจากผลการศึกษาที่ เกี่ยวข้องในอดีตเพื่อทำการประกาศกำไรของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผล ต่อการตอบสนองของราคาหุ้นอย่างไร เปรียบเทียบ ก่อนและหลังปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ระหว่างประเทศ และศึกษา คุณภาพกำไร มีผลต่อ การตอบสนองข้อมูลกำไรของนักลงทุนอย่างไร

ระเบียบวิธีวิจัย

ศึกษาเรื่องการประกาศกำไรที่มีผลต่อ ผลตอบแทนหุ้น มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการ ตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศกำไรของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก่อนและหลังปรับใช้มาตรฐานการรายงานทาง การเงินระหว่างประเทศ และศึกษาผลกระทบของ คุณภาพกำไรต่อการตอบสนองข้อมูลกำไรของนัก ลงทุน โดยข้อมูลนำมาศึกษา ระหว่างปี พ.ศ. 2552 - 2556 เป็นข้อมูลทุติยภูมิ ประกอบด้วยข้อมูลรายงาน

ทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทุก หมวดอุตสาหกรรม ซึ่งประกอบไปด้วยขั้นตอนในการ ดำเนินการวิจัยดังนี้

3.1 การเก็บรวบรวมข้อมูล

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาในครั้งนี้ ได้แก่บริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มี การประกาศผลการดำเนินงานในช่วงปี พ.ศ. 2552- 2556 โดยมีเกณฑ์ในการเลือกบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศผล การดำเนินงานครบทุกปีในช่วงที่ทำการศึกษาและ ต้องมีข้อมูลราคาปิดรายวันของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลดัชนีตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแบบรายวันครบถ้วน ในช่วงปี พ.ศ. 2552-2556

3.2. การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study)

การกำหนดช่วงเหตุการณ์ที่ศึกษา

เนื่องจากงานวิจัยครั้งนี้ในการศึกษาเกี่ยวกับ การประกาศผลการดำเนินงานและแบ่งเป็นสองส่วน ตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยว่าการประกาศกำไรของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผลต่อการตอบสนองของราคาหุ้นอย่างไร เปรียบเทียบก่อนและหลังปรับใช้มาตรฐานการ รายงานทางการเงินระหว่างประเทศ และคุณภาพ กำไร มีผลต่อการตอบสนองข้อมูลกำไรของนักกลง ทุนอย่างไร ดังนั้นวิธีการดำเนินการวิจัยจึงใช้การศึกษ แบบการศึกษาเหตุการณ์ที่น่าสนใจ (Event Study) ซึ่งเป็นการศึกษาถึงผลกระทบของช่วงเวลาใดเวลา หนึ่งเท่านั้น ซึ่งงานวิจัยนี้จะมีเหตุการณ์ที่น่าสนใจ คือ ช่วงเวลาของการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดย จะทำการศึกษาว่าการประกาศกำไรของบริษัทจด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผลต่อ การตอบสนองของราคาหุ้นอย่างไร เปรียบเทียบก่อน และหลังปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน

ระหว่างประเทศ นอกจากนี้ผู้วิจัยจึงทำการศึกษาว่า คุณภาพกำไรมีผลต่อการตอบสนองข้อมูลกำไรของ นักลงทุนอย่างไร

หลังจากได้กำหนดช่วงของเหตุการณ์ที่จะ ศึกษาแล้ว ในส่วนนี้ผู้วิจัยจะนำข้อมูลมาคำนวณหา อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหุ้นสามัญในช่วงที่ บริษัทได้มีการประกาศผลการดำเนินงานในการ คำนวณตามแบบจำลองของตลาด (Market Model)

วิธีการวิจัย

1. กำหนดช่วงระยะเวลาการศึกษา ระยะเวลา การศึกษาจะแบ่งเป็น 2 ช่วง ตามงานวิจัยของ Su (2003) ได้แก่

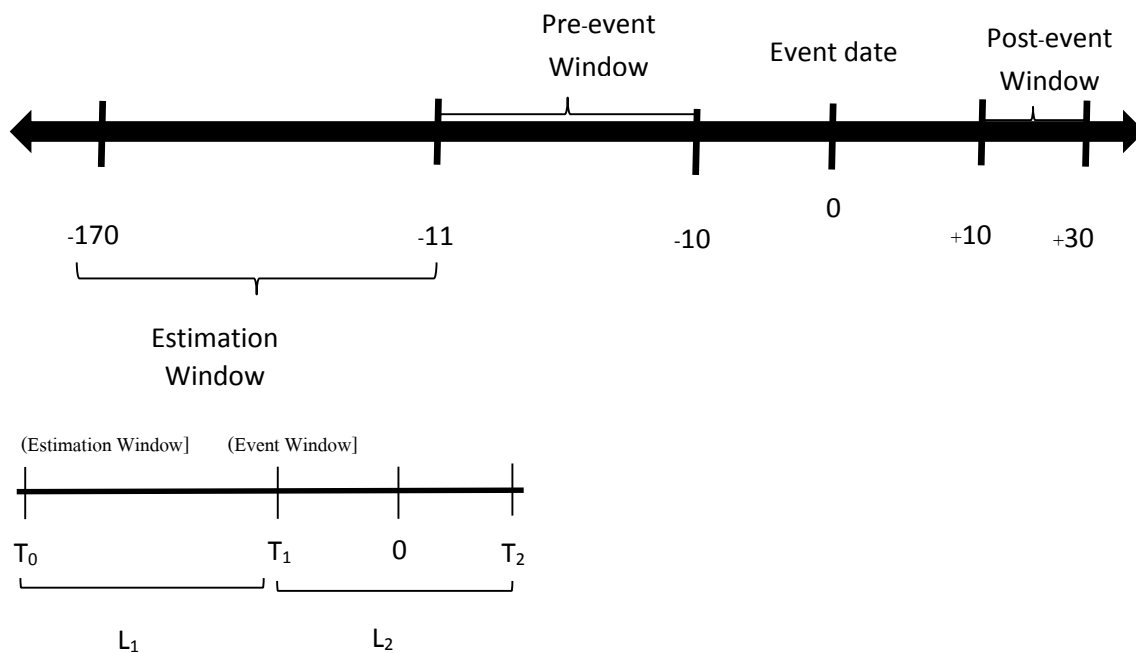
1.1 ช่วงประมาณการ (Estimation Window) ใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนการซื้อขายหลักทรัพย์ จำนวน 160 วัน โดย นับตั้งแต่วันที่ -170 ถึงวันที่ -10

1.2 ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Window) ใช้ ข้อมูลอัตราผลตอบแทนการซื้อขายหลักทรัพย์วันที่ ± 10 จากวันที่เกิด เหตุการณ์ (Event Date) ทั้งนี้ มี การแบ่งช่วงย่อยออกเป็น 3 ช่วงซึ่งประกอบไปด้วย

1.2.1 ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ -10 ถึง -1 (Pre-event window)

1.2.2 ช่วงเกิดเหตุการณ์ 0 (Event window)

1.2.3 ช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ +1 ถึง +10 (Post-event window)



ภาพที่ 1 แผนภาพแสดงช่วงเวลาทางสถิติที่ศึกษา

ผลการศึกษาวิจัย

การนำเสนอผลการวิจัยที่ได้จากการวิเคราะห์ การตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศกำไรของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และผลกระทบของคุณภาพกำไรต่อการ ตอบสนองข้อมูลกำไรของนักลงทุน โดยตัวอย่างที่ใช้ ในการศึกษาค้นคว้านี้ได้แก่บริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศผลการ

ดำเนินงานในช่วงปี พ.ศ. 2552 ถึง ปี พ.ศ. 2556 โดยมีข้อมูลของการประกาศผลการดำเนินงานทั้งสิ้น 1,955 เหตุการณ์ จำนวน 391 บริษัท โดยข้อมูล ทั้งหมดนำมาประมวลผลและทำการจัดเรียงข้อมูลที่ได้มา นำไปทำการแบ่งกลุ่ม มาทำการคำนวณโดยใช้ โปรแกรม Stata เพื่อวิเคราะห์เหตุการณ์ทางสถิติที่ สนใจ (Event Study)

4.1 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

ตารางที่ 2 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
ธุรกิจการเงิน	53	13.55
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	20	5.12
สินค้าอุปโภคบริโภค	29	7.42
สินค้าอุตสาหกรรม	72	18.41
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	72	18.41
ทรัพยากร	27	6.91
บริการ	82	20.97
เทคโนโลยี	36	9.21
รวม	391	100.00

4.2 ผลของการศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนและหลังปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ

1. ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไรและขาดทุน

จากการประกาศผลการดำเนินงานเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติตั้งแต่วันที่ที่มีการประกาศผลการดำเนินงาน ในช่วง (0,10) อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าหลังจากการประกาศผลการดำเนินงานไปแล้วนั้นราคาหลักทรัพย์ได้มีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในทันที นั้นหมายความว่านักลงทุนให้ความสนใจข้อมูลผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และนำไปเป็นข้อมูลพื้นฐานในการวิเคราะห์และคาดการณ์ และยังพบอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติในช่วงก่อนการประกาศผลการดำเนินงาน

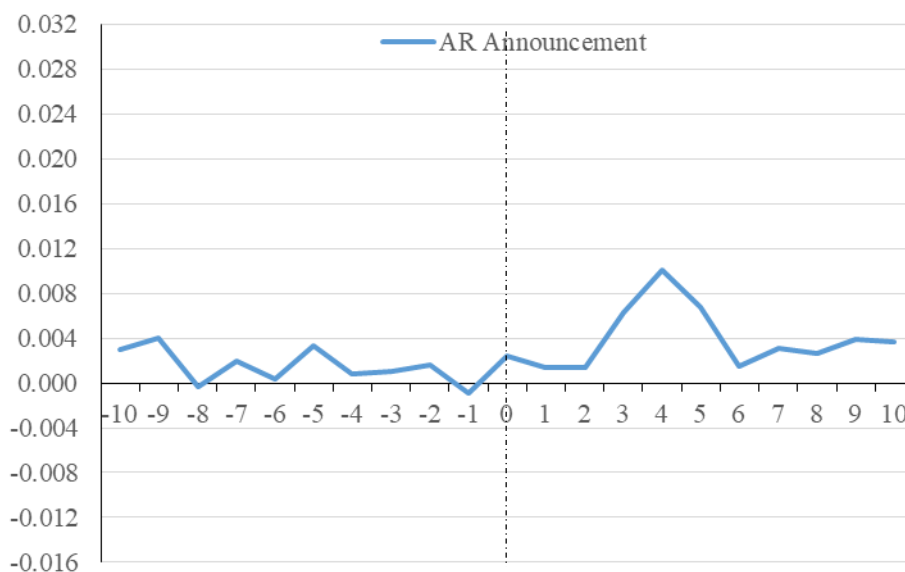
ทั้งสิ้น 3 วัน คือ -1,-9 และ -10 อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าให้เห็นว่าผู้มีข้อมูลที่รู้ไหลก่อนการประกาศผลการดำเนินงาน นักลงทุนบางกลุ่มนำข้อมูลนี้ไปใช้ประโยชน์ในการวิเคราะห์และคาดการณ์เพื่อสร้างผลประโยชน์ให้กับตนเอง

ในส่วนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศผลการดำเนินงานการศึกษานี้ได้แบ่งตัวอย่างเป็น 2 กลุ่มคือ กลุ่มที่มีการประกาศผลการดำเนินเป็นกำไรซึ่งมีทั้งหมด 1,813 เหตุการณ์ และกลุ่มที่มีการประกาศผลการดำเนินขาดทุนซึ่งมีทั้งหมด 142 เหตุการณ์ พบว่าจากการประกาศผลการดำเนินงานเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติทั้งช่วงก่อนการประกาศผลการดำเนินงานและหลังการประกาศผลการดำเนินทั้งสิ้น 4 วัน คือ -6,-2 ,1 และ 5 อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงให้เห็นว่านักลงทุนให้ความสำคัญกับผลการดำเนินงานที่เป็นตัวเลขกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากกว่าผลการดำเนินที่เป็นตัวเลขขาดทุน

ตารางที่ 3 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงาน และ
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไรและขาดทุน
(Announcement และ Profit and Loss)

Event Period	Obs	AR Announcement	Obs		AR - Profit vs Loss		
			Loss	Profit	Loss	Profit	Diff.
-10	1955	0.0030 **	142	1813	0.0030	0.0030	0.0001
-9	1955	0.0040 ***	142	1813	0.0047	0.0040	-0.0007
-8	1955	-0.0003	142	1813	0.0021	-0.0005	-0.0026
-7	1955	0.0019	142	1813	-0.0027	0.0023	0.0050
-6	1955	0.0004	142	1813	0.0056	-0.0001	-0.0056 **
-5	1955	0.0033	142	1813	0.0001	0.0035	0.0034
-4	1955	0.0008	142	1813	0.0030	0.0007	-0.0024
-3	1955	0.0010	142	1813	0.0014	0.0010	-0.0004
-2	1955	0.0016 *	142	1813	-0.0030	0.0020	0.0050 *
-1	1955	-0.0009	142	1813	-0.0033	-0.0007	0.0026
0	1955	0.0024 ***	142	1813	0.0027	0.0024	-0.0003
1	1955	0.0013 *	142	1813	0.0073	0.0008	-0.0065 **
2	1955	0.0013	142	1813	0.0018	0.0013	-0.0005
3	1955	0.0063 ***	142	1813	0.0077	0.0062	-0.0016
4	1955	0.0101 ***	142	1813	0.0062	0.0104	0.0042
5	1955	0.0068 ***	142	1813	0.0154	0.0061	-0.0093 *
6	1955	0.0015 *	142	1813	0.0023	0.0015	-0.0008
7	1955	0.0030 *	142	1813	-0.0034	0.0036	0.0070
8	1955	0.0026 ***	142	1813	-0.0021	0.0030	0.0051
9	1955	0.0038 ***	142	1813	0.0063	0.0036	-0.0027
10	1955	0.0037 *	142	1813	0.0059	0.0035	-0.0025

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% **คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ***คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%



ภาพที่ 2 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงาน



ภาพที่ 3 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไรและขาดทุน

จากภาพที่ 2 และภาพที่ 3 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR) ของการประกาศกำไรที่มีผลต่อผลตอบแทนหุ้น ในช่วงของการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนักลงทุนได้ตอบสนองต่อข้อมูลกำไรของบริษัท กราฟแสดงการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นจะพบว่าราคาหุ้นนั้นมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ช่วงของการประกาศกำไรแล้วบางส่วน ซึ่งอาจมาจากการที่นักลงทุนบางกลุ่มได้เข้าถึงข้อมูลก่อนที่จะมีการประกาศผลการดำเนินงานของหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตามนักลงทุนก็ยังไม่ให้ความสนใจในข้อมูลกำไรในช่วงของการกำไรของหลักทรัพย์เพราะว่ามีการปรับตัวของผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์

2. ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไร
ตามที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผล

การดำเนินงานเป็นขาดทุนตามที่นักวิเคราะห์คาดการณ์

จากการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไร เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงหลังวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไร ทั้งสิ้น 5 วัน คือวันที่ 3,4,5,7 และ 10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าหลังจากการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไรไปแล้วนั้นราคาหลักทรัพย์ได้มีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในทันทีนั้นหมายความว่า นักลงทุนให้ความสนใจข้อมูลผลการดำเนินงานเป็นกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และนำไปเป็นข้อมูลพื้นฐานในการวิเคราะห์และคาดการณ์ และยังพบอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติในช่วงก่อนการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไรน้อยกว่าที่นักลงทุนได้คาดการณ์ ทั้งสิ้น 7 วัน คือ วันที่ -1,-3,-4,-5,-7,-8 และ -10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าให้นักลงทุนให้ความสนใจกับผลการดำเนินงานที่เป็นกำไร ถึงแม้ว่าผลการดำเนินงานที่เป็นกำไรจะ

ไม่ได้เป็นไปตามที่คาดการณ์ และแสดงให้เห็นอีกว่า ยังมีนักลงทุนบางกลุ่มที่ทราบผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อนการประกาศผลการดำเนินงาน นำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ประโยชน์เพื่อสร้างผลประโยชน์ได้

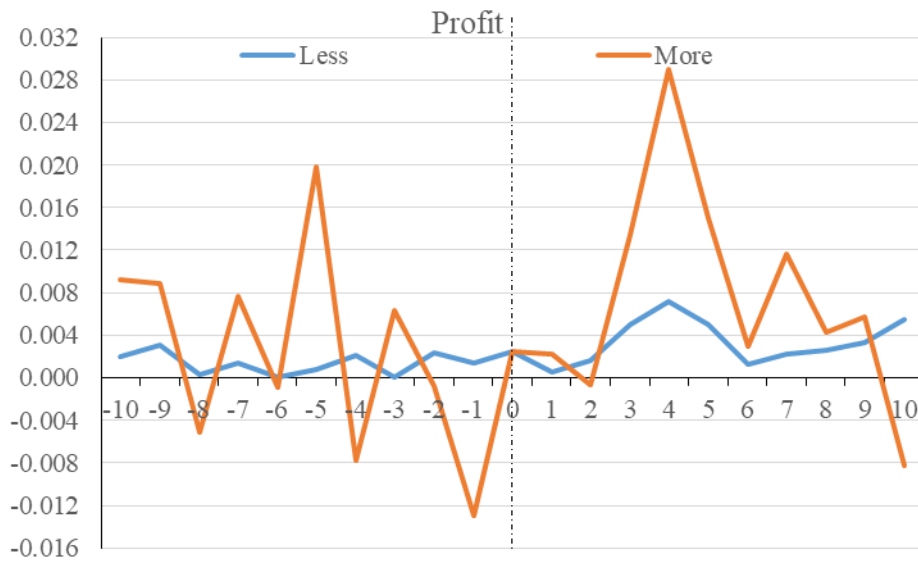
การศึกษาโดยใช้ข้อมูลของการประกาศผลการดำเนินงานเป็นขาดทุนตามที่นักวิเคราะห์ได้มีการคาดการณ์ไว้ทั้งสิ้น 142 เหตุการณ์ โดยตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ได้แก่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นขาดทุนตามที่นักวิเคราะห์ได้มีการ

คาดการณ์ไว้ แสดงดังตารางที่ 2 AR- Profit และ AR-Loss พบว่า จากการประกาศผลการดำเนินงานเป็นขาดทุนเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงก่อนวันการประกาศผลการดำเนินงานเป็นขาดทุนแค่วันเดียวคือ วันที่ -9 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% แสดงว่าจากการประกาศผลการดำเนินงานเป็นผลขาดทุนไม่ว่าจะเป็นผลขาดทุนที่น้อยกว่าที่คาดการณ์หรือผลขาดทุนที่มากกว่าที่คาดการณ์ไว้ นักลงทุนก็แสดงถึงการไม่ได้ให้ความสนใจต่อการประกาศผลการดำเนินงานที่เป็นขาดทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 4 ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไรตามที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นขาดทุนตามที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ (AR- Profit และ AR-Loss)

Event Period	Obs		AR - Profit			Obs		AR - Loss		
	Less	More	Less	More	Diff.	More	Less	More	Less	Diff.
-10	1548	265	0.0020	0.0092	0.0071 *	88	54	0.0001	0.0063	0.0062
-9	1548	265	0.0031	0.0088	0.0058	88	54	0.0017	0.0110	0.0094 *
-8	1548	265	0.0002	-0.0052	-0.0054 *	88	54	0.0034	0.0007	-0.0027
-7	1548	265	0.0013	0.0077	0.0063 *	88	54	-0.0021	-0.0028	-0.0007
-6	1548	265	0.0001	-0.0009	-0.0010	88	54	0.0075	0.0032	-0.0043
-5	1548	265	0.0007	0.0199	0.0191 ***	88	54	-0.0010	0.0010	0.0020
-4	1548	265	0.0021	-0.0078	-0.0099 ***	88	54	0.0056	0.0009	-0.0047
-3	1548	265	0.0000	0.0064	0.0064 **	88	54	0.0009	0.0031	0.0022
-2	1548	265	0.0024	-0.0008	-0.0032	88	54	-0.0053	0.0013	0.0067
-1	1548	265	0.0014	-0.0130	-0.0143 **	88	54	-0.0054	0.0002	0.0056
0	1548	265	0.0024	0.0025	0.0001	88	54	0.0007	0.0052	0.0046
1	1548	265	0.0006	0.0022	0.0016	88	54	0.0094	0.0043	-0.0051
2	1548	265	0.0016	-0.0006	-0.0022	88	54	0.0011	0.0034	0.0023
3	1548	265	0.0050	0.0135	0.0085 **	88	54	0.0106	0.0019	-0.0086
4	1548	265	0.0072	0.0290	0.0218 **	88	54	0.0070	0.0048	-0.0022
5	1548	265	0.0050	0.0151	0.0101 ***	88	54	0.0143	0.0059	-0.0083
6	1548	265	0.0013	0.0029	0.0017	88	54	0.0021	0.0016	-0.0005
7	1548	265	0.0022	0.0116	0.0094 **	88	54	-0.0060	-0.0002	0.0058
8	1548	265	0.0026	0.0043	0.0017	88	54	-0.0023	0.0008	0.0031
9	1548	265	0.0033	0.0057	0.0024	88	54	0.0084	0.0028	-0.0057
10	1548	265	0.0055	-0.0083	-0.0139 **	88	54	0.0092	0.0002	-0.0089

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% **คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ***คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%



ภาพที่ 4 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไรตามที่นักวิเคราะห์คาดการณ์



ภาพที่ 5 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นขาดทุนตามที่นักวิเคราะห์คาดการณ์

จากภาพที่ 4 และภาพที่ 5 การแสดงผลการศึกษาของการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีต่อผลตอบแทนที่เกินปกติ การประกาศกำไรส่งผลโดยตรงต่อการตัดสินใจของนักลงทุน โดยนักลงทุนนั้นตอบสนองต่อการประกาศผลกำไรของบริษัท

ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่านักลงทุนส่วนใหญ่ให้ความสนใจในผลการดำเนินงานของบริษัทที่เป็นผลกำไร ซึ่งเป็นการแสดงให้เห็นว่าการที่บริษัทประกาศผลกำไรเป็นการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนในการเป็นข้อมูลสำหรับการตัดสินใจ

3.แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไรตามที่นักวิเคราะห์ได้มีการคาดการณ์ไว้ และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันในช่วงก่อนและหลังปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศในประเทศไทย

จากการประกาศผลการดำเนินงานตามที่นักวิเคราะห์ได้คาดการณ์เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงหลังวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานตามที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ คือ วันที่ 5 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและยังพบอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติในช่วงก่อนการประกาศผลการดำเนินงานตามที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ คือ วันที่ -10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่านักวิเคราะห์ไม่ได้ให้ความสนใจต่อข้อมูลการคาดการณ์ของการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทที่ได้คาดการณ์ไว้ ไม่ว่าจะเป็นการคาดการณ์แบบ Positive Surprise หรือ Negative Surprise แต่แสดงให้เห็นว่านักลงทุนยังให้ความสนใจต่อข้อมูลข่าวสารที่เป็นข่าวดีคือ ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นผลการดำเนินงานด้านบวกมากกว่าผลการดำเนินงานที่เป็นผลขาดทุน (ข่าวร้าย) ซึ่งเป็นข้อมูลข่าวสารด้านลบของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยนำข้อมูลข่าวสารที่เป็นข่าวดีไปเป็นข้อมูลพื้นฐานในการวิเคราะห์และคาดการณ์ ซึ่งเป็นการแสดงให้เห็นว่านักลงทุนให้ความสนใจต่อผล

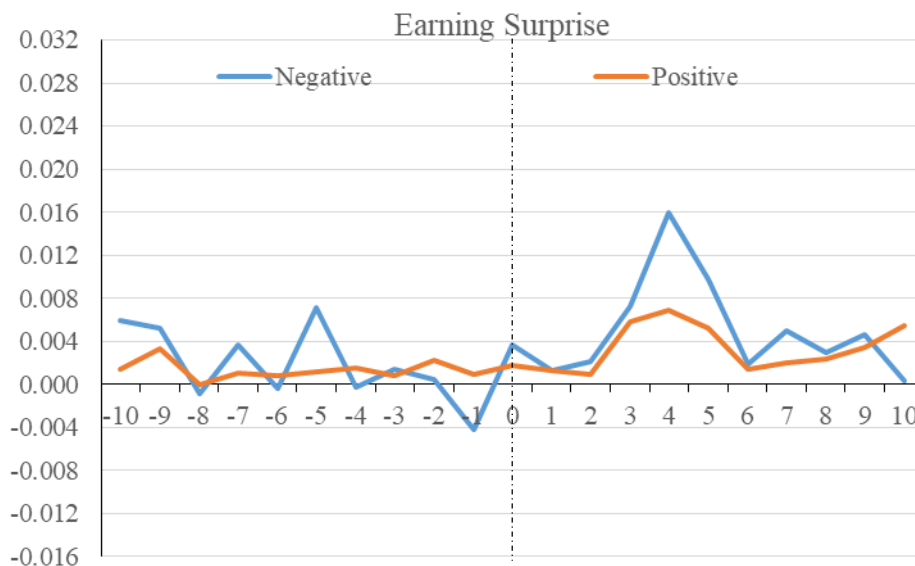
การดำเนินงานที่เป็นกำไร ถึงแม้ว่าจะผลการดำเนินงานที่เป็นผลการดำเนินงานที่ไม่ได้เป็นไปตามที่นักวิเคราะห์ได้คาดการณ์ไว้

จากการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลต่อการตอบสนองของราคาหุ้นก่อนการปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงก่อนการปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ทั้งสิ้น 4 วัน คือ วันที่ -3,-4,-6 และ -8 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และจากการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลต่อการตอบสนองของราคาหุ้นหลังการปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงหลังการปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ทั้งสิ้น 8 วัน คือ ในช่วงของวันที่ (0 ,3) และ วันที่ 5,6,8 และ 10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลต่อการตอบสนองของราคาหุ้นหลังการปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ นักลงทุนให้ความสนใจมากกว่าก่อนการปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ

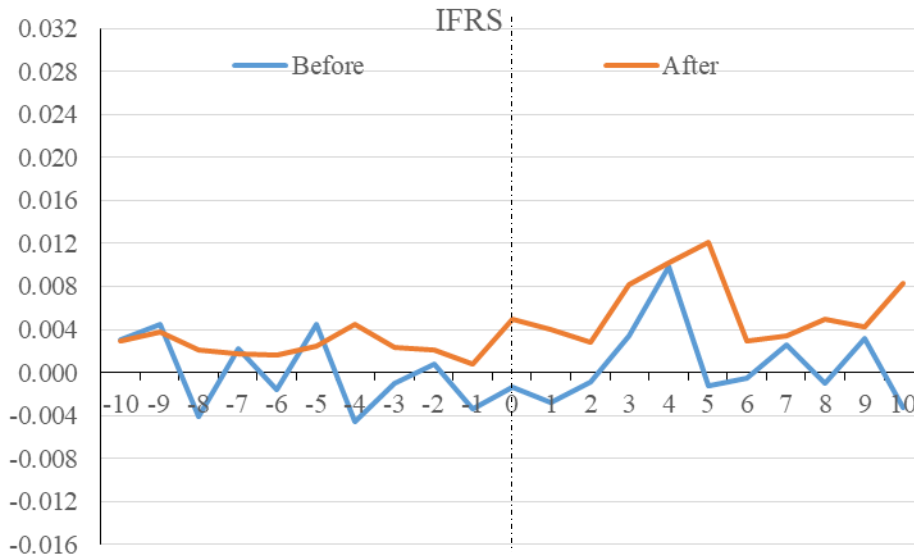
ตารางที่ 5 แสดงผลการศึกษ้อัตรผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็น
กำไรตามที่นักวิเคราะห์ได้มีการคาดการณ์ไว้ และ อัตรผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันในช่วงก่อนและหลัง
ปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ในประเทศไทย (AR- Surprise และ AR-IFRS)

Event Period	Obs		AR - Surprise			Obs		AR - IFRS		
	Negative	Positive	Negative	Positive	Diff.	Before	After	Before	After	Diff.
-10	690	1265	0.0059	0.0014	-0.0045 *	780	1175	0.0031	0.0029	-0.0002
-9	690	1265	0.0053	0.0034	-0.0019	780	1175	0.0044	0.0038	-0.0007
-8	690	1265	-0.0008	-0.0001	0.0008	780	1175	-0.0041	0.0021	0.0062 ***
-7	690	1265	0.0036	0.0010	-0.0026	780	1175	0.0022	0.0018	-0.0004
-6	690	1265	-0.0004	0.0008	0.0012	780	1175	-0.0016	0.0017	0.0032 **
-5	690	1265	0.0072	0.0011	-0.0060	780	1175	0.0045	0.0024	-0.0021
-4	690	1265	-0.0003	0.0015	0.0018	780	1175	-0.0046	0.0045	0.0091 ***
-3	690	1265	0.0014	0.0008	-0.0006	780	1175	-0.0010	0.0023	0.0033 *
-2	690	1265	0.0004	0.0022	0.0017	780	1175	0.0008	0.0021	0.0013
-1	690	1265	-0.0043	0.0009	0.0052	780	1175	-0.0034	0.0008	0.0042
0	690	1265	0.0037	0.0017	-0.0020	780	1175	-0.0014	0.0050	0.0064 ***
1	690	1265	0.0013	0.0013	0.0000	780	1175	-0.0028	0.0040	0.0068 ***
2	690	1265	0.0021	0.0009	-0.0012	780	1175	-0.0008	0.0028	0.0036 *
3	690	1265	0.0072	0.0058	-0.0014	780	1175	0.0034	0.0082	0.0049 *
4	690	1265	0.0160	0.0069	-0.0091	780	1175	0.0099	0.0102	0.0004
5	690	1265	0.0098	0.0052	-0.0046 *	780	1175	-0.0012	0.0121	0.0134 ***
6	690	1265	0.0019	0.0013	-0.0005	780	1175	-0.0006	0.0029	0.0035 **
7	690	1265	0.0050	0.0020	-0.0030	780	1175	0.0026	0.0034	0.0008
8	690	1265	0.0030	0.0024	-0.0006	780	1175	-0.0010	0.0050	0.0060 ***
9	690	1265	0.0046	0.0034	-0.0012	780	1175	0.0032	0.0043	0.0011
10	690	1265	0.0003	0.0055	0.0052	780	1175	-0.0032	0.0083	0.0115 ***

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% **คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ***คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%



ภาพที่ 6 แสดงอัตรผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไรตามที่
นักวิเคราะห์ได้มีการคาดการณ์ไว้



ภาพที่ 7 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันในช่วงก่อนและหลังปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ในประเทศไทย

จากภาพที่ 6 และภาพที่ 7 จากผลการทดสอบข้างต้นพบว่า ในช่วงก่อนและหลังปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ในประเทศไทยนั้น หลังจากที่มีการประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้วนั้นราคาของหลักทรัพย์ได้มีการปรับตัวอย่างต่อเนื่อง นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนที่ผิดปกติได้เพิ่มมากขึ้น เป็นการส่งสัญญาณว่าการที่สภาวิชาชีพบัญชี ได้ประกาศให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกาศใช้ IFRS ในปี พ.ศ. 2554 นั้นส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน แสดงว่านักลงทุนเกิดเชื่อมั่นในข้อมูลของรายงานทางการเงินมากขึ้น

การประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามที่นักลงทุนได้คาดการณ์การไว้ในอนาคต นักลงทุนได้ตอบสนองต่อข้อมูลทางการเงินที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่งสัญญาณให้นักลงทุนรับทราบทั้งที่เป็นข่าวดีและข่าวร้าย ซึ่งนักลงทุนไม่ได้ตื่นตื่นกับการรับทราบข้อมูลนี้ซึ่งทำให้เห็นว่านักลงทุนส่วนใหญ่ไม่กล้าตัดสินใจที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในวันที่มีการงบการเงินจริงออกมา แต่

ต้องใช้เวลาในการการตัดสินใจหรือรอความชัดเจนหลังจากที่มีการประกาศงบการเงินออกสู่สาธารณะ ส่งผลให้นักลงทุนสร้างผลตอบแทนที่ผิดปกติได้ไม่มากนัก แสดงว่าการตัดสินใจในการลงทุนของนักลงทุนนอกจากที่จะใช้ข้อมูลในงบการเงินในการตัดสินใจแล้วยังต้องอาศัยปัจจัยพื้นฐานอื่นประกอบการตัดสินใจด้วยเพื่อให้มั่นใจว่าการลงทุนนั้นจะไม่สร้างผลขาดทุนให้กับตัวเอง

4.3 ศึกษาผลกระทบของคุณภาพกำไรต่อการตอบสนองข้อมูลกำไรของนักลงทุน

จากการศึกษาผลกระทบของการประกาศกำไรที่มีต่อผลตอบแทนของหุ้น (Impact of Earning Announcement on Stock Return) ผู้วิจัยกำหนดวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนและหลังปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ รวมทั้งศึกษาผลกระทบของคุณภาพกำไรต่อการตอบสนองข้อมูลกำไรของนักลงทุน กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาในครั้งนี้คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ประกาศผลการ

ดำเนินงานในช่วงปี พ.ศ. 2552 ถึง ปี พ.ศ. 2556 ต้องเป็นบริษัทที่มีการประกาศผลการดำเนินงาน เก็บรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์คือ ข้อมูลราคาปิดรายวันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและการประกาศผลการดำเนินงาน จำนวน 319 บริษัท โดยที่การประกาศผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลต่อการตอบสนองของราคาหุ้นอย่างไรเมื่อมีการประกาศใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ในประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 แล้วนั้น ข้อมูลรายงานทางการเงินของประเทศไทยจะมีการคุณภาพกำไรและสามารถส่งผลต่อการตอบสนองข้อมูลกำไรของนักลงทุนไปในทิศทางใด

ตารางที่ 6 ลักษณะทั่วไปของข้อมูล

Variable	Obs	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
AR	1,072	-0.1857	-0.0200	3.3521	-27.6500	48.7800
CAR	1,072	-1.9102	-1.4897	3.7836	-32.5842	52.3200
DCA_Jone	1,072	9.9791	6.4404	11.2945	0.0000	85.6092
DCA_Yoon	1,072	17.2449	12.3896	14.9585	0.0000	100.0000
CG-BoardFreq	1,072	7.2649	6.0000	3.6429	4.0000	33.0000
CG-AuditBoard	1,072	31.7958	33.3300	7.5742	14.2900	60.0000
CG-OwnerForeign	1,072	13.9939	4.2050	19.8066	0.0000	97.5400
ROA	1,072	9.0147	8.4150	10.0558	-42.5900	65.1500
LEVERAGE	1,072	41.1945	42.0050	20.6896	0.8500	97.7000
SIZE	1,072	22.3242	22.0700	1.7040	14.6800	29.4200
BIG4	1,072	0.5532	1.0000	0.4974	0.0000	1.0000
MBV	1,072	1.9377	1.2800	2.1301	0.1900	17.5100

จากตารางที่ 6 ลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ เพื่อแสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ศึกษา AR คือ ผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return) CAR คือ ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (Cumulative abnormal return) DCA Jone คือ รายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals : DCA) ผ่านตัวแบบ The Modified Jones Model DCA Yoon คือ รายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary

Accruals : DCA) ผ่านตัวแบบ The Yoon Model CG-Board Freq คือ จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท CG-Audit Board คือ สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ CG-Owner Foreign คือ สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ ROA คือ ผลการดำเนินงาน (Return on Asset) LEVERAGE คือ ความเสี่ยงทางการเงิน SIZE คือ ขนาดของกิจการ BIG4 คือ คุณภาพการสอบบัญชี MBV คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี

ตารางที่ 7 ตารางแสดงตัวแปรที่ส่งผลต่อ Abnormal Return (AR) และ Cumulative Abnormal Return (CAR)

Variables	Abnormal Return (AR)		Cumulative AR (CAR(0,+3))	
	Jone	Yoon	Jone	Yoon
DCA_Jone	-0.0207 **		-0.1370 ***	
DCA_Yoon		-0.0206 ***		-0.1206 ***
IFRS	-0.0931 **	-0.0934 **	-0.0980 **	-0.0934 **
CG-BoardFreq	0.0499	0.0552 *	0.0312	0.0552 *
CG-AuditBoard	0.0161	0.0166	0.0143	0.0166
CG-OwnerForeign	0.0103	0.0110 *	0.0071	0.0110 *
ROA	0.0319 ***	0.0303 **	0.0423 ***	0.0303 **
LEVERAGE	0.0146 **	0.0143 **	0.0184 ***	0.0143 **
SIZE	-0.0360	-0.0443	-0.0232	-0.0443
BIG4	-0.4244 *	-0.4269 *	-0.4045	-0.4269 *
MBV	-0.1765 ***	-0.1779 ***	-0.1723 ***	-0.1779 ***
Constant	-0.5467	-0.3051	-1.1888	-0.3051
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1072	1072	1072	1072
Chi-squares Test	42.10 ***	45.35 ***	254.54 ***	340.04 ***
Within R-squares	0.0244	0.0281	0.1666	0.2053
Overall R-squares	0.0400	0.0428	0.1993	0.2487

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% **คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ***คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

จากผลของการศึกษาแสดงดังตารางที่ 7 เพื่อทำการทดสอบหาตัวแปรที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ (Abnormal Return :AR) พบว่า ตัวแปรที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return :AR) คือ การเจริญเติบโตของบริษัท (MBV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 99% และตัวแปรที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (Cumulative Abnormal Return :CAR) คือ การเจริญเติบโตของบริษัท (MBV) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 99%

ตัวแปรที่ส่งผลต่อ Abnormal Return (AR) และ Cumulative Abnormal Return (CAR) พบว่ารายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารของแบบจำลองทั้งสองแบบจำลองส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของ Abnormal Return (AR) และ Cumulative

Abnormal Return (CAR) แสดงให้ทราบว่าคุณภาพภาพกำไรของข้อมูลทางการเงินปรับตัวดีขึ้นในช่วงหลังจากปี พ.ศ. 2554 ซึ่งการการนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ มาใช้ เป็นเหตุการณ์ที่สำคัญในประวัติศาสตร์การบัญชี การนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ มาใช้ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในการปฏิบัติงานของนักบัญชี ข้อมูลทางบัญชีที่เกิดจากการนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ คือข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่ในงบการเงินเป็นสิ่งที่คาดหวังว่าจะเป็นข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์สำหรับผู้มีอำนาจในการนำข้อมูลนี้ไปใช้ในตัดสินใจ เพราะเหตุการณ์ที่สำคัญในประวัติศาสตร์ของวิชาชีพนักบัญชีของประเทศไทยนั้น ซึ่งการที่สภาวิชาชีพบัญชีได้ทำการปรับปรุงมาตรฐานการรายงานทางการเงินของประเทศไทยครั้งใหญ่เพื่อให้มาตรฐานการบัญชี

ของประเทศไทยสอดคล้องกับมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ นั้นเกิดผลดีต่อประสิทธิภาพและประสิทธิผลของข้อมูลข่าวสารที่อยู่ในรายงานประจำปีที่นักวิเคราะห์และนักลงทุนรวมถึงบุคคลทั่วไปสามารถนำไปใช้เพื่อการตัดสินใจ รวมทั้งทำให้ภาพรวมของข้อมูลทางการเงินที่มีการนำเสนอต่อสาธารณะชนดีขึ้นและในภาพรวมมุมมองของนักลงทุนและต่างประเทศ สามารถสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศได้ ในด้านของตัวแปรควบคุมจะเห็นได้ว่าในด้านของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความมั่นคงขององค์กรธุรกิจก็ส่งผลต่อผลตอบแทนเกินปกติ

5.1 สรุปผลการวิจัย

จากการประกาศผลการดำเนินงานเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติตั้งแต่วันที่ที่มีการประกาศผลการดำเนินงาน ในช่วง (0,10) อย่างมีนัยสำคัญ หลังจากการประกาศผลการดำเนินงานไปแล้วนั้นราคาหลักทรัพย์ได้มีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในทันที นั้นหมายความว่านักลงทุนให้ความสนใจข้อมูลผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และนำไปเป็นข้อมูลพื้นฐานในการวิเคราะห์และคาดการณ์ และยังพบอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติในช่วงก่อนการประกาศผลการดำเนินงานทั้งสิ้น 3 วัน คือ -1,-9 และ -10 อย่างมีนัยสำคัญซึ่งสอดคล้องกับ Brigham and Houston (2001) ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่ได้ประกาศให้ทราบหรือเป็นข้อมูลภายในของบริษัท ศศิวรรณ และ ยอดยิ่ง (2560) การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลข่าวสารถือว่าเป็นปัจจัยสำคัญและมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน ในส่วนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศผลการดำเนินงานการศึกษานี้ได้แบ่งตัวอย่าง

เป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไรซึ่งมีทั้งหมด 1,813 เหตุการณ์ และกลุ่มที่มีการประกาศผลการดำเนินงานขาดทุนซึ่งมีทั้งหมด 142 เหตุการณ์ พบว่า จากการประกาศผลการดำเนินงานเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติทั้งช่วงก่อนการประกาศผลการดำเนินงานและหลังการประกาศผลการดำเนินงานทั้งสิ้น 4 วัน คือ -6,-2 ,1 และ 5 อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงให้เห็นว่านักลงทุนให้ความสำคัญกับผลการดำเนินงานที่เป็นตัวเลขกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากกว่าผลการดำเนินงานที่เป็นตัวเลขขาดทุน จิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์ (2555) ทบทวนทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งการศึกษาพบว่า กำไรทางบัญชีมีการตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันแสดงให้เห็นว่าถ้ามีการประกาศผลการดำเนินงานเป็นกำไรเพิ่มขึ้นจะมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน แสดงว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้ความสำคัญในการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสู่สาธารณะอย่างมาก ทำให้นักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารที่ถูกต้องและมีประสิทธิภาพและเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจในการลงทุน ส่งผลให้นักลงทุนหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่างให้ความสำคัญกับตัวเลขกำไรของกิจการมากขึ้น

จากผลของการศึกษา ตัวแปรที่ส่งผลต่อ Abnormal Return (AR) และ Cumulative Abnormal Return (CAR) พบว่า รายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของ Abnormal Return (AR) และ Cumulative Abnormal Return (CAR) Balatbat and Lim (2002) พบว่าบริษัทที่มีรายการคงค้างสูง จะมีผลการดำเนินงานที่แย่ลงใน

อนาคต ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Chan, Jegadeesh and Lakonishok (2006) ทำไรที่เกิดขึ้นจากรายการคงค้างในปริมาณมากจะมีจุดอ่อนของการเจริญเติบโตของกิจการในอนาคต แสดงให้ทราบว่าคุณภาพภาพกำไรของข้อมูลทางการเงินปรับตัวดีขึ้นในช่วงหลังจากปี พ.ศ. 2554 ภาคนาถ จิตมันชัยธรรม(2545) คุณภาพกำไรกับผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนในหุ้นสามัญไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ อธิบายได้ว่านักลงทุนให้ความสนใจเพียงกำไรของกิจการซึ่งเป็นข้อมูลพื้นฐาน โดยไม่สนใจข้อมูลส่วนอื่น ๆ ของงบการเงินที่มีความซับซ้อนมากกว่ากำไรของกิจการที่ปรากฏในงบการเงิน ซึ่งการนำมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ มาใช้ เป็นเหตุการณ์ที่สำคัญในประวัติศาสตร์การบัญชี การนำมาตรฐานใหม่มาใช้ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในการปฏิบัติงานของนักบัญชี ข้อมูลทางบัญชีที่มีอยู่ในงบการเงินเป็นสิ่งที่คาดหวังว่าจะเป็นประโยชน์สำหรับผู้มีอำนาจตัดสินใจ เพราะเหตุการณ์ที่สำคัญในประวัติศาสตร์การบัญชีของประเทศไทยที่สภาวิชาชีพบัญชี ได้ทำการปรับปรุงมาตรฐานการรายงานทางการเงินของประเทศไทยให้สอดคล้องกับมาตรฐาน

การรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ นั้นเกิดผลดีต่อประสิทธิภาพของข้อมูลที่นักลงทุนนำไปใช้เพื่อการตัดสินใจ รวมทั้งทำให้ภาพรวมของข้อมูลทางการเงินที่มีการนำเสนอต่อสาธารณะดีขึ้น สามารถสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศได้ ในด้านของตัวแปรควบคุมจะเห็นได้ว่าในด้านของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความมั่นคงขององค์กรธุรกิจก็ส่งผลต่อผลตอบแทนเกินปกติ

ผลที่ได้จากการศึกษาเป็นแนวทางให้กับหน่วยงานกำกับดูแลกิจการตลาดทุน สามารถนำไปกำหนดมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูล เพื่อให้ได้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการตัดสินใจของผู้ลงทุน และช่วยชี้ให้ผู้จัดทำรายงานทางการเงินทราบว่า ข้อมูลทางบัญชีที่จัดทำขึ้นมีประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินในทิศทางใด ผลที่ได้เป็นแนวทางและข้อเสนอแนะให้กับคณะกรรมการของสภาวิชาชีพบัญชีในการพัฒนาและปรับปรุงมาตรฐานรายงานทางการเงินของประเทศไทยให้เหมาะสมกับธุรกิจตามสภาพแวดล้อมของประเทศไทย ได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผลยิ่งขึ้น ผลที่ได้จากการศึกษาใช้แนวทางสำหรับนักวิชาการที่สนใจสามารถนำไปอ้างอิงได้

บรรณานุกรม

- จิตาภรณ์ สินจรรยาศักดิ์. 2552. “ผลกระทบจากการใช้มาตรฐานการบัญชีเกี่ยวกับการปรับโครงสร้างหนี้ และการด้อยค่าของสินทรัพย์ที่มีต่อหลักทรัพย์ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจ บัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. Financial Reporting Update @ The Stock Exchange of Thailand. Volume 1 (January 2011).
- นิ่มนวล เขียวรัตน์. 2539. “ผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล.” วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจ บัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. 2545. “การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจ บัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- อาณัติ ลีมีคเดช. 2556. การส่งสัญญาณด้วยรางวัลรับผิดชอบต่อสังคม : กรณีศึกษาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, วารสารบริหารธุรกิจ ปีที่ 36 ฉบับที่ 139 กรกฎาคม – กันยายน 2556.
- A. Craig Mackinlay. “Event Studies in Economics and Finance.” *Journal of Economic Literature* (March, 1997), pp. 13-39
- Ball, R. J., and Brown, P. 1986. “An empirical evaluation of accounting income numbers.” *Journal of Accounting Research* 6, 2: 159-178.
- Brown, K. , Hariow, W. and Tinic, M. How Rational Investors Deal With Uncertainty. *Journal of applied corporate Finance*(Fall, 1989) : 45-58.
- Fama, F.E., C. Louis., and C. Michael, “The Adjustment of Stock Prices to New Information.” *International Economic Review* 10, No. 1 (Feb., 1969), 1-21.
- Sharpe, F. W. “Capital Asset Prices: Theory of Market Equilibrium Under conditions of Risk.” *Journal of Finance* 19, No. 3 (September 1964), 425-442.
- Tatre Jantarakolica . “Abnormal Return Determination of Turnover List Announcement in Stock Exchange of Thailand: A Traditional Event Study Analysis vs. Event-based Panel Data Analysis.” Presented at the 2013 SIBR Conference on Interdisciplinary Business and Economics Research, 6-8, June 2013, Bangkok.
- Victor L. Bernard. “Stock Price Reactions to Earnings Announcements: A Summary of Recent Anomalous Evidence and Possible Explanations.” (Working Paper 1992), The University of Michigan.

การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินที่เป็นมาตรฐานเดียวกันมีผลต่อคุณภาพกำไร

Financial information disclosure: XBRL and Earnings Quality

ณฐา ธรเจริญกุล^{1*}, นพนภา จุลลโบล², กอบกุล จันทรโคติกา¹

¹วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์

²คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์

บทคัดย่อ

ปัจจุบันธุรกรรมทางธุรกิจทั่วโลกมีการขยายตัวเพิ่มมากขึ้น จากการเปิดเสรีการค้าและการลงทุน และนวัตกรรมทางการเงินที่มีการเปลี่ยนแปลง ทำให้การใช้รายงานทางการเงินมีการขยายตัวตาม เพื่อนำข้อมูลทางบัญชีไปใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงิน จากกลุ่มต่าง ๆ เพิ่มขึ้น เกิดการพัฒนารูปแบบการรายงานทางธุรกิจ ในรูปแบบของ XBRL เพื่อให้การรายงานทางการเงินที่รายงานออกไปนั้นมีรูปแบบเดียวกันทั่วโลก เป็นการเพิ่มคุณภาพของรายงานให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความเป็นมาตรฐานเดียวกันของงบการเงินกับการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีการควบคุมปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ การเจริญเติบโตของบริษัท และควบคุมความแตกต่างของขนาดของกิจการ การบริหารกำไรวัดจากการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารตามแบบจำลองของ Modified Jones Model กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามี 26 บริษัท เก็บข้อมูลของแต่ละบริษัทเป็นเวลา 21 ปี ระหว่างปี 2540 – ปี 2560 ผลการศึกษาพบว่าความเป็นมาตรฐานเดียวกันของงบการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการบริหารกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นถึงความเป็นมาตรฐานเดียวกันของงบการเงิน จะส่งผลให้มีการบริหารกำไรลดลง

คำสำคัญ: ความเป็นมาตรฐานเดียวกัน งบการเงิน คุณภาพกำไร

บทนำ

ปัจจุบันภาคธุรกิจของประเทศไทยมีการขยายตัวเพิ่มมากขึ้น จากการเปิดเสรีการค้าและการลงทุน ทำให้ธุรกรรมทางธุรกิจ และนวัตกรรมทางการเงินมีการเปลี่ยนแปลง การใช้รายงานทางการเงินมีการขยายตัว เพื่อนำข้อมูลทางบัญชีไปใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงิน จากกลุ่มต่าง ๆ เพิ่มขึ้น ซึ่งธุรกิจที่สามารถดำเนินงานประสบความสำเร็จได้ดีนั้น ขึ้นอยู่กับระบบข้อมูลที่ดีของกิจการเพื่อใช้ในการวางแผน การควบคุมและการตัดสินใจ อีกทั้งการเปิดเสรีการค้าและการลงทุนส่งผลให้เกิดความร่วมมือในรูปแบบ Cross listing ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ เป็นการเพิ่มศักยภาพในด้านการระดมทุนให้กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนในประเทศสามารถซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศด้วยต้นทุนที่ต่ำลง

รายงานงบการเงินถือเป็นข้อมูลที่สำคัญต่อนักลงทุนอย่างมาก เนื่องจากเป็นรายงานที่ผู้บริหารต้องการที่จะรายงานผลการดำเนินงานและฐานะการเงินของกิจการในช่วงเวลาหนึ่งให้กับนักลงทุนหรือผู้ใช้งบการเงินทราบ เป็นข้อมูลที่นักลงทุนต้องนำไปใช้ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจ จึงมีความจำเป็นอย่างมากที่จะต้องเป็นข้อมูลที่ถูกต้อง รวดเร็ว และสามารถเปรียบเทียบได้ ทำให้ต้องมีการพัฒนารูปแบบรายงานงบการเงินให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน เพื่อให้ง่ายต่อการเข้าถึงข้อมูล สามารถตรวจสอบได้ อีกทั้งคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีของประเทศสหรัฐอเมริกา (Financial Accounting Standard Board : FASB) ได้ระบุว่า “ ประโยชน์ของข้อมูลรายงานทางการเงินรวมถึงการตัดสินใจลงทุนให้สินเชื่อและจัดสรรทรัพยากรที่ดีขึ้น ซึ่งส่งผลให้ตลาดทุนสามารถทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพและลดต้นทุนของเงินทุนสำหรับเศรษฐกิจโดยรวม ” และจากการศึกษาของ Kovarova-Simecek & Pellegrini (2016;p243) พบว่า การนำเสนอรายงานงบการเงินในรูปแบบ XBRL ซึ่งเป็นรูปแบบการรายงานงบการเงินที่เป็นมาตรฐานเดียวกัน นักลงทุนในตลาด

หลักทรัพย์มีความพึงพอใจอย่างมาก เนื่องจากเป็น รายงานที่ถูกต้อง เชื่อถือได้ เข้าถึงข้อมูลได้รวดเร็ว สามารถนำไปวิเคราะห์ข้อมูลได้ทันที ส่งผลให้ความ ไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ลดลง รายงานงบการเงินที่มีคุณภาพสูงจะส่งผลให้ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) และ ผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected returns) ลดลง

งานวิจัยนี้ต้องการศึกษาความเป็นมาตรฐาน เดียวกันของงบการเงินที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม เพราะเป็นกลุ่มธุรกิจที่มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของไทยและมีแนวโน้ม ที่จะขยายตัวอย่างมาก ข้อมูลทางการเงินหรือรายงาน ทางการเงินของบริษัท จึงมีความสำคัญอย่างมากใน การตัดสินใจของนักลงทุน จากกรณีตัวอย่างการ รายงานผลการดำเนินงานและฐานะการเงินของบริษัท Enron Corporation ที่จัดทำรายงานดีเกินความเป็น จริง และได้มีการประกาศแก้ไขงบการเงินด้วยการลด กำไร นำไปสู่การล้มละลาย ส่งผลให้ราคาหุ้นลดต่ำ สร้างความเสียหายอย่างมากให้กับนักลงทุน (Moncarz, Cabello, & Moncarz, 2006) ผู้วิจัยจึงสนใจ ศึกษาความเป็นมาตรฐานเดียวกันของงบการเงินกับ การบริหารกำไร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผ่าน รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความเป็นมาตรฐานเดียวกันของงบ การเงินกับการบริหารกำไร ของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบถึงข้อมูลทางบัญชีที่เป็น มาตรฐานเดียวกันของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ทำให้ทราบถึงระดับการบริหารกำไรของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้ใช้งบ การเงิน เพื่อจะได้แนะนำแนวทางการศึกษาไปวิเคราะห์ ข้อมูลและรายงานทางการเงินเพื่อประกอบการ ตัดสินใจ ตามลักษณะของผู้ใช้งบการเงิน ได้แก่ นัก ลงทุน สามารถแนะนำแนวทางการศึกษา มาทำการศึกษา และวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มบริษัทที่สนใจลงทุน

ทบทวนวรรณกรรมและสมมติฐาน

รูปแบบการรายงานของงบการเงิน ที่เป็น มาตรฐานเดียวกันทั่วโลก ทำให้กิจการมีรายงานงบ การเงินที่ถูกต้อง รวดเร็วและแม่นยำ ลดความไม่ สมมาตรของข้อมูล ช่วยเพิ่มความโปร่งใสให้กับ องค์กร มีทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง คือ

1. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

Jensen and Meckling (1976) (ได้กล่าวใน สุวิมล, 2558) อธิบายถึงทฤษฎีตัวแทนว่า เจ้าของ กิจการไม่สามารถบริหารงานแต่เพียงผู้เดียวได้ จึงได้ มองหากลุ่มบุคคลที่จะเข้ามาช่วยบริหารกิจการแทน ซึ่งกลุ่มบุคคลดังกล่าวเรียกว่า ตัวแทน (Agent) สามารถตัดสินใจที่จะลงทุน เพื่อสร้างผลตอบแทน สูงสุดจากเงินลงทุนในวิธีที่สอดคล้องกับการสร้าง ผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ความสัมพันธ์ระหว่าง ผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารยังคงมีประสิทธิผลที่ดี ถ้า ผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นกับฝ่าย บริหาร ไม่สอดคล้องกัน ทำให้เกิดปัญหาการเป็น ตัวแทน (Agency Problem) คือ ความขัดแย้งระหว่าง ผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร (Conflict of Interest) ซึ่งโดย ปกติผู้บริหารจะได้รับค่าตอบแทนเฉพาะเงินเดือน เท่านั้น ไม่สามารถได้รับผลกำไรที่เกิดขึ้นทั้งหมดจาก การดำเนินงาน ถึงแม้กิจการจะมีผลกำไรเหลือก็ตาม แต่ผู้บริหารก็ยังคงแบกภาระต้นทุนในการ ดำเนินงานที่เกิดขึ้นของกิจการ จึงทำให้เกิดแรงจูงใจ ที่ผู้บริหารจะไม่ดำเนินงานตามวิธีการทำงานของ บริษัท เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น

ดังนั้นผู้บริหารจึงพยายามหาหนทางในการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กิจการก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วว่ามีหนทางเอื้ออำนวยผลประโยชน์ให้กับตนเอง ส่งผลให้กิจการมีต้นทุนที่เกิดจากการจัดการขึ้น ซึ่งเรียกว่าต้นทุนตัวแทน (Agency cost) เพื่อตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหาร ให้บริหารจัดการเป็นไปตามที่ผู้ถือหุ้นต้องการ

Mccolgan (2001) ได้ระบุถึงสาเหตุการเกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร (Agency Problems) ได้ดังนี้

1. Moral-Hazard คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากผู้บริหาร ซึ่งเป็นตัวแทนในการบริหาร คำนึงถึงประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

2. Earnings Retention คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกี่ยวข้องกับขนาดของกิจการ (Firm Size) ที่วัดโดยกำไรสะสมของบริษัท ซึ่งผู้บริหารจะใช้นโยบายโครงสร้างเงินทุนเป็นแหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) มากกว่าการหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก(เจ้าหนี้) ทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในรูปเงินปันผลลดลง

3. Time Horizon คือปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากระยะเวลาการลงทุน ซึ่งผู้ถือหุ้นจะให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดในอนาคต แต่ผู้บริหารให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดของบริษัทในช่วงระยะเวลาที่ตนบริหารอยู่เท่านั้น

4. Risk Aversion คือปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากพฤติกรรมความยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้บริหาร ที่เกิดจากค่าตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัท แต่ผู้บริหารได้รับเพียงผลตอบแทนที่เป็นเงินเดือนเท่านั้น

ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากผู้บริหารที่คำนึงถึงประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เป็นเหตุจูงใจให้เกิดการบริหารกำไรขึ้น เพื่อผลประโยชน์ในการบรรลุเป้าหมายกำไร รายงานผลการดำเนินงานผ่านงบการเงิน ดังนั้น เพื่อเป็นการลดความขัดแย้งของปัญหาดังกล่าวให้ลดน้อยลง จึงมี

การพัฒนาการรายงานงบการเงินที่เป็นมาตรฐานเดียวกัน เพิ่มความโปร่งใสของข้อมูลให้ง่ายต่อการตรวจสอบ สามารถเปรียบเทียบรายงานงบการเงินของกิจการที่มีลักษณะการดำเนินงานเหมือนกันได้ง่าย

2. ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information Theory)

การดำเนินธุรกิจในปัจจุบัน โอกาสในการรับรู้ข้อมูลหรือความรู้ที่เท่าเทียมกันนั้นเป็นไปได้ยาก จึงทำให้ประสบปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) หมายถึงความไม่สมดุลกันของข้อมูลระหว่างบุคคล 2 กลุ่ม เช่น ผู้ลงทุนกับผู้บริหาร ที่มีข้อมูลหรือโอกาสที่จะมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน เนื่องจากผู้บริหารเป็นผู้ที่ทราบข้อมูลภายในของกิจการเป็นอย่างดี ทำให้ผู้บริหารที่มีข้อมูลข่าวสารมากกว่าได้เปรียบกว่านักลงทุนที่มีข้อมูลข่าวสารน้อย ความไม่สมมาตรของข้อมูล แบ่งออกเป็น 2 ประเภทคือ

1) Adverse Selection (Akerlof, 1970) เป็นความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ถูกซ่อนเร้นจากผู้บริหาร โดยที่ผู้ถือหุ้นไม่รู้ว่าผู้บริหารนั้นมีความสามารถในการบริหารงานดีหรือไม่อย่างไร ซึ่งหากผู้บริหารต้องการให้ผู้ถือหุ้นทราบเกี่ยวกับความสามารถในการบริหารงาน ผู้บริหารจะส่งสัญญาณ (Signaling) บางอย่างให้ผู้ถือหุ้นรับทราบ เพื่อหวังผลประโยชน์บางประการ โดยการส่งสัญญาณดังกล่าวมักจะอยู่ในรูปแบบของข้อมูลในงบการเงิน และทางเลือกทางบัญชี เราเรียกปัญหานี้ว่า การมีข้อมูลแอบแฝง (Hidden Information) เช่น กรณีบริษัทมีการออกหุ้นเพิ่มทุน เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ออกหุ้น (Issuer) ที่ปรึกษาในการออกหลักทรัพย์ (Underwriter) และนักลงทุนกลุ่มต่าง ๆ เช่น นักลงทุนสถาบันและรายย่อย (Investor) Spence (1973)

2) Moral Hazard เป็นความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ผู้บริหารพยายามซ่อนเร้นการกระทำบางอย่าง โดยที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถทราบได้เลยว่าผู้บริหารได้ใช้ความพยายามอย่างมากในการบริหาร

จัดการบริษัท ผู้ถือหุ้นสามารถตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารเพื่อพิจารณาการดำเนินงานได้จากกำไร แต่กำไรที่ได้นั้นอาจขึ้นอยู่กับหลาย ๆ ปัจจัย ไม่ใช่ความพยายามของผู้บริหารอย่างเดียว เราเรียกความขัดแย้งนี้ว่า Principal-agent problem คือ ความขัดแย้งกันระหว่างเป้าหมายของ Principal ที่ต้องการผลตอบแทนสูงสุดผ่านความพยายามของ agent ที่มากที่สุดและ agent ที่ต้องการเงินเดือนสูงสุด โดยใช้เวลาความพยายามน้อยที่สุด เช่น หากบริษัทให้ผลตอบแทนกับผู้บริหารโดยผูกติดกับผลกำไร ในแต่ละปี ผู้บริหารที่อยากได้ผลตอบแทนในจำนวนมากกว่าผลประกอบการจริง ก็อาจจะมีการพยายามตกแต่งตัวเลขทางการบัญชีโดยการบันทึกยอดขายเพิ่มขึ้น ณ สิ้นปีบัญชี ทำให้ยอดขายเพิ่มขึ้น ทำให้กิจการมีกำไรมากขึ้นเมื่อมีการปิดงบการเงินประจำปี และทำให้ผู้บริหารได้ผลตอบแทนที่มากกว่าจำนวนที่ควรได้รับจริง แต่เนื่องจากยอดขายดังกล่าวไม่ได้เป็นรายการที่เกิดขึ้นจริง ผู้บริหารจึงต้องกลับรายการบัญชีในปีบัญชีถัดไป การกระทำดังกล่าวของผู้บริหารไม่ได้ส่งผลดีกับผู้ถือหุ้นแต่อย่างใด ผู้ถือหุ้นจึงมีวิธีแก้ไขปัญหาดังกล่าวโดยจัดให้มีคณะกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความสามารถและมีความเป็นกลาง การจ้างผู้สอบบัญชีจากบริษัทที่มีความน่าเชื่อถือ เป็นต้น

ผลของความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน ทำให้นักลงทุนตีมูลค่าหุ้นของบริษัทต่ำลง (Underpricing) เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงซึ่งผลงานวิจัยของ Myers and Majluf (1984) ได้อธิบายว่าผู้บริหารจะมีการออกหุ้นเพิ่มทุน ก็ต่อเมื่อผู้บริหารเชื่อว่าราคาหุ้นในปัจจุบันสูงเกินจริง (Overvalued) เนื่องจากนักลงทุนเชื่อว่าผู้บริหารมีข้อมูลที่มากกว่า โดยมีสมมติฐานว่าผู้บริหารตัดสินใจบนผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเดิม ซึ่งจะได้ประโยชน์เมื่อขายหุ้นเพิ่มทุน เมื่อราคาหุ้นในปัจจุบันสูงเกินจริง และจะเสียประโยชน์ถ้ามีการขายหุ้นเพิ่มทุนเมื่อราคาหุ้นในปัจจุบันต่ำเกินจริง (Undervalued) ดังนั้นนักลงทุนจะตีมูลค่าหุ้นที่มีการเพิ่มทุนต่ำกว่ามูลค่าในขณะนั้น เพื่อชดเชยความเสี่ยงของการที่ผู้บริหารรู้ข้อมูลภายในมากกว่านักลงทุน

จากปัญหาดังกล่าวทำให้เกิดแนวคิดในการลดปัญหาต้นทุนตัวแทนและปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร จึงทำให้เกิดการพัฒนารูปแบบการรายงานทางธุรกิจ โดยบังคับให้มีการรายงานงบการเงินในรูปแบบของ XBRL เพื่อให้การรายงานทางการเงินที่รายงานออกไปนั้นมีรูปแบบเดียวกันทั่วโลก เป็นการเพิ่มคุณภาพของรายงานให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น เป็นการลดขั้นตอนการทำงานที่ซ้ำซ้อนลง ลดความยุ่งยากและข้อผิดพลาดที่เกิดขึ้นในการจัดทำรายงาน ทำให้ง่ายต่อการแลกเปลี่ยนข้อมูลทางการเงินระหว่างบริษัทกับบริษัท หรือบริษัทกับสถาบันการเงิน หรือกับหน่วยงานกำกับดูแลต่าง ๆ ซึ่ง จากการศึกษาของ Premuroso and Bhattacharya (2008) พบว่าบริษัทที่รายงานงบการเงินในรูปแบบ XBRL มีโครงสร้างการกำกับดูแลที่ดีกว่ากิจการที่ไม่ได้รายงานงบการเงินด้วยรูปแบบ XBRL ซึ่งข้อมูลที่นักลงทุนหรือผู้ใช้งบการเงินได้รับจะมีความน่าเชื่อถือ โปร่งใส (Pinsker and Li, 2008) สามารถเข้าถึงข้อมูลได้ ทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารลดลง หรือความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างเจ้าหน้าที่กับลูกหนี้ลดลง ซึ่งสามารถตรวจสอบข้อมูลได้ และจากการศึกษาถึงรูปแบบรายงานที่มีความโปร่งใสเพิ่มมากขึ้นจะช่วยให้สามารถตรวจสอบการบริหารกำไรได้ (James E. Hunton, 2006; Kim, Lim and No, 2012)

3. การบริหารกำไร (Earnings Management) คือ การจงใจตกแต่งตัวเลขทางการบัญชี ให้เป็นไปตามที่ผู้บริหารต้องการ โดยอาศัยความไม่สมมาตรของข้อมูล เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนในบริษัท ถือเป็นวิธีการบิดเบือนข้อมูลที่ส่งผลเสียต่อมูลค่าของกิจการระยะยาว เหตุจูงใจที่ทำให้ผู้บริหารมีการบริหารกำไร ก็เพื่อต้องการให้มีการเสนอขายหุ้นในราคาที่สูง ส่งผลต่อโบนัสที่ผู้บริหารจะได้รับ (วสันต์ ภาณุจันทมุกดา. 2549) ซึ่งส่วนใหญ่แล้วกิจการที่มีการบริหารกำไร จะมีลักษณะ 1) กิจการขนาดใหญ่ 2) เป็นกิจการที่อยู่ระหว่างดำเนินการเข้าสู่การเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 3) กิจการที่มี

การจ่ายค่าตอบแทนให้กับผู้บริหารในอัตราที่สูง 4) กิจกรรมที่มีการหลบเลี่ยงการบันทึกรายได้บางรายการ เป็นต้น (Llukani ; 2013) และจากการศึกษา งานวิจัยในอดีตได้มีการศึกษาถึงวิธีในการวัดค่าการ บริหารกำไร หลากหลายวิธี เช่น Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones(1991) เป็นต้น แต่วิธีที่ นักวิจัยนิยมใช้วัดรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจ ผู้บริหาร (Discretionary Accruals) มากที่สุดคือ แบบจำลองของ Modified Jones Model ของ Dechow, Sloan and Sweeney (1995) เนื่องจากเป็น แบบจำลองที่สามารถตรวจการบริหารกำไรได้ดี (Dechow et al(1995); Cohen & Zarowin (2010) รายการคงค้างที่เกิดขึ้น ไม่ได้เกิดจากการบริหาร กำไรทั้งหมด แต่เป็นรายการคงค้างที่เกิดจากการ ดำเนินงานปกติของบริษัท

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 ความเป็นมาตรฐาน เดียวกันของงบการเงิน (XBRL) มีความสัมพันธ์ทางลบกับการบริหารกำไร

สมมติฐานที่ 2 ความเป็นมาตรฐาน เดียวกันของงบการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการ บริหารกำไรของ

กิจกรรมที่มีการกระจายธุรกิจ (Diversification) และ กิจกรรมที่มีการดำเนินธุรกิจลักษณะเดียว (Focus)

ข้อมูลและระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม สินค้าอุตสาหกรรม จำนวน 26 บริษัท เป็นบริษัทที่มี ผลการดำเนินงานตั้งแต่ปี 2540 – ปี 2560 มีข้อมูลงบ การเงินและข้อมูลตามแบบ 56-1 ครบถ้วน จำนวน ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา 317 ข้อมูล ข้อมูลที่ใช้ศึกษา มาจากข้อมูลในงบการเงินประจำปี และข้อมูลจาก แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) ตั้งแต่ปี 2540 – ปี 2560 จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย

แบบจำลองและตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

การบริหารกำไร ที่วัดจากรายการคงค้างที่เกิด จากดุลยพินิจฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) เป็นตัวแทน (Proxy) ในการวัดค่าการบริหารกำไร โดยคำนวณจากผลต่างระหว่างรายการคงค้างรวมกับ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร จากตัวแบบ Modified Jones Model (Dechow, Sloan and Sweeney, 1995) โดยมีขั้นตอนในการ คำนวณดังนี้

ขั้นที่ 1 คำนวณรายการคงค้างรวม (Total Accruals) ตามสมการที่ (1)

$$TA_{it} = \text{Net Income}_{it} - \text{CFO}_{it} \quad (1)$$

โดยที่

TA_{it} = รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ณ ปีที่ t

NI_{it} = กำไรสุทธิจากการดำเนินงานของบริษัท i

ณ ปีที่ t

CFO_{it} = รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ณ ปีที่ t

ขั้นที่ 2 คำนวณค่าสัมประสิทธิ์ในสมการที่ (2)

โดยค่าของ TA_{it} มาจากสมการที่ (1)

$$TA_{i,t} = \beta_1(1/A_{i,t-1}) + \beta_{11}(\Delta\text{REV}_{i,t} - \Delta\text{REC}_{i,t})/A_{i,t-1} + \beta_{21}(\text{PPE}_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

โดยที่

A_{t-1} = สินทรัพย์รวมในปีที่ $t-1$

$\Delta\text{REV}_{i,t}$ = รายได้รวมของบริษัท i ในปีที่ t - รายได้รวมของบริษัท i ในปีที่ $t-1$

$\Delta\text{REC}_{i,t}$ = ลูกหนี้ของบริษัท i ในปีที่ t - ลูกหนี้ ของบริษัท i ในปีที่ $t-1$

$\text{PPE}_{i,t}$ = ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิของบริษัท i ปีที่ t

β_i = ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเชิงเส้นของตัวแปรที่ i

ε_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน (error term) ของบริษัท i ปีที่ t

ขั้นที่ 3 นำค่าสัมประสิทธิ์จากสมการที่ (1-2) มาคำนวณหารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (NDCA) ตามสมการที่ (3) ดังนี้

$$NDCA_{it} = \beta_1(1/A_{i,t-1}) + \beta_{11}(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) / A_{i,t-1} + \beta_{21}(PPE_{i,t} / A_{i,t-1}) \quad (3)$$

โดยที่

$NDCA_{it}$ = รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร i ณ ปีที่ t

ขั้นที่ 4 คำนวณรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของผู้บริหาร (DCA) ในสมการที่ (4) โดยค่า TA_{it} มาจากสมการที่ (1) และค่าของรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDCA) มาจากสมการที่ (3) ดังนี้

$$DCA_{it} = TA_{it} - NDCA_{it} \quad (4)$$

โดยที่

DCA_{it} = รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของ

ขั้นที่ 5 คำนวณค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยนำค่าสัมบูรณ์รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของฝ่ายบริหารทั้งหมดมารวมกัน กำหนดโดย

$$AbsDCA_{it} = |DCA_{it}|$$

โดยที่

$AbsDCA_{it}$ = ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของฝ่ายบริหารของบริษัท i ณ ปีที่ t ดังนั้น จึงสามารถเขียนแบบจำลองเพื่อใช้ในการวิเคราะห์ ตามสมการที่ 5 ดังนี้

$$DCA_{it} = \beta_0 + \beta_1(STANDARDIZED)_{it} + \beta_2(DIVER_FIRM)_{it} + \beta_3(AUDIT_EXP)_{it} + \beta_4$$

$$+ \beta_5(ROA)_{it} + \beta_6(LEVE)_{it} + \beta_7(SIZE)_{it} + \beta_8(MBV)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

โดยที่

DCA = ค่าสัมบูรณ์ (Absolute) ของรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตามตัวแบบ

Modified Jones Model

β_0 = ค่าคงที่ของสมการถดถอย (Constant)

β_i = ค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรที่ i ในสมการ (Standardized Coefficient)

STANDARDIZED = ปีที่มีการเริ่มจัดหางบการเงินที่เป็นมาตรฐานเดียวกัน

DIVER_FIRM = ลักษณะการดำเนินธุรกิจ แบบกระจายธุรกิจ

AUDI_EXP = สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ ความชำนาญทางการเงินและบัญชี

BOARD_EXP = สัดส่วนของกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความชำนาญทางการเงินและบัญชี

ROA = ผลการดำเนินงาน วัตถุประสงค์ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on assets : ROA)

LEVE = ความเสี่ยงทางการเงินวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

SIZE = ขนาดของกิจการ วัดจากยอดสินทรัพย์รวม (Log_assets)

MBV = การเจริญเติบโตของบริษัทวัดจากราคาตลาดต่อหุ้นหารด้วยราคาตามบัญชีต่อหุ้น

ε_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน

สถิติที่ใช้ในงานวิจัยนี้ หาความสัมพันธ์และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้น (Linear regression analysis)

ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 ความสัมพันธ์ของตัวแปร

Variable	DCA	abs(DCA)		
		(a)	(b)	(c)
XBRL	0.0129	0.0142		
XBRL-Year			0.0007	0.0139 ***
XBRL-Year2				-0.0015 **
DIVER_FIRM	-0.0038	0.0250 *	0.0243 *	0.0276 *
AUDIT_EXP	0.0512 *	0.0020	0.0009	-0.0073
BOARD_EXP	0.0086	-0.0427	-0.0465	-0.0471
ROA	0.9522 ***	-0.5153 ***	-0.5151 ***	-0.5182 ***
LEVE	0.0206	0.0066	0.0003	0.0091
SIZE	-0.0202	-0.0233	-0.0211	-0.0245 **
MBV	-0.0114 *	0.0494 ***	0.0505 ***	0.0504 ***
_cons	0.2217 **	0.2997 **	0.2871 **	0.3124 ***
No. Firm-Year	317	317	317	317
No. Firm	26	26	26	26
RMSE	0.0850	0.0904	0.0906	0.0897
Chi-Square Test	780.9511 ***	276.1093 ***	273.695 ***	283.681 ***
Overall R-square	0.7172	0.4661	0.4640	0.4727
Wihin R-square	0.7477	0.4799	0.4786	0.4879

ผลการทดสอบสมการถดถอยของความสัมพันธ์ของความเป็นมาตรฐานเดียวกันของงบการเงิน การดำเนินธุรกิจแบบกระจายธุรกิจ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความชำนาญทางการเงินและบัญชี สัดส่วนของกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความชำนาญทางการเงินและบัญชี อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ความเสี่ยงทางการเงิน ขนาดของกิจการ และการเจริญเติบโตของบริษัท กับการบริหารกำไร มีค่า Chi-Square Test ที่แสดงถึงการร่วมกันของตัวแปรต้นที่จะอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้แบบจำลองยังแสดงค่า

แปรปรวนของตัวแปรแตกต่างกันไป ซึ่งจากงานวิจัยนี้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นกับตัวแปรตาม ได้ดังนี้

Abs(DCA) (c) XBRL-Year, MBV มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการบริหารกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ รวมทั้งความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติจาก XBRL-Year², ROA, SIZE และความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงกันข้ามจากตัวแปรอื่น ๆ กล่าวคือ หากปัจจัยดังกล่าวเพิ่มขึ้นหรือลดลง 1 หน่วย จะมีโอกาสในการจัดการกำไรเพิ่มขึ้นและลดลง 0.4727 หน่วย

การอภิปรายผลการวิจัย

ความเป็นมาตรฐานเดียวกันของงบการเงิน (XBRL) วัดจาก ปีที่มีการจัดทำรายงานทางการเงินให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน โดยใช้เทคโนโลยี XBRL (The eXtensible Business Reporting Language: XBRL) เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยพบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการบริหารกำไร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นถึงความเป็นมาตรฐานเดียวกันของงบการเงิน จะส่งผลให้มีการบริหารกำไรลดลง

การดำเนินธุรกิจ แบบการกระจายธุรกิจ (Diversification) วัดจากการใช้ตัวแปรเทียม (Dummy Variables) เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยพบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการบริหารกำไร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นถึง การกระจายธุรกิจ ที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้มีการบริหารกำไร เพิ่มขึ้น

ตัวแปรควบคุมกับการบริหารกำไร มีตัวแปร จำนวน 6 ตัวแปรดังนี้

สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ ความชำนาญทางด้านการเงินและบัญชี (AUDI_EXP) วัดจากสัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ ความชำนาญทางด้านการเงินและบัญชี หากด้วย จำนวนกรรมการตรวจสอบทั้งหมด ณ วันสิ้นปี ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยไม่พบความสัมพันธ์กับการบริหารกำไร

สัดส่วนของคณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ ความชำนาญทางด้านการเงินและบัญชี (AUDI_EXP) วัดจากสัดส่วนของคณะกรรมการบริษัทที่มีความรู้ ความชำนาญทางด้านการเงินและบัญชี หากด้วย จำนวนกรรมการทั้งหมด ณ วันสิ้นปี ไม่เป็นไปตาม สมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยไม่พบความสัมพันธ์กับการบริหารกำไร

ผลการดำเนินงาน (Firm Performance) ที่วัด ค่าจาก Return On Assets : ROA พบว่าเป็นไปตาม สมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยพบความสัมพันธ์เชิงลบกับการบริหารกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นถึง

ผลการดำเนินงานของกิจการที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้มีการบริหารกำไรลดลง

ความเสี่ยงทางการเงิน (LEVE) วัดจาก อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ไม่พบ ความสัมพันธ์กับการบริหารกำไร

ขนาดของกิจการ (SIZE) วัดจาก Natural Logarithm ของสินทรัพย์รวม พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการบริหารกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่ จะส่งผลให้มีการบริหาร กำไรลดลง

การเจริญเติบโตของบริษัท (MBV) วัดค่าจากราคาตลาดต่อหุ้นหารด้วยราคาตามบัญชีต่อหุ้น พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการบริหารกำไร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า กิจการที่มีราคา ตลาดต่อหุ้นหารด้วยราคาตามบัญชีต่อหุ้นสูง จะส่งผลให้มีการบริหารกำไรที่เพิ่มขึ้น

สรุปและข้อเสนอแนะ

การศึกษาการนำเสนอข้อมูลทางการเงินที่เป็น มาตรฐานเดียวกันมีผลกระทบต่อคุณภาพกำไร เป็น การศึกษาถึงการไหลเวียนของข้อมูลในการ จัดการกำไร ธุรกิจกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม เป็นกลไก ในการขับเคลื่อนการพัฒนาประเทศในทุกๆ ด้าน ดังนั้น รายงานทางการเงินของธุรกิจจึงต้องนำเชื่อถือ การศึกษาในครั้งนี้เพื่อแสดงให้เห็นถึงความน่าเชื่อถือ ของรายงานทางการเงิน เป็นแนวทางให้ผู้ใช้งบ การเงินทราบว่าควรให้ความระมัดระวังในเรื่องใด

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

1. แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาครั้งต่อไปควรใช้ แบบจำลองแบบอื่น เช่น แบบจำลองของ Yoon เพื่อนำมาเปรียบเทียบกับผลการศึกษารั้งนี้

2. เพิ่มตัวแปรอิสระในการศึกษา เช่น การ กำกับดูแลที่ดี เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

- พรทิวา ชาวสอาด. (2555). ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับระดับการจัดการกำไร: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการศรีปทุม ชลบุรี*, 9(2):29-34
- รัตพรณ อวาระจินดา. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างความเชื่อมั่นของผู้บริหารและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 12(34):5-15
- Alexsandro Broedel Lopes and Roberta Carvalho de Alencar. 2010. Disclosure and Cost of Equity Capital in Emerging Markets: The Brazilian Case. *The International Journal of Accounting*, 45(4), 443-464.
- Ayer, F. L. (1994). Perceptions of Earnings Quality: What Manager Need to Know?. *Management Accounting*, 75(9), 27-29.
- Azleen Ilias, Erlane K Ghani, (2015), Examining the Adoption of Extensible Business Reporting Language among Public Listed Companies in Malaysia.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, LVII, 1-32. Doi:10.1111/1540-6261.00414.
- Botosan, C. 1997. Disclosure Level on the Cost of Equity Capital, *Accounting Review* 72, 323-349.
- Botosan, C., and M. Plumlee. 2002. A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital, *Journal of Accounting Research*, 40: 21-40.
- Botosan, C., Plumlee, M., & Xie, Y. (2004). The role of information precision in determining the cost of equity capital. *Review of Accounting Studies*, 9(2-3), 233-259.
- Bhattacharya, N., Desai, H., & Venkataraman, K. (2013). Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 482-516.
- Bhattacharya, U., Daouk, H., & Welker, M. (2003). The world price of earnings opacity. *The Accounting review*, 78(3), 641-678.
- Bizarro, Pascal A. & Garcia, Andy. (2010). XBRL- Beyond the Basics. *The CPA Journal*. May, 62-71.
- Bonson, E.; Cortijo, V.; Escobar, T. (2009): "A Delphi investigation to explain the voluntary adoption of XBRL", *The International Journal of Digital Accounting Research*, vol. 9:193-205.
http://dx.doi.org/10.4192/1577-8517-v9_7.
- Brands, K. (2013), XBRL and the Audit Data Standards. Available: <http://www.readperiodicals.com/201312/3166708831.html>, Institute of Management Accountants <http://dx.doi.org/10.2308/accr-2004.79.3.687>
- Chen, H., Chen, J. Z., Lobo, G., & Wang, Y. (2011). Effects of Audit Quality on Earnings Management and Cost of Equity Capital: Evidence from China. *Contemporary Accounting Research*, 28(3), 892-925.

- Chunhui Liu, Xin (Robert) Luo, Choon Ling Sia, Grace O'Farrell, Hock Hai Teo. (2013). "The impact of XBRL adoption in PR China". *Decision Support Systems* 59(2014) 242-249
- Dechow, Patricia M.; Sloan, Richard G.; & Sweeney, Amy P. (1995, April). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*. 70(2): 193-225.
- Dechow, P. M., Sloan, R.G., & Sweeney, A.P. (1996). Consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13, 1-36.
- Deshmukh, Ashutosh(2004) "XBRL," Communications of the Association for Information Systems: Vol. 13, Article 16. Available at: <http://aisel.aisnet.org/cais/vol13/iss1/16>
- DiPiazza, S. A. J., & Eccles, R. G.(2002). Building Public Trust: The Future of Corporate Reporting. New York: Wiley.
- Doolin, B., & Troshani, I. (2004). "XBRL: A research note". *Qualitative Research in Accounting & Management*, 1(2), 93-104.
- Enofe, Augustine & Amaria, Pesi. (2011). "Extensible Business Reporting Language XBRL: A New Dimension in Financial Reporting". *International Journal of Business, Accounting and Finance*. 5 (November, Winter), 78-90.
- Frank, M.Z. and Goyal, V.K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors and Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1-37.
- Gray, P., Koh, P. S., & Tong, Y. H. (2009). Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(1-2), 51-72.
- Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions, *Journal of Accounting and Economics* 7, 85-107.
- Healy, P.M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, 365-383.
- HODGE, F. D.; KENNEDY, J. J.; MAINES, L. A. (2004): "Does search-facilitating technology improve the transparency of financial reporting?", *Accounting Review*, vol. 79, n. 3: 687-703.
- Hoffman, C. & Watson, L.A. (2010). "XBRL for Dummies". New Jersey: Wiley Publishing Inc. Ivan Koo.(2007). "XBRL Adoption in Singapore", XBRL International. Available at: <http://slidegur.com/doc/3532416/xbrl-adoption-in-singapore--mr-ivan-koo--acra>
- Jam E. Hunton; Robert Libby; Cheri L. Mazza. (2006). Financial Reporting Transparency and Earnings Management, *The Accounting Review*, vol.81, n.1:135-157
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jiraporn P., G. A. Miller, S. S. Yoon & Y. S. Kim (2008). Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*. 17,(3) : 622-634.

- Kao, J. L., Wu, D., & Yang, Z. (2009). Regulations, earnings management, and post-IPO performance: The Chinese evidence. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 63-76
- Karen Kernan.(2008). "XBRL around the world", *Journal of accountancy (October 2008)* 1-5
- Latridis, G. and Kadorinis, G. (2009). Earnings management and firm financial motives: A Financial investigation of UK listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 18, 164-173.
- Llukani, Teuta. (2013). Earnings Management and Firm Size: An Empirical Analyze in Alabanian Market. *European Scientific Journal*. 9(16):135-144
- Long, M.S. and Malitz, I.B. (1985). The Investment-Financing Nexus: Some Empirical Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, 3, 53-59.
- Modigliani, F., & Miller, H.M.(1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Peng, E. Y., Shon, J. and Tan, C.(2011), XBRL and Accruals : Empirical Evidence from China. *Accounting Perspectives*, 10: 109-138.
- Pinsker, R.,and S. Li. (2008): "Costs and benefits of XBRL adoption: Early evidence", *Communications of the ACM*, vol. 51(3) : 47-50.
- Plumlee, R. D., and M. A. Plumlee. 2008. Assurance on XBRL for financial reporting. *Accounting Horizons* 22(3): 353-368.
- Premuroso, R. F., and S. Bhattacharya. 2008. Do early and voluntary filers of financial information in XBRL format signal superior corporate governance and operating performance? *International Journal of Accounting Information Systems* 9(1): 1-20.
- REZAEI, Z.; TURNER, J. L. (2002): "XBRL-based financial reporting: Challenges and opportunities for government accountants", *The Journal of Government Financial Management*, vol. 52, n. 2: 16-22.
- S. Li (2010), Does mandatory adoption of international financial reporting standards in the European Union reduce the cost of equity capital?, *The Accounting Review* 85 607-636.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3,91-102.
- Scott, W., (2003). *Financial Accounting Theory*. Pearson Education. Toronto. Ontario.
- SHUETRIM, G.; SOMERVILLE, J. (2004): " Data management for credit risk – an XBRL equation", *Basel Briefing 7 (KPMG)*: 20-23
- Shyam-Sunder, Lakshmi & Myer, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order Models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.doi:10.1108/18347640710837335
- Stehle, R., Ehrhardt, O., &Przyborowsky, R. (2000). Long-run stock performance of German initial public offering and seasoned equity issues. *European Financial Management*, 6(2), 173-796.

- Subramanyan, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 249-281.
- Sukeecheep Moss Supawadee. (2016). The Influence of Discretionary Accruals and Corporate Governance on Cost of Equity Capital: Using Unbalanced Panel Data with Fixed Effects Regression Model. *Journal of the Association of Researchers*, 21(2),171-187.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance* 13(6), 1935-1974.
- Wada, Y. 2006. "XBRL Case Studies: Showing XBRL in Use, The Bank of Japan". Available at:http://www.xbrl.org/CaseStudies/BoJ_XBRL_06.pdf.
- XBRL International. 2007a. "What is XBRL?" XBRL International. Available At : <http://www.xbrl.org/Whats> XBRL.2007b. XBRL Case Studies: Showing XBRL in Use: The FFIEC and US Banking Regulation. XBRL International. Available at: <http://www.xbrl.org/CaseStudies>.
- Yoshiaki Wada. (2012). "Evolution of XBRLin Asia". NTT DATA Corporation. December 13th,2012
- Zhenyang Bai, Manabu Sakaue, Fumiko Takeda, (2014). "The impact of XBRL adoption on Information Environment:Evidence from

ผลของการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน และการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่อผลการ ดำเนินงานบริษัท

วไลรัตน์ ผ่องจิตต์

วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน และผลการดำเนินงานบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2008 – 2017 จำนวน 110 บริษัทโดยใช้แบบจำลองโลบิท ผลการศึกษาพบว่าจำนวนกรรมการบริษัท จำนวนครั้งในการประชุมกรรมการบริษัท การมีคณะกรรมการค่าตอบแทน และกรรมการสรรหาที่มีความสัมพันธ์กับการกระทำผิดที่มีการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวนอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: การทุจริต การกำกับดูแลกิจการที่ดี คณะกรรมการ ผลการดำเนินงาน

**The Role of Supreme Audit Institution and Stakeholder Engagement:
Way forward of State Audit Office of the Kingdom of**

Sutthi Suntharanurak, Ph.D.

Pitikhun Nilthanom

Chinnapong Trakuldist

International Affairs Office

State Audit Office of the Kingdom of Thailand

Abstract

The Role of Supreme Audit Institution and Stakeholder Engagement: Way forward of State Audit Office of the Kingdom of Thailand

Sutthi Suntharanurak, PhD.
Pitikhun Nilthanom
Chinnapong Trakuldist

Supreme Audit Institution (SAI) plays a main role to enhance transparency and accountability in the public financial management. However, SAI could collaborate with several stakeholders as audit entities, parliamentary, CSOs, media, and anti-corruption agencies, also academic bodies. These collaborations are represented by the concept of participatory in public sector audit. The aim of this paper is to discuss the way forward of State Audit Office of the Kingdom of Thailand known as SAI Thailand to engage several stakeholders. The authors applied the IDI framework which categorized SAI stakeholders, analyzed SWOT, and prioritized the impacts of engaging stakeholders. The results showed that SAI Thailand should engage the media especially digital media and academic bodies in order to develop them as strategic partners.

Keywords Supreme Audit Institution
Stakeholders engagement
State Audit Office of the Kingdom of
Thailand

The Role of Supreme Audit Institution and Stakeholder Engagement: Way forward of State Audit Office of the Kingdom of Thailand

Sutthi Suntharanurak, PhD.¹
Pitikhun Nilthanom
Chinnapong Trakuldist

Under the Public Financial Management (PFM), the Supreme Audit Institution or SAI is a main agency in the budgetary procedure which SAI mandates could strengthen the effectiveness of public financial management. It contributes to improvement of budget transparency and accountability through external auditing. However, autonomous audit agency could play important role in improving financial governance and discouraging corruption when it is independence. Therefore, the independence of SAI could make it as a pivotal actor in the governance of the budget and the system of fiscal control, providing much-needed checks and balances in the management of public finances (Santiso, 2007).

Lavin and Cornejo (2015) explained that PFM provides a good framework to place citizen engagement with SAIs in context. The engagement between SAI and various stakeholders could contribute to better audit and oversight of the use of public fund. Moreover, the established engagement through their partnerships with SAI can provide grounded insights on the quality and responsiveness of government programs, which, when used properly, can strengthen the overall PFM.

¹ **Dr. Sutthi Suntharanurak** is the auditor, senior professional level of State Audit Office of the Kingdom of Thailand. Presently, he is the Head of International Academic Division of International Affairs Office. **Mr. Pitikhun Nilthanom** is the auditor, senior professional

level which serves as the Head of International Development of International Affairs Office. **Mr. Chinnapong Trakuldist** is the plan and policy analyst of the State Audit Office of the Kingdom of Thailand.

The aim of this paper is to discuss the role of SAI and stakeholders' engagement which focused on the State Audit Office of the Kingdom of Thailand or SAI Thailand to prepare the strategic plan for stakeholders' engagement 2019-2022. This paper is consisted of three parts. The first part explained the background of SAI stakeholders, types of stakeholder, and the engagement of SAI stakeholders. For the second, the authors discussed the role of SAI Thailand to engage stakeholders in the past. However, we analyzed that SAI Thailand should revise the engaging stakeholders' strategy. Finally, we came up with the strategic plan for stakeholders' engagement 2019-2022. For the last, we represented the conclusion which discussed the way forward for sustainability of engaging stakeholders

1. Introduction

For this section, we started to discuss who is a SAI stakeholder. After that we pointed out the types of SAIs stakeholders. Additionally, we represented how SAI engage several stakeholders which explained three engaging strategies between SAI and stakeholders.

1.1 Who is a SAI stakeholder?

Presently, SAI needs to actively engage with stakeholders and closely collaborate with various stakeholders. In 2010, the International Organization of Supreme Audit Institutions (INTOSAI) held its Congress in Johannesburg, South Africa which discussed the role of SAIs and various stakeholders. The conclusion of this meeting recognized that

“The effectiveness with which SAIs fulfill their role of holding government to account for the

use of public money not only depends on the quality of their work, but also on how effectively they are working in partnership with the accountability functions of the legislature as well as the executive arm of government in making use of audit findings and enacting change.”

However, SAI stakeholder is defined as *a person, group or organization that has interest or concern in a SAI and who can be affected by the SAI action or can affect its operations* (INTOSAI Development Initiatives 2015). In addition, the International Standard of Supreme Audit Institution known as ISSAI represented the value and benefits of the SAIs which proclaimed principles regarding how SAIs making a difference to the lives of citizens also recognize the importance of engaging of stakeholders².

However, ISSAI 12 clarifies a stakeholder as a person, group, organization, member or system that can affect or can be affected by the actions, objectives and policies of government and public entities i.e. legislative, executive, audited entity, judiciary, civil society organizations (cso), media, academic bodies and other accountability institutions as anti-corruption agencies. Also, SAI staffs are defined as internal stakeholders.

1.2 Types of SAI stakeholder

Actually, SAI stakeholders are widespread; however, we could classify types of SAI stakeholder under analysis of dimensions of SAI environment. The INTOSAI Development

² ISSAI 12 Value and Benefits of SAIs which highlights the importance of SAI engagement with stakeholders especially principles 3-6.

Initiatives or IDI (2015) proposed the analytic framework which could be classified and

determined what individuals or groups can be affected by SAIs potentially (see figure 1).

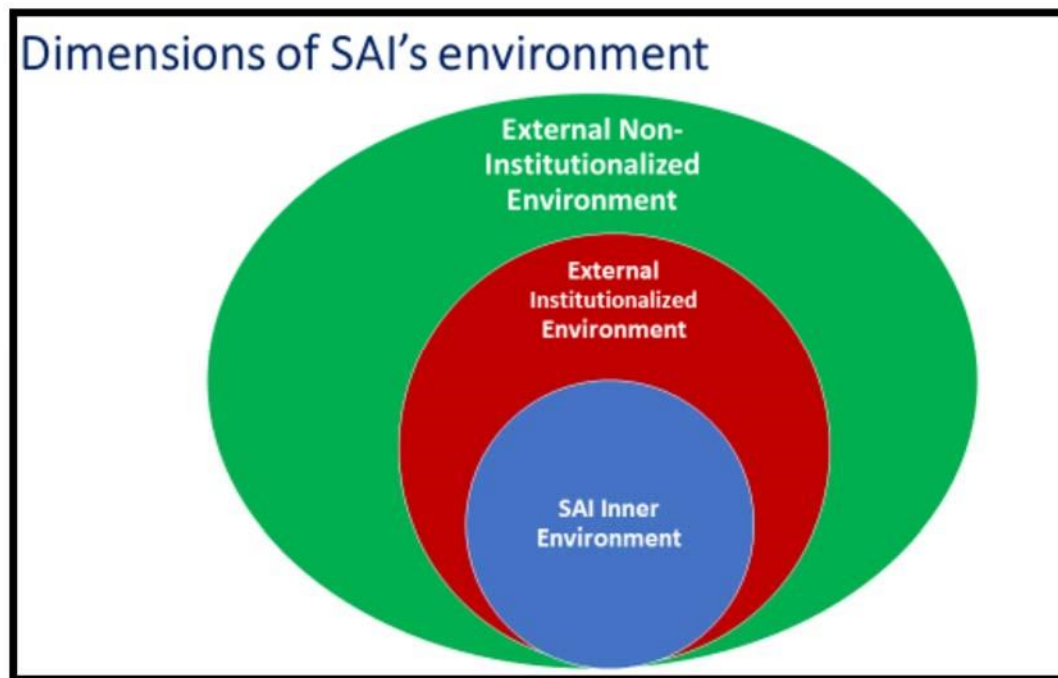


Figure 1 Dimensions of SAI's environment

Source: INTOSAI Development Initiatives (2015: 48)

From figure 1, it is represented the dimensions of SAI's environment which could analyze the classification of SAI stakeholders. Basically, we started with the inner circle which means *SAI inner environment* as known as the internal environment. The inner environment is covered by SAIs' staffs both auditors and supportive staffs. Meanwhile, the next circle is represented the *SAI external institutionalized environment* which showed the environment outside; however, these stakeholders are related to SAIs through legality. For example, audited entities

and the parliament which are fundamental stakeholders in the State Audit Act. On the other hand, the outside circle is represented *the SAI external noninstitutionalized environment*. Optionally, SAI could participate with these stakeholders since there is no legal requirement, for instance, media, civil society organization, and academic and professional institutions.

Under SAIs' environment, IDI analyzed and classified five categories of SAIs stakeholders as following table 1.

Table 1 Types of SAI Stakeholders

Types of SAI Stakeholders	Characteristics
Strategic partners	Stakeholders who always support SAI’s works in any situation. SAI’s staff is the most suitable representative of this category.
Interest groups	Stakeholders who share common interests with the SAI in certain areas. CSO and academic institutions usually have interests in some audit results.
Pressure groups	Stakeholders who exercise pressure over SAI, either politically or generally, because they are interested in certain issues of SAI’s works. Media is pertained to this group.
Opposite groups	Stakeholders who are against SAI position no matter what reasons are. However, this category is not fixed depending on issues of concern.
Passive groups	Stakeholders who are inactive yet have common interests with the SAI that can promote political or general activisms. Citizens, CSO, non-traditional, and media could be the passive groups.

Source: INTOSAI Development Initiatives (2015: 56)

From table 1, it explained types of SAI stakeholders which SAI could transform several stakeholders to be another type. For example, SAI could encourage both the pressure and passive groups to be the interest groups based on appropriated strategic plan for stakeholder engagement. Likewise, a good strategic plan could develop the engagement between SAI and several stakeholders to be the strategic partner which achieved value and benefits of SAI for all stakeholders.

1.3 How SAI engage stakeholders?

Even though SAI could categorize types of stakeholders, the engagement will be achievement when SAI prepares the appropriated strategies to engage. IDI (2015) recommended three strategies in engaging with SAI stakeholders which depended on each objective. The strategies are consisted of (a) approaching, (b) engaging, and (c) positioning (see figure 2).



Figure 2 Three strategies for engaging stakeholders

From figure 2, the first strategy of engagement is *to approach the stakeholders*. This step is the first interaction between the SAI and the stakeholder that SAI should open up various channels of communication and information in order to generate interest. IDI (2015) introduced some techniques for approaching that SAI could implement, for example, sending general information together with more specific information on areas of interest related to the stakeholder's own objectives and circle of influence. Likewise, SAI could invite stakeholders to public activities carried out by the SAI. SAI could offer stakeholders to participate with general information at activities run by the stakeholder. In addition, SAI could make use of the website to create interest for stakeholders as a communication channel within the SAI's own control.

For the second, *the engaging with stakeholders* is the progressive step which move to a more established engagement. However, SAI needs to identify and decide on a framework for the cooperation. SAI could use various methods in engaging with a stakeholder. For example, SAI could create a digital newsletter between SAI and legislature. SAI could send complementary materials from audit if stakeholders is interested in a particular audit report like pictures, videos, interview, and testimonial. SAI could provide training in SAI subjects, especially those difficult to understand. Additionally, SAI could invite stakeholders as observers to relevant SAI activities as roundtable and forums.

The last strategy for engagement is *to position the stakeholders*. The aim of this strategy is to achieve public value and positioning of the SAI with the stakeholder, and represents the achievement of one of the most important

institutional goals that means stakeholder trust as a legitimacy. SAI should use various techniques for positioning strategies, for example, identify common or worries issues and propose a formal process for dealing together on the issues. SAI should formalize an official framework or platform of SAI performance. Likewise, SAI should collect and publish the feedback from stakeholders about through SAI website which make trust for stakeholders.

2. Discussion

For this part, the authors discussed the role of State Audit Office of the Kingdom of Thailand or SAI Thailand and engaging stakeholders. This part is focused on the previous forms of engagement which SAI Thailand engaged with various stakeholders. However, the authors analyzed several stakeholders of SAI Thailand and came up with two groups which SAI Thailand should emphasize to engage, that is, media and academic institutions. Finally, we proposed the strategic plan for SAI Thailand to engage both groups.

2.1 SAI Thailand and previous form of engaging stakeholders

Supreme Audit Institution of Thailand or SAI Thailand is consisted of three parts, that is, (1) State Audit Commission or SAC, (2) State Audit Office or SAO and (3) Auditor General (AG)³. SAI Thailand has been independence status as prescribed by the virtue of Constitution of the Kingdom of Thailand and the Organic Act on the State Audit B.E. 2561 (2018). It has a wide remit, auditing public revenue and

³ In general, the model of SAI is consisted of three models, that is, (a) Westminster model, (b) Napoleonic or Judicial court model, and (c) Collegiate or Board model. For SAI

Thailand, it has been mixed between Westminster and Board model as known Hybrid model.

spending of both central and local governments including a state enterprise under the law on budgetary procedure or under other laws and any other agency or undertaking which receives subsidies from the state and is required by provisions of the law to be audited by SAI Thailand.

Meanwhile, SAI Thailand has the powers and duties to audit accounts, or an audit of the receipt, disbursement, utilization, retention and administration of the money, property, right and benefit of an audited entities, for the purpose of ensuring compliance with the laws, rules, regulations, resolutions of the Council of Ministers and practices observed in the performance of official functions, in contribution to optimal efficiency of State financial administration, thereby constituting corruption prevention measures.

SAI Thailand also plays a crucial role in promoting integrity in public procurement processes and transparency and accountability in the management of public finances to audited entities. According to *Fiscal Responsibility Act*

B.E. 2561 (2018), SAI Thailand is the external auditor of public financial system responsible for upholding public financial discipline of the country.

However, SAI Thailand has engaged with key stakeholders for a long time especially audit entities and parliamentary. Recently, according to *the Organic Act on State Audit 2018*, Section 10 prescribed that auditing shall be comply with principle of good governance. Typically, one of main pillars is the participatory principle. Therefore, the participation of stakeholders in auditing work is required by law. Moreover, the Strategic Plan for Fiscal Year (FY) 2019-2022 is stipulated by the new mission of SAI Thailand. From our mission, it states that SAI Thailand shall promote and encourage all stakeholders to aware and participate in public auditing with SAI Thailand.

Even though SAI Thailand has been engaged with stakeholders as audit entities and parliament under SAI mandates, in the past SAI Thailand initiated several programs to engage with other stakeholders (see table 2).

Table 2 Forms of engaging with stakeholders by SAI Thailand

Engaging with stakeholders	Forms of engaging
Citizen	<p>Since FY 2011, SAI Thailand has encouraged citizens to participate in public sector audit by initiated project called “SAI Thailand Open House” and “Voluntary citizen auditors” in order to provide knowledge about SAI Thailand mandate and raise awareness of citizen regarding public money. Meanwhile, SAI Thailand has attempted to encourage citizen participating in scrutinizing public procurement process. It is crucial to oversee whether public procurement is conducting through fair competition, transparency and obtaining Value for Money (VFM).</p> <p>Likewise, SAI Thailand introduced public procurement database known as “Public Procurement Watch with SAO” via http://procurement-oag.in.th to inform citizen</p>

Engaging with stakeholders	Forms of engaging
	<p>regarding contract information and etc. For matters relevant to irregularities, illegality and corrupt practices, the complaints may be made to relevant agencies including SAO electronically.</p> <p>In 2013, SAI Thailand established website called www.oaganticorruption.com which aimed to raise awareness of citizens on corruption and fraudulence practice in Thailand. It also aims to receive information from citizens regarding corruption matters via electronic complaint system. Upon receiving of such information SAO will launch preliminary measure and respond to them without delay.</p> <p>In addition, SAI Thailand shall publish some interesting audit reports to the public through its website.</p>
Audit entities	<p>Actually, SAI Thailand always engages the audit entities by mandates. However, SAI Thailand has promoted the transparency and accountability for audit entities by providing knowledge about concerned audit issues. For example, SAI Thailand has engaged with auditee both central and local level in form of seminar and training in order to provide knowledge to audited entities regarding Regulation of State Audit Commission and relevant laws concerned. Several seminars were conducted by SAI Thailand including internal control, public financial discipline and etc.</p> <p>Certainly, these contents are published through SAI Thailand website.</p>
Anti-Corruption Agencies	<p>SAI Thailand conducted regular meeting with National Anti-Corruption Commission (NACC) occasionally to discuss on relevance matters in order to create collaboration with each other. These meetings could make understand each other and reducing work duplications.</p>

Engaging with stakeholders	Forms of engaging
Academic institutions	<p>Subject to Organic Act on State Audit 2018 Section 29, prescribed that audit standard shall be complied with international audit standard. Therefore, SAI Thailand are revising audit standards; compliance, financial and performance audit standard in order to comply with the International Standards of Supreme Audit Institutions (ISSAIs). Hence, SAI Thailand needs to address performance gap raised from this legal clause. Thus, it is necessary to collaborate with academic area in order to enhance capacity of staffs.</p> <p>However, the International Affairs Office initiated one of collaborating projects with academic area which known as <i>Academic Forum</i>. The concept of academic forum is to open the floor for the academic professor who invited to share his/her knowledge about emerging issues that related to auditing area, for example, the Auditing Sustainable Development Goals (SDGs), and the disruptive technology and future of audit.</p>
Media	<p>Normally, SAI Thailand views media as a channel to convey messages to public. SAI Thailand has attempted to use both mainstream channel and social media to engage with audiences. Since 2012, SAI Thailand has run the daily TV program on Channel 7 so called “Column no.7” to raise awareness of public regarding government spending. The program showed the audiences how SAI Thailand conducted audit and what were the audit recommendations. In addition, Auditor General discussed in the talk show program on TV occasionally.</p> <p>SAI Thailand also launched social media like Facebook Page to provide easy-to-access and easy to-understand data to 3 target groups i.e. SAI staff (Internal Stakeholder), Citizens and auditee. This kind of engagement will clarify detail on mandate and work of SAI to them. In case of emergency issue, SAI Thailand also immediately organized press conference with media to provide correct information to public as well as clarifying on public interest issues.</p> <p>Recently, SAI Thailand established the Office of Public Relations and Corporate Communications which was responsible for engaging with citizen, media and other key stakeholders officially.</p>

2.2 How to analyze stakeholders of SAI Thailand?

The authors analyzed several stakeholders of SAI Thailand under IDI framework which focused on environments internally and externally. The environmental analysis could make SAI Thailand understood their positions in relation to engagement with stakeholders. Therefore, the SWOT analysis is one of the most effective tools that supported SAI Thailand to examine strengths, weaknesses, opportunities, and threats of its organization. By conducting SWOT analysis, we found that SAI Thailand should know their internal strengths to support the stakeholder engagement strategies, as well as the weaknesses that they have to focus on. Likewise, opportunities such as new potential and influential stakeholders of SAIs, and threats to be aware of are also provided by this analysis (see table 3).

Under analytic issues, SAI Thailand is legally independent as stated in the Constitution of Thailand 2017. Typically, the independence

principle is one of the most important fundamental characteristics of SAIs to effectively carry out their works. Thus, the independence by law is one of the strengths of SAI Thailand. In addition, SAI Thailand just established the Public Relations and Corporate Communication Office which is mainly responsible for communicating with public. Meanwhile, ICT infrastructures within SAI Thailand are sufficient and stable which offered the most convenient communication internally and externally. Hence, these reasons are strengthening points of SAI Thailand.

However, the weakness of SWOT matrix could be represented by the changes in the Organic Act on State Audit that might take time to the adaptation. As well as the instability of State Audit Policies which influenced by the new State Audit Commission might be another key factor to achieve the SAI engagement. Furthermore, the variations in the State Audit Act might affect the audit process because several steps had to be introduced, thus auditors need more time to learn and adapt.

Table 3 SWOT matrix for analysis of SAI Thailand engaging stakeholders

<p><u>Strengths:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Independence of SAI is guaranteed by the law - Establishment of Public Relations and Corporate Communication - Sufficiency ICT infrastructure. 	<p><u>Weaknesses:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Changes in the Organic Law on State Audit - Instability of State Audit Policy - Unawareness of SAI staff
<p><u>Opportunities</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Active and Development of CSOs activities - Increasing of people's awareness of SAI's mandate and importance of public money. - Increasing in number of citizen who can access to the internet and social media - the general election is expected to be held next year 	<p><u>Threats:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Political culture - Political atmosphere - Parliament does not focus on audit report

Source: The authors

For the opportunities, we found that CSOs in Thailand are more active and stronger than the past. Especially using social media to anti-corruption and raise awareness in governance issues are increasingly. Since 2010 Thai CSOs have used social media and their websites as channels to voice their demand for transparency and accountability. The growth of social media could change Thai culture gradually particularly raise awareness about public issues. Meanwhile, SAI Thailand has gained reputation from playing an important role about fighting corruption on many governmental projects and public spending recently. Lastly, we analyzed that in 2019 the general election will be expected good sign which can raise people's perception and trust on government.

However, we viewed that political culture might be a main threat of SAI Thailand. Likewise the audit reports might be not interesting which Parliament members might not focus our audit reports.

After SWOT analysis, we could understand SAI Thailand and engaging stakeholders systematically. Definitely, SAI Thailand should engage all stakeholders; however, it may be very costly. Therefore, by considering the environmental analysis and stakeholder identification, we will prioritize stakeholders that have the most impact on SAI's works. In order to do so, SAI Thailand should analyze the identified stakeholders in terms of contribution, legitimacy, willingness, influence and necessity of involvement to obtain high impact and low-cost stakeholders. Noted that, SAI Thailand could add more attributes as much as they like in order to enhance the rigidity of the analysis. However, scoring in this analysis is subjective, therefore, analysts must be very careful about biases.

From our analysis, we found that five stakeholders were identified based on the SWOT analysis including media, legislature, CSOs, academic bodies, and audited entities.

The stakeholder analysis is presented in the table below.

Table 4 Impacts analysis of SAI Thailand engaging stakeholders

Stakeholders	Contribution	Legitimacy	Willingness	Influence	Necessity of involvement
Media	Medium	Medium	Medium	Medium	Medium
Legislature	Low	Low	Low	High	High
CSOs	Medium	Low	Medium	Medium	Medium
Academic Bodies	High	High	High	Medium	High
Audited Entities	Low	Medium	Low	Low	High

Source: The authors

From table 4, it is represented the impacts analysis of SAI Thailand engaging stakeholders. Initially, we identified five stakeholders which SAI Thailand should focus on engagement. Under IDI framework, it could analyze impacts of SAI Thailand engaging with five stakeholders. We analyzed these stakeholders based on five criteria. For the first criteria, the contribution of engagement we found that the academic bodies are high impact. Meanwhile, the media and CSOs are medium impact. However, we viewed the criteria of legitimacy which academic bodies are still high effect which might be derived from the new State Audit act 2018. The main issues of new act are related to the state audit policy and state audit standards which might be updated and followed the international level. Hence, the academic institutions could support these emerging issues which might related the state audit policy and standards in the future.

Likewise, we found that the willingness of engaging is another criterion that academic bodies still have high impact. Presently, SAI

Thailand signed Memorandum of Understand (MOU) with few academic institutions like Nanjing Audit University in order to research and develop capacity of both staffs. However, the criteria of influence seem to be high impact for legislature especially the parliament which is necessity for using audit reports and annual report of SAI Thailand. These reports could be useful for parliament especially reflected the transparency and accountability of budgetary procedures also supporting public financial management system.

For the last, we found that the necessity of involvement with stakeholders were high impacts with legislature, audit entities, and academic bodies. Both of legislature and audit entities have been engaged by mandates of SAI Thailand. Meanwhile, the academic bodies could be developed as strategic partner.

Finally, we came up with the conclusion to engage with academic bodies which could generate high impacts for SAI Thailand. However, we found that the impacts of media

were medium level which overall impacts were higher than legislatures, audit entities, and CSOs. Therefore, we selected two groups, media and academic bodies, to prepare the strategic plan for SAI Thailand engaging stakeholders during 2019-2022.

2.3 Preparation of Strategic plan for SAI Thailand engaging stakeholders 2019-2022

From previous section, the authors analyzed that SAI Thailand should engage with media and academic bodies. Therefore, we prepared the strategic plan for SAI Thailand engaging stakeholders 2019-2020 as follows.

(a) Engaging with Media

We analyzed that SAI Thailand should engage both traditional and digital media. In case of traditional media, SAI Thailand has the Office of Public Relations and Corporate Communications which has been direct responsibility for engaging with press, newspaper, and TV. However, the digital media which covered the social media that we suggested to engage them especially the engaging with the investigative journalism.

SAI Thailand should use approaching strategy to collaborate with the digital media. Therefore, SAI Thailand might prepare various channels for digital media and social media beyond Facebook. Likewise, the theme should be focused on the impact of audit reports which SAI should simplify them as “*reader friendly version*”. Definitely, the digital media could support this issue by using the Infographic,

podcast, also YouTube channel for communication with various audiences.

(b) Engaging with academic bodies

SAI Thailand has prepared to engage with four academic institutions; however, we selected the themes and activities to engage with them. Meanwhile, the expectations of academic institutions are involved with collaboration with SAI Thailand and understand the role of SAI Thailand in PFM. Hence, SAI Thailand determined themes for engaging with academic institutions as follows;

- (a) The role of SAI Thailand and Sustainable Development Goals (SDGs)
- (b) SAI Thailand and the next step of fighting against corruption
- (c) How to design the evaluation system for SAI Thailand and the implementation of SAI Performance Measurement Framework
- (d) The introduction to public sector audit for academic.

These themes were raised by SAI Thailand which looked forward under future context. Definitely, SAI Thailand will adapt and develop staff's capacity in order to coincide with the global changes. Therefore, we need to generate knowledge with audit experiences for development. For strategic plan, SAI Thailand will set strategies of approaching and engaging with four academic institutions. The main activities are covered the workshop, seminar, forum, cooperative research. These activities could support SAI Thailand to prepare knowledge for the future (see table 3).

Table 5 Strategic plan for engaging stakeholders by SAI Thailand 2019-2022

Engaging with Stakeholders	Themes for engaging	Activities	Engaging strategies
Media			
Digital and social media and investigative journalism	Sharing information about the mandates of SAI Thailand under new state audit act	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Making understand about public sector audit especially the role of SAI Thailand in PFM ➤ To simplify audit findings and audit reports in term of reader friendly like Infographic 	Approaching
Academic institutions			
School of Economics, Thammasat University	Enhancing capacity for auditing SDGs	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Workshop SDG 101 ➤ Blending e-learning course of auditing SDGs for junior performance auditors 	Approaching and engaging
School of Economics, Chulalongkorn University	SAI Thailand and next step of fighting against corruption	➤ Cooperative research and seminar under the theme of anti-corruption by SAI Thailand	Approaching and engaging
School of political science, Chulalongkorn University	To design evaluation system for SAI Thailand and SAI PMF	➤ Cooperative research and seminar	Approaching and engaging
School of business, Thammasat University	To introduce public sector audit for academic institution	<ul style="list-style-type: none"> ➤ To provide textbook or guidebook for introduction to public sector audit ➤ To design and deliver course about the government auditing 	Approaching and engaging

Source: The authors

3. Conclusion

The main objective of this paper is to discuss the role of SAIs and engaging stakeholders. Under the participatory principle, SAIs have to prepare various channels for engaging stakeholders. Generally, there are several stakeholders that SAIs need to collaborate with them. However,

SAIs should prioritize these stakeholders in order to allocate their resources for engagement efficiently. Likewise, the engagement should be based on the analytic framework which SAIs need to know how to engage their stakeholders.

For this paper, the authors recommended the way forward for sustainability of engaging

stakeholders by implementing the IDI approach for stakeholder analysis. We found that the SWOT analysis could show the strengths and weakness of SAI Thailand when it will engage with several stakeholders. Definitely, SAI Thailand analyzed its capacity for engagement under its mandates. Meanwhile, the authors analyzed these contexts through impacts analysis. Finally, we came up with the strategy plan to engage with media and academic institutions.

References

Initiatives, I. D. (2015). *Guidance on supreme audit institutions' engagement with stakeholders*. Oslo: INTOSAI Development Initiatives.

Renzo Lavin, Carolina Cornejo, and Sruti Bandyopadhyay . (2015). *The Basics of Supreme Audit Institutions-Citizen Engagement*. Retrieved from E-guide on Participatory audit: <http://www.e-participatoryaudit.org/module-01/audit101-2.php>

Santiso, C. (2007). *Eyes wide shut? The politics of autonomous audit agencies in emerging economies*. Buenos Aires: CIPPEC.

Impacts of corporate governance on stock liquidity: A panel quintile regression

Jutamas Wongkantarakorn¹, Chaiyuth Padungsaksawadi^{2*}

¹PhD Candidate in Finance, Department of Finance, Thammasat Business School
And College of Innovation Management,
Rajamangala University of Technology Rattanakosin

²Assistant Professor of Finance, Thammasat University, Department of Finance
Thammasat Business School

Abstract

This research uses the Corporate Governance Report developed by the Thai Institute of Directors Association to determine effect of corporate governance on stock liquidity during 2006-2017. The panel-data regression, Difference-in-Differences (DiD), Random-effects Tobit Model, and Fixed-effects Quantile Regression Model show that corporate governance score of the stocks help reducing level of information asymmetry, then investors have more confident in these stocks and trade more on these stocks, thus, trading volumes of these stocks increase as well as stocks market liquidity. The estimated results of this study reveal the significant impacts of corporate governance measured by IOD corporate governance index (no-star, 3-star, 4-star, or 5-star) on stock liquidity measured by Amihud's illiquidity.

Keywords: corporate governance, liquidity, panel data

Impacts of corporate governance on stock liquidity: A panel quintile regression

1. Introduction

According to the separation of ownership and control (Fama & Jensen, 1983) and information asymmetry, stock liquidity becomes important because it affects value of the firm (Amihud & Mendelson, 2008). Though researchers categorize meaning of liquidity into different terms based on areas of study such as micro and macro levels of liquidity, its concept is not clear (Benson, Faff, & Smith, 2015). In asset pricing, a number of previous studies document the positive relationship between liquidity and stock return. Specifically, low information asymmetry improves liquidity in the stock market because informed and uninformed traders are likely to know the same set of information. Thus, high liquidity is associated with high stock return.

Moreover, corporate governance affects stock liquidity by the flow of information asymmetry which causes adverse selection and hence affects liquidity (Glosten & Milgrom, 1985). Prior literature examines corporate governance and stock liquidity and demonstrates that high corporate governance is associated with high liquidity (Chung et al., 2010&2012; and Prommin et al., 2014). In particular, high corporate governance suggests high public information that leads to low information asymmetry. Meanwhile, Lei et al. (2013) study the relationship among stock liquidity, corporate governance, family firm, and state-owned enterprise in China and find the consistent evidence with recent literature. However, those studies typically use specific characteristics of corporate governance that represent all perspectives of corporate governance rather than a general corporate governance index.

This study concentrates on a panel analysis for corporate governance and stock liquidity in Thailand. The main objective is to assess whether corporate governance has an impact on stock liquidity of listed firms that employs data on corporate governance index of Thai Institute of Director (Thai IOD) and illiquidity measure of Amihud (2002). This analysis employs Random-effects Tobit Model

and Fixed-effects Quantile Regression Model that consider the positively skew distribution of stock liquidity measured by Amihud's illiquidity. The sample period ranges from 2006 to 2017.

The main finding demonstrates the consistent evidence with recent literature that firms with high corporate governance have high stock liquidity. The positive impact of corporate governance on stock liquidity is more pronounced for firms with good corporate governance scores (3-star, 4-star and 5-star). This empirical evidence exhibits that listed firms with better corporate governance score have lower information asymmetry that leads to an increase in their stock liquidity because investors have more confidence in stocks of these firms and subsequently trade more on their stocks.

This study is organized as follows. In the next section, literature review of stock liquidity measure and the constructed corporate governance index. Section 3 describes the data and methodology. Section 4 provides empirical results, and section 5 contains summary and conclusion.

2. Literature Review

2.1 Trading under information asymmetry and adverse selection

Information asymmetry is a friction in security markets. Adverse selection theory describes an influence of asymmetric information on market liquidity as follows. Since a lack of information transparency weakens trading's decisions, informed traders normally get more benefits which is on cost to counterparties. In order to protect their interest, uninformed traders and market-makers widen bid-ask spread to insurance the risk of missing information (Copeland & Galai, 1983; Glosten & Milgrom, 1985). Moreover, Kavajecz (1999) studies trading activities around information events. With an intension to manage their exposure to information opacity, market-makers also lower bid and ask quoted sizes. Therefore, information asymmetry deteriorates both market width and depth which are the key measures of market liquidity.

Prior studies suggest a strong link between information asymmetry and corporate

governance practice. Leuz & Verrecchia (2000) focus on a change of financial reporting standard in German companies. Under better disclosure environment, firms' information asymmetry is reduced. Diamond (1985) & Verrecchia (2001) specify that voluntary disclosure enhances firms' public information which declines information cost and asymmetric information. Whereas, quality of voluntary disclosure is influenced by ownership structure and board composition (Eng & Mak, 2003). Ajinkya, Bhojraj, & Sengupta (2005) and Karamanou & Vafeas (2005) examine an effect of board structure, institutional ownership, and audit committee on quantity and quality of earnings forecast. They indicate that information fairness can be improved by corporate governance policy. Also, Kanagaretnam, Lobo, & Whalen (2007) investigate quarterly announcement periods. Their results indicate that board independence, board activity, and corporate insiders' stock holdings lessen bid-ask spreads which is used as a proxy of information asymmetry. Besides, (Cormier, Ledoux, Magnan, & Aerts, 2010) and Cai, Liu, Qian, & Yu (2015) show that corporate governance practices, such as monitoring activities and voluntary disclosures, decrease information asymmetry. While, Elbadry, Gounopoulos, & Skinner (2015) add that managerial monitoring is driven by level of board independence, board activeness, executive compensation and debt financing.

On the other hand, good governance can also escalate information asymmetry when costs of disclosure are high (Bamber & Cheon, 1998; Verrecchia, 1983). Furthermore, sophisticated investors have better information processing ability than unsophisticated investors. The announcement, that provides new information to both types of investors, intensifies information gap (Coller & Yohn, 1997; Kim & Verrecchia, 1994; Lee, Mucklow, & Ready, 1993). Still, (Amiram, Owens, & Rozenbaum, 2016) study analyst forecast announcements. They propose that information from analyst forecast does not provide additional information to sophisticated traders. But it is valuable for ingenuous ones. Consequently, analyst forecast announcements decrease information asymmetry.

2.2 Corporate governance and liquidity

Considering many dimensions of governance, plenty of governance measures are constructed by institutions and researchers (Jackson, 2013; Lei et al., 2013; Prommin et al., 2014; Tang & Wang, 2011), for example, the Environmental, Social, and Governance of corporate (ESG) by Thomson Reuters Corporate Responsibility Ratings, Transparency index, Corruption index, World Governance Index (WGI) by World Bank, and International Shareholder Services (ISS). Researchers mostly constructed governance indices by employing equally weighed technique, however other methodologies also existed (Jackson, 2013).

There are many literatures regarding an association between corporate governance, information asymmetry, and liquidity. Diamond & Verrecchia (1991), Welker (1995), and Healy, Hutton, & Palepu (1999) do not only demonstrate that information disclosure diminish asymmetric information. But they also conclude that information disclosure encourages more investors which increase securities' liquidity. Some researchers conclude that regulatory environment, which is external corporate governance factor, enhance market liquidity (Bacidore & Sofianos, 2002; Brockman & Chung, 2003; H. Chung, 2006).

Chung, Elder, & Kim (2010) is the pioneer paper that emphasis on the impact of internal corporate governance attributes on stock liquidity. By using US data during 2001 to 2004, they construct their own index based on 24 governance standards. Panel regression's results reveal that stock liquidity is significantly improved by corporate governance policy. By employing limited corporate governance characteristics and liquidity proxies with Malaysian listed companies in 2007, Foo & Zain (2010) support Chung, Elder, & Kim (2010). The same conclusions are found in 155 French stocks during 2008 and 2009 (Karmani & Ajina, 2012). By using survey data from 25 international markets during 2003 to 2010, Chung, Kim, Park, & Sung (2012) indicate positive impact of shareholder protection right on stock liquidity. Li et al. (2012) examine the association in Russian companies. They

document that liquidity enhances corporate governance. Tang & Wang (2011) and Lei, Lin, & Wei (2013) study Chinese market over the period from 1999 to 2004 and 2006 to 2008. They are not only backing Chung, Elder, & Kim (2010), but the latter also propose the effect of different types of agency conflicts on the relationship between corporate governance and stock liquidity. Edmans et al. (2013) employ Amihud's liquidity measure with panel regression. The positive relationship between liquidity and the likelihood of blockholder formation is documented. While, Cueto & Switzer (2013) analyze the association by using Brazil and Chile intraday data. As high concentration of ownership structure is a proxy of weak minority shareholder protection, dominant shareholders do not decrease market liquidity. Because the dominant owners have to maintain a low-cost exit strategy. Jackson (2013) shows conflicting findings. 71 Caribbean firms with concentrated ownership are linked to lower liquidity during 2005 to 2011. By constructing four-dimensions corporate governance index, (Prommin et al., 2014) and (Prommin, Jumreornvong, Jiraporn, & Tong, 2016) denote the similar results as Chung, Elder, & Kim (2010). The positive relationship between governance quality and liquidity is found within firm-level. However, they investigate the relationship by employing only 100 largest stocks in Thailand for a small period between 2006 and 2009. On the other hand, Fu et al. (2015) suggest that family firms have more liquidity than the others due to effective monitoring activities and lower agency problem. As prior studies are mostly affected by limited sample and inadequate liquidity proxies, Ali, Liu, & Su (2017) examine the influence of corporate governance quality (CGQ) index on various types of liquidity measure by using 1,207 Australian listed firms for the period of 2001 to 2013. Their results show a positive relationship between corporate governance and stock liquidity.

2.3 Hypothesis development

This study considers information asymmetry as corporate governance proxy that affect stock liquidity. Trading under

information asymmetry leads to an adverse selection problem of investor behavior, uninformed traders, dealer (Glosten & Milgrom, 1985).

This study focuses on Thailand which is an emerging market and transition in corporate governance since Asian financial crisis in 1997. This study categorizes firm by level of corporate governance ranking into groups to investigate effect of corporate governance to stock liquidity.

H3: High corporate governance firm has more stock liquidity than low corporate governance firm.

3. Data

This study uses listed company in the stock exchange of Thailand. Data are retrieved

$$ILLIQ_{iy} = \frac{1}{D_{iy}} \sum_{t=1}^{D_{iy}} |R_{iyd}| / VOLD_{iyd} \quad (1)$$

where R_{iyd} represents the return on stock i on day d of year y , $VOLD_{iyd}$ is the respective daily volume, and D_{iy} is the number of days when data are available for stock i in year y (Amihud, 2002). This study uses firm characteristic as control variables, total assets, stock price, return of stock, stock return volatility, firm age, institutional ownership, industry, country, and year dummy follow Chung et al. (2010).

4. Methodology

This study uses panel-data regression and Difference-in-Differences (DiD) estimators (Roberts & Whited, 2011). Following Chung et al., (2010); Lei et al., (2013), the panel-data regression equations as follows.

4.1 Panel Random-effects Linear Regression Model

$$ILLIQ_{it} = X_{it}\beta + u_{it} \quad (2)$$

and $u_{it} = V_i + \varepsilon_{it}$, $i = 1, 2, \dots, N$, $t = 1, 2, \dots, T$

where $ILLIQ$ is illiquidity measure that is Amihud's Illiquidity ratio (Amihud, 2002).

X_{it} is $NT \times 8$ matrix of independent and control variables

$$X_{it} = \left[GovIndex_{it} \quad \frac{1}{price_{it}} \quad Return_{it} \quad Volatility_{it} \quad FirmSize_{it} \quad Age_{it} \quad TradingVolume_{it} \right] \quad (3)$$

$GovIndex_{it}$ is corporate governance index of Thai Institute of Directors of stock i in year t . $Price_{it}$ is price of stock i in year t . $Return_{it}$ is return of stock i in year t . $Volatility_{it}$ is stock return volatility of stock i in year t . $FirmSize_{it}$ represents firm size which is measured by total assets of stock i in year t . Age_{it} is firm age of stock i in year t . $TradingVolume_{it}$ is trading volume of stock i in year t . \square_i is cross-sectional Random-effects of stock i . \square_{it} is stochastic random error term of stock i in year t .

from Thomson Reuters Eikon. The data consists of 395 companies, during 2006 – 2017. Total observation is 4,740 firm-year.

This study uses corporate governance index by Thai Institute of Director (Thai IOD). Data collected from Thai IOD website. This data is publicly available and generally used by financial institution, for example mutual fund that has objective of investment on good corporate governance. This study uses liquidity measure follow (Prommin et al., 2014), which includes Illiquidity ratio (Amihud, 2002).

Illiquidity ratio Amihud's (2002) the average ratio of the daily absolute stock return to trading volume on one-time period. Illiquidity ratio Amihud's (2002) the average ratio of the daily absolute stock return to trading volume on one-time period.

Based on panel data, this study employs Panel Random-effects linear regression model to analyze the impact of level of good corporate governance of the firm on level of illiquidity of that particular firm (Roberts & Whited, 2011). Following Chung et al., (2010); Lei et al., (2013), the Panel Random-effects regression model can be stated as follows.

However, since the dependent variable, $ILLIQ_{it}$ (Illiquidity ratio), has positively skew distribution with very high extreme values, random-effects upper bound Tobit model is also applied in order to avoid biased result which is caused by the high extreme values.

The random-effects upper bound Tobit model can be stated as:

$$ILLIQ_{it} = \begin{cases} X_{it}\beta + u_{it} & \text{if } ILLIQ_{it} < \lambda \\ \lambda & \text{if } ILLIQ_{it} \geq \lambda \end{cases} \quad (4)$$

and $u_{it} = V_i + \varepsilon_{it}$

where λ represents the upper limit censored point.

This Random-effects upper bound Tobit model is estimated by Maximum Likelihood

5. Empirical results

This study collects stock data from Thomson Reuters Eikon, and corporate governance index from Thai Institute of Directors during 2006-2017. The analysis includes both annual and monthly data for the result verification. The data are from total of 364 listed companies in the stock exchange of Thailand (SET).

To determine whether there exists the differences between annual and monthly data, descriptive statistics of the two data are separately shown in Panel A and Panel B of Table 1, Table 1 respectively. illustrates descriptive statistics of Amihud's illiquidity, all data and categorized by corporate governance index of Thai Institute of Directors (IOD), and the factors determining liquidity, including price inverse, stock return volatility, firm age, size, turnover by volume.

For both annual and monthly data, mean and median of Amihud's illiquidity are differences among different groups of corporate governance. High level of corporate governance groups, 4-star and 5-star firms, have lower mean and median of Amihud's illiquidity, implying that they have higher liquidity compare to those with lower level of corporate governance. Additionally, with the hugh differences between mean and median of Amihud's illiquidity, it indicates that this variable, Amihud's illiquidity, has positively skew distribution with very high positive

Figure 1 illustrates distribution of Amihud's illiquidity ($ILLIQ_{it}$) of the data in this study, which show extremely positively skew distribution.

4.2 Panel Random-effects Tobit Model

estimation using Guass-Hermite Quadrature method.

extreme value (the maximum value is very high). This positively skew distribution suggests that the econometric model of this dependent variable should be either Panel Random-effects Tobit Model or Panel Fixed-effects Quantile Regression Model.

Descriptive statistics of the control variables, including price inverse, stock return volatility, firm age, firm size, and turnover by volume, show relatively symmetric distribution since their mean and median are less different with relatively moderate standard deviation.

Estimated Results of Econometric Models

The estimated results of Random-effects Linear Model, Random-effects Tobit Model, and Fixed-effects Quantile Regression Model using annual data and monthly data are illustrated in and Table 4.3, respectively. Based on the estimated results using annual data in Table 4.4, the estimated results of Random-effects Linear Model reveal positive significant impact of 3-star CG score on Amihud's illiquidity, which is opposite direction from that suggested by the theory, and insignificant negative impacts of 4-star and 5-star. These unfavorable results might be caused by the positively skew distribution of the dependent variable, Amihud's illiquidity. To cope with this problem, Random-effects Tobit Model and Fixed-effects Quantile Regression are estimated. According to the results of Random-effects Tobit Model, 3-star CG score

indicates insignificant positive coefficient, implied no impact, while 4-star and 5-star reports significant negative impacts on illiquidity. Negative impacts of corporate governance are also confirmed by the estimated results of Fixed-effects Quantile Regression Model. All corporate governance variables, 3-star, 4-star, and 5-star reveal negative impacts on Amihud's illiquidity. These results imply that good corporate governance can lead to higher market liquidity of the listed company. This conclusion is also confirmed by the estimated results of all three models using monthly data. As shown in Table 4.5, the estimated results of all three models illustrate negative impacts of corporate governance index, 3-star, 4-star, and 5-star, on Amihud's illiquidity.

Based on the estimated results of both annual data and monthly data, all control variables do have significant impacts on Amihud's illiquidity as suggested by the conceptual framework. Inverse of stock price (*priceinverse*), volatility of stock return (*volatility*), and size of the firm (*lna*) have significant positive influence on Amihud's illiquidity. This implies that when price of stock increase or decrease, liquidity of that stock will increase and decrease as well. Increase in volatility of stock return will result in reducing liquidity of that stock. Smaller size firms, in term of total asset, tend to have higher level of liquidity than those with bigger size.

Age of the firm (*age*) and turnover of the stock (*lntv*) all have significant impacts on Amihud's illiquidity. The results are according to what are expected by the conceptual framework. The companies that have been listed for longer period of time have more liquidity than those with shorter period of listing time. Higher turnover of the stock leads to lower liquidity of that stock.

Robustness Tests

In order to confirm the finding of this study, robustness tests are also performed. The nonparametric testing results of Gamma rank correlation between IOD's Corporate Governance Index (*GovIndex*) and Level of Illiquidity (*ILLIQ_Level*) using annual data and monthly data indicate significant negative rank correlation between these two ordinal-

measured variables. Tables 4 and 5 illustrate frequency of observations categorized by IOD's Corporate Governance Index (*GovIndex*) and Level of Illiquidity (*ILLIQ_Level*) and Gamma rank correlation using annual data and monthly data, respectively. Gamma values of -0.1964 and -0.2032 imply that firms with higher level of IOD corporate governance score can be expected to have lower level of Amihud's illiquidity (or higher liquidity).

To reconfirm the robustness test of the rank correlation, Random-effects Ordered Probit models are estimated using annual data and monthly data. Table 6 reveals the estimated results of Random-effects Ordered Probit Model using annual data and monthly data. The significant negative estimated results of coefficients of corporate governance dummy variables (*cg3*, *cg4*, and *cg5*) confirm that higher level of corporate governance score lead to lower level (rank) of Amihud's illiquidity.

According to the robustness tests results in Tables 4, 5, and 6, these ordinal level measure of illiquidity analyses also help confirm impacts of good corporate governance on liquidity of the stock. In addition, Table 7 shows average change of Amihud's illiquidity (*ILLIQ*) caused by one level change in IOD's corporate governance index (*GovIndex*) during two sub-periods (2007-2011 and 2012-2017).

During the first sub-period 2007-2011, the cases of one level change in IOD corporate governance score, including no-star to 3-star, 3-star to 4-star, and 4-star to 5-star, have positive mean (increase) in Amihud's illiquidity (102.663, 3.180, and 0.930) with very high standard deviation (446.413, 459.553, and 373.120). Since the median of the changes are a lot less than the mean, it implies that the magnitudes of the changes in Amihud's illiquidity caused by one level change in IOD corporate governance score are positively skew distributed with high positive extreme value (maximum).

Based on the second sub-period 2012-2017, all cases of one level change in IOD corporate governance score, including no-star to 3-star, 3-star to 4-star, and 4-star to 5-star, have negative mean (decrease) in Amihud's illiquidity (-20.514, -35.417, and -4.455) with

moderately level of standard deviation (75.107, 131.842, and 22.906). The median of the changes are more than the mean, which indicates negatively skew distribution of the changes in Amihud's illiquidity with low negative extreme value (minimum).

The opposite direction of the impacts of improving corporate governance during the first sub-period 2007-2011 and the second sub-period 2012-2017 indicate that before 2012, impact of improving corporate governance score does not help increasing liquidity of the stock but instead reducing liquidity. After 2012, improving one level of corporate governance score helps increasing liquidity of the stock. Therefore, these findings also help confirm the relationship between good corporate governance and liquidity.

6. DISCUSSION & CONCLUSION

This study has provided evidences of relationship between good corporate governance and stock market liquidity. Based on information asymmetry and adverse selection concept, listed companies can provide investors their better operating performance information by sending signal through good corporate governance practice (Chung, et al., 2010; Prommin et al., 2014; and Prommin, et al., 2016). Better corporate governance score of the stocks help reducing level of information asymmetry. Then, investors have more confident in these stocks and trade more on these stocks, thus, trading volumes of these stocks increase as well as stocks market liquidity. Unlike other studies, this study takes into account of the positively skew distribution of stock market liquidity measured by Amihud's illiquidity by employing Random-effects Tobit Model, and Fixed-effects Quantile Regression Model. Then, the estimated results of this study reveal the significant impacts of corporate governance measured by IOD corporate governance index (no-star, 3-star, 4-star, or 5-star) on stock liquidity measured by Amihud's illiquidity, which is in line with previous studies (Chung, et al., 2010; Prommin et al., 2014; and Prommin, et al., 2016). Thus, hypothesis of the study is confirmed. Similar to Chung, et al. (2010), the results suggest that listed companies can alleviate information-

based trading and improve stock market liquidity by improving their corporate governance score, which can help lower information asymmetry problem.

By changing scale of measurement of liquidity as ordinal level, robustness test using nonparametric rank correlation and Random-effects Ordered Probit model also reveal the ordinal-level relationship between IOD corporate governance score and level of liquidity. The findings of this study are remarkably robust to alternative statistical tests and different scale of measurement of liquidity. Additionally, corporate governance score improvement lead to higher level of liquidity. Based on sub-period analysis, Thai investors seems not to value much on IOD corporate governance index during 2007-2011 since the result indicate positive average change in Amihud's illiquidity. After 2011, Thai IOD reconstructed its corporate governance index, mutual fund managers then took into account of corporate governance score of the stocks to help forming their portfolio. As a result, corporate governance score improvement during 2012-2017 reveals negative average change in Amihud's illiquidity, which imply increasing liquidity. Furthermore, similar to previous studies (Foo & Zain, 2010; Chung, et al., 2010; Karmani & Ajina, 2012; Chung, et al., 2012; Lei, et al., 2013), the estimated results of all regression models show significant effects of all control variables on stock liquidity.

References

- Ajinkya, B., Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2005). The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 343–376.
- Ali, S., Liu, B., & Su, J. J. (2017). Corporate governance and stock liquidity dimensions: Panel evidence from pure order-driven Australian market. *International Review of Economics and Finance*, 50(March), 275–304.

- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 31–56.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (2008). Liquidity, the Value of the Firm, and Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(2), 32–45.
- Amiram, D., Owens, E., & Rozenbaum, O. (2016). Do information releases increase or decrease information asymmetry? New evidence from analyst forecast announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 62(1), 121–138.
- Bacidore, J. M., & Sofianos, G. (2002). Liquidity Provision and Specialist Trading in NYSE-Listed Non-U.S. Stocks. *Journal of Financial Economics*, 63, 133–158.
- Bamber, L. S., & Cheon, Y. S. (1998). Discretionary Management Earnings Forecast Disclosures: Antecedents and Outcomes Associated with Forecast Venue and Forecast Specificity Choices. *Journal of Accounting Research*, 36(2), 167–190.
- Benson, K., Faff, R., & Smith, T. (2015). Injecting liquidity into liquidity research. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 533–540.
- Brockman, P., & Chung, D. Y. (2003). Investor Protection and Firm Liquidity. *The Journal of Finance*, 58(2), 921–937. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/3094564>
- Cai, J., Liu, Y., Qian, Y., & Yu, M. (2015). Information Asymmetry and Corporate Governance. *Quarterly Journal of Finance*, 05(03), 1550014.
- Chung, H. (2006). Investor protection and the liquidity of cross-listed securities: Evidence from the ADR market. *Journal of Banking & Finance*, 30, 1485–1505.
- Chung, K. H., Elder, J., & Kim, J.-C. (2010). Corporate Governance and Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(02), 265–291.
- Chung, K. H., Kim, J. S., Park, K., & Sung, T. (2012). Corporate governance, legal system, and stock market liquidity: Evidence around the world. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41(6), 686–703.
- Coller, M., & Yohn, T. L. (1997). Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads. *Journal of Accounting Research*, 35(2), 181.
- Copeland, T. E., & Galai, D. (1983). Information Effects on the Bid-Ask Spread. *The Journal of Finance*, 38(5), 1457–1469. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2327580>
- Cormier, D., Ledoux, M., Magnan, M., & Aerts, W. (2010). Corporate governance and information asymmetry between managers and investors. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 10(5), 574–589.
- Cueto, D. C., & Switzer, L. N. (2013). Intraday market liquidity, corporate governance, and ownership structure in markets with weak shareholder protection: evidence from Brazil and Chile. *Journal of Management & Governance*, 19(2), 395–419.
- Diamond, D. W. (1985). Optimal Release of Information by Firms. *The Journal of Finance*, 40(4), 1071–1094.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, XLVI (4), 1325–1359.
- Edmans, A., Fang, V. W., & Zur, E. (2013). The effect of liquidity on governance. *Review of Financial Studies*, 26(6), 1443–1482.
- Elbadry, A., Gounopoulos, D., & Skinner, F. (2015). Governance Quality and Information Asymmetry. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 24(2–3), 127–157.
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325–345.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301–325.

- Foo, Y. B., & Zain, M. M. (2010). Board independence, board diligence and liquidity in Malaysia: A research note. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 6(2), 92–100.
- Glosten, L. R., & Milgrom, P. R. (1985). Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 71–100.
- Healy, P. M., Hutton, A. P., & Palepu, K. G. (1999). Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 485–520.
- Jackson, M. K. (2013). *Ownership, Corporate Governance and Liquidity in Caribbean Firms*. Queensland University of Technology.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J., & Whalen, D. J. (2007). Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 497–522.
- Karamanou, I., & Vafeas, N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 453–486.
- Karmani, M., & Ajina, A. (2012). Market Stock Liquidity and Corporate Governance. *SSRN Electronic Journal*.
- Kavajecz, K. A. (1999). American Finance A Specialist's Quoted Depth and the Limit Order Book. *The Journal of Finance*, 54(2), 747–771.
- Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 41–67.
- Lee, C. M. C., Mucklow, B., & Ready, M. J. (1993). Spreads, depths, and the impact of earnings information: An intraday analysis. *The Review of Financial Studies*, 6(2), 345–374.
- Lei, Q., Lin, B., & Wei, M. (2013). Types of agency cost, corporate governance and liquidity. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(3), 147–172.
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38(May), 91–124.
- Li, W.-X., Chen, C. C.-S., & French, J. J. (2012). The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 13(4), 465–477.
- Prommin, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2014). The effect of corporate governance on stock liquidity: The case of Thailand. *International Review of Economics & Finance*, 32, 132–142.
- Prommin, P., Jumreornvong, S., Jiraporn, P., & Tong, S. (2016). Liquidity, ownership concentration, corporate governance, and firm value: Evidence from Thailand. *Global Finance Journal*, 31, 73–87.
- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2011). Endogeneity in Empirical Corporate Finance. *SSRN Electronic Journal*.
- Tang, K., & Wang, C. (2011). Corporate Governance and Firm Liquidity: Evidence from the Chinese Stock Market. *Emerging Markets Finance & Trade*, 47(February), 47–60.
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179–194.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180.
- Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 801–827.
- Yu-Thompson, Y., Lu-Andrews, R., & Fu, L. (2016). Liquidity and Corporate Governance: Evidence from Family Firms. *Review of Accounting and Finance*, 15(2), 144–173.

Figure1 Histogram of Amihud's Illiquidity (ILLIQit)

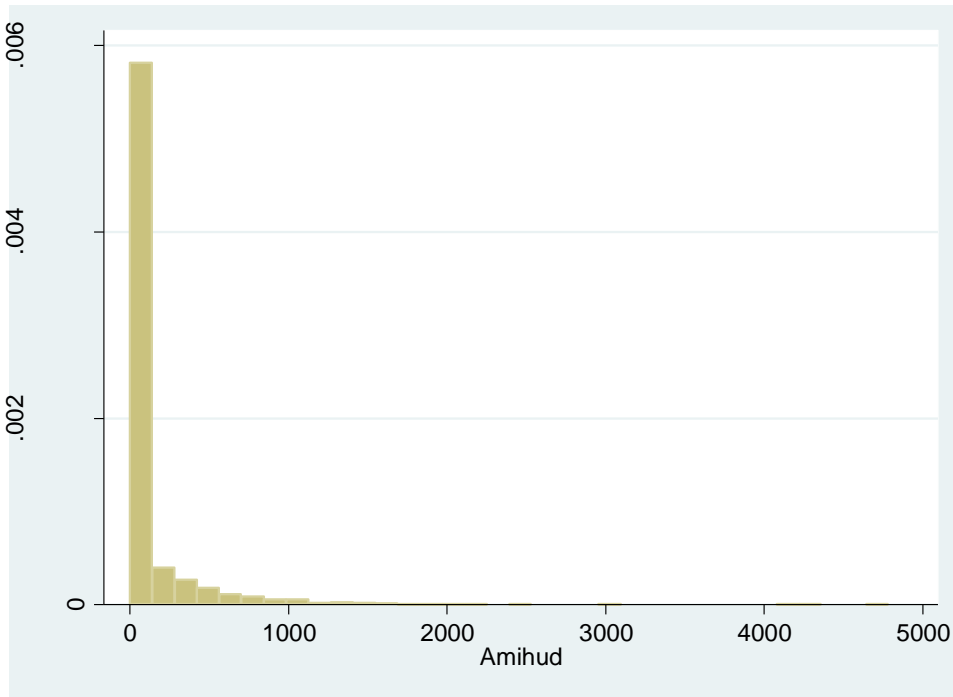


Table 1. Descriptive statistics of stock return and liquidity measures.

This table shows descriptive statistics of variables in this study during 2006-2017. Illiq is Amihud illiquidity ratio, all data and categorized by corporate governance index of Thai Institute of Directors (IOD). 1/Price is an inverse of stock price data. Return Volatility is

the standard deviation of stock return. Firm age is age of firm from IPO date. Ln(Firm Size) is measured by logarithm of total assets. Ln(Turnover by Volume) is measured by logarithm of turnover by volume.

Panel A: Annual Data

Variable	Obs	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
Illiq	2,977	112.7085	3.5022	302.1050	0.0000	4783.2490
CG No-star	811	116.8941	4.1077	280.1586	0.0000	2396.8790
CG 3-star	902	155.8630	6.1194	333.8065	0.0000	4359.7980
CG 4-star	901	92.2577	3.0384	319.4313	0.0002	4783.2490
CG 5-star	363	46.8856	0.2432	183.3089	0.0001	2084.5550
1/Price	2,977	0.4894	0.1980	1.2567	0.0013	33.3333
Return Volatility	2,977	0.0553	0.0287	0.3947	0.0013	12.4128
Firm age	2,977	23.4068	23.8028	8.2900	10.8389	42.9972
Ln(Firm Size)	2,977	15.6822	15.3448	1.6965	11.2037	21.8458
Ln(Turnover by Volume)	2,977	10.8437	10.8766	4.4799	0.5596	23.5943

Panel B: Monthly Data

Variable	Obs	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
Illiq	53,479	94.6613	0.5273	356.2681	0.0000	9881.1620
CG No-star	18,752	135.9254	0.7901	438.7916	0.0000	9881.1620
CG 3-star	15,189	104.4503	1.2660	361.5682	0.0000	7774.7830
CG 4-star	14,131	59.6603	0.3453	274.0753	0.0000	5905.4650
CG 5-star	5,407	15.5283	0.1035	92.2504	0.0000	2175.2220
1/Price	53,479	0.7366	0.1905	3.8962	0.0003	100.0000
Return Volatility	53,479	0.0956	0.0510	0.2335	0.0000	15.0625
Firm age	53,479	17.1174	17.2868	8.6402	0.0411	42.6585
Ln(Firm Size)	53,479	11.0066	11.3318	2.8721	1.2321	24.0579
Ln(Turnover by Volume)	53,479	8.9640	9.6499	3.4891	-2.3026	19.3114

Table 2. Estimated Results of Random-effects Linear Model, Random-effects Tobit Model, and Fixed-effects Quantile Regression Model using Annual Data.

RE-Linear is Random-effects Linear Model. RE-Tobit is Random-effects Tobit Model. FE-QReg is Fixed-effects Quantile Regression Model. cg3 is dummy variable of IOD corporate governance index, value equals to 1 for 3-star and 0 otherwise. cg4 is dummy variable of IOD corporate governance index, value equals to 1 for 4-star and 0 otherwise. cg5 is dummy variable of IOD corporate

governance index, value equals to 1 for 5-star and 0 otherwise. priceinverse is an inverse of stock price data. volatility is the standard deviation of stock return. age is age of firm from IPO date. lnta represents size of the firm measured by logarithm of total assets. lntv represents turnover of the stock measured by logarithm of turnover by volume.

	RE-Linear	RE-Tobit	FE-QReg
cg3	24.8099*	0.2229	-1.0934
cg4	-7.0201	-0.4572**	-14.0985***
cg5	-0.3996	-1.3231***	-4.9257***
priceinverse	17.5850***	0.4501***	20.9306***
volatility	49.9615***	0.9726***	29.7871***
age	-0.7653	-0.0728***	-0.4736***
lnta	2.1368	0.0753*	1.4423***
lntv	-30.4129***	-1.1105***	-11.5906***
Constant	410.1833***	18.1968***	
sigma_u		1.7872***	
sigma_e		3.3717***	
N	2977	2977	2977
No Group	364	364	364
Chi-square	777.19***	2733.61***	
Overall R2	0.2075		

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Table 3. Estimated Results of Random-effects Linear Model, Random-effects Tobit Model, and Fixed-effects Quantile Regression Model using Monthly Data.

RE-Linear is Random-effects Linear Model. RE-Tobit is Random-effects Tobit Model. FE-QReg is Fixed-effects Quantile Regression Model. cg3 is dummy variable of IOD corporate governance index, value equals to 1 for 3-star and 0 otherwise. cg4 is dummy variable of IOD corporate governance index, value equals to 1 for 4-star and 0 otherwise. cg5 is dummy variable of IOD corporate

governance index, value equals to 1 for 5-star and 0 otherwise. priceinverse is an inverse of stock price data. volatility is the standard deviation of stock return. age is age of firm from IPO date. lnta represents size of the firm measured by logarithm of total assets. lntv represents turnover of the stock measured by logarithm of turnover by volume.

	RE-Linear	RE-Tobit	FE-QReg
cg3	-4.0607**	-0.0453	-2.7144***
cg4	-2.2887	-0.2215***	-3.8422***
cg5	-2.7418	-0.1668**	-4.2833***
priceinverse	0.7860***	0.0180***	0.5381***
volatility	149.0707***	1.5877***	370.1578***
age	-0.2912	-0.0500***	-0.3468***
lnta	2.8783***	0.0410***	0.8160***
lntv	-19.7908***	-1.0099***	-5.7240***
Constant	201.7362***	13.2204***	
sigma_u		2.1887***	
sigma_e		2.5556***	
N	53479	53479	53479
No Group	364	364	364
Chi-square	2527.76***	16356.04***	
Overall R2	0.1965		

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

Table 4. Frequency of Firm-year Categorized by IOD's Corporate Governance Index (GovIndex) and Level of Illiquidity (ILLIQ_Level).

GovIndex	ILLIQ_Level				Total
	1	2	3	4	
No Star	158 19.5%	220 27.1%	213 26.3%	220 27.1%	811 100%
3-Star	160 17.7%	217 24.1%	224 24.8%	301 33.4%	902 100%
4-Star	230 25.5%	241 26.8%	247 27.4%	183 20.3%	901 100%
5-Star	185 51.0%	73 20.1%	61 16.8%	44 12.1%	363 100%
Total	733 24.7%	751 25.2%	745 25.0%	748 25.1%	2,977 100%

Gamma = -0.1964****

Note: **** indicates significant at 0.01.

Table 5. Frequency of Firm-month Categorized by IOD's Corporate Governance Index (GovIndex) and Level of Illiquidity (ILLIQ_Level).

GovIndex	ILLIQ_Level				Total
	1	2	3	4	
No Star	3,421 18.2%	4,655 24.8%	4,525 24.1%	6,151 32.8%	18,752 100%
3-Star	2,091 13.8%	3,670 24.2%	4,595 30.3%	4,833 31.8%	15,189 100%
4-Star	3,240 22.9%	4,182 29.6%	3,895 27.6%	2,814 19.9%	14,131 100%
5-Star	2,109 39.0%	1,681 31.1%	1,201 22.2%	416 7.7%	5,407 100%
Total	10,861 20.3%	14,188 26.5%	14,216 26.6%	14,214 26.6%	53,479 100%

Gamma = -0.2032****

Note: **** indicates significant at 0.01.

Table 6. Estimated Results of Random-effects Ordered Probit Model using Annually Data and Monthly Data.

cg3 is dummy variable of IOD corporate governance index, value equals to 1 for 3-star and 0 otherwise. cg4 is dummy variable of IOD corporate governance index, value equals to 1 for 4-star and 0 otherwise. cg5 is dummy variable of IOD corporate governance index, value equals to 1 for 5-star and 0 otherwise.

priceinverse is an inverse of stock price data. volatility is the standard deviation of stock return. age is age of firm from IPO date. lnta represents size of the firm measured by logarithm of total assets. lntv represents turnover of the stock measured by logarithm of turnover by volume.

ILLIQ_Level	Annual Data	Monthly Data
cg3	0.1079	-0.0499***
cg4	-0.0423**	-0.0533**
cg5	-0.4179***	-0.1383***
priceinverse	0.1218***	0.0521***
volatility	0.4347***	0.5012**
age	-0.0263***	-0.0394***
lnta	-0.1300***	-0.0405***
lntv	-0.3884***	-0.6028***
□ ₁	-8.1586***	-7.7730***
□ ₂	-6.6801***	-5.9117***
□ ₃	-5.1983***	-3.9149***
sigma_u	0.5391***	0.8298***
N	2977	53479
No Group	364	364
Log-likelihood	-2584.96	-34739.76
Overall Chi-square Test	1587.47***	19072.99***
Chi-square-Bar	237.34***	8295.53***

* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001

Table 7. Descriptive Statistical Indices of Change of Amihud's Illiquidity (ILLIQ) After Change in IOD's Corporate Governance Index (GovIndex) during 2007-2011 and 2012-2017.

0 → 3 represents the case that the firm IOD corporate governance score increases one level from no-star to 3-star. 3 → 4 represents the case that the firm IOD corporate governance score increases one level from 3-star to 4-star. 4 → 5 represents the case that the firm IOD corporate governance score increases one level from 4-star to 5-star.

Period	2007-2011			2012-2017		
	0 → 3	3 → 4	4 → 5	0 → 3	3 → 4	4 → 5
Firm-year (# obs.)	74	70	32	96	119	71
Mean	102.663	3.180	0.930	-20.514	-35.417	-4.455
Median	67.553	-1.981	-1.563	-0.008	-0.001	-0.001
Std. Dev.	446.413	459.553	373.120	75.107	131.842	22.906
Minimum	-972.357	-1723.934	-569.291	-508.400	-702.241	-146.127
Maximum	1187.658	1390.975	1833.472	12.596	13.193	5.623



Thai Institute of Directors Association

CMA Building2, 2/9 Moo 4 (Northpark Project),
Vibhavadi-Rangsit Road,
Thung SongHong, Laksi, Bangkok 10210, Thailand
Phone: (66)2955 1155
Fax: (66) 2955 1156-7
www.thai-iod.com

